

**Miroljub Labus**

**Svojina  
i  
korporativno upravljanje**

**Pravni fakultet u Beogradu**

**22. Mart 2008.g.**

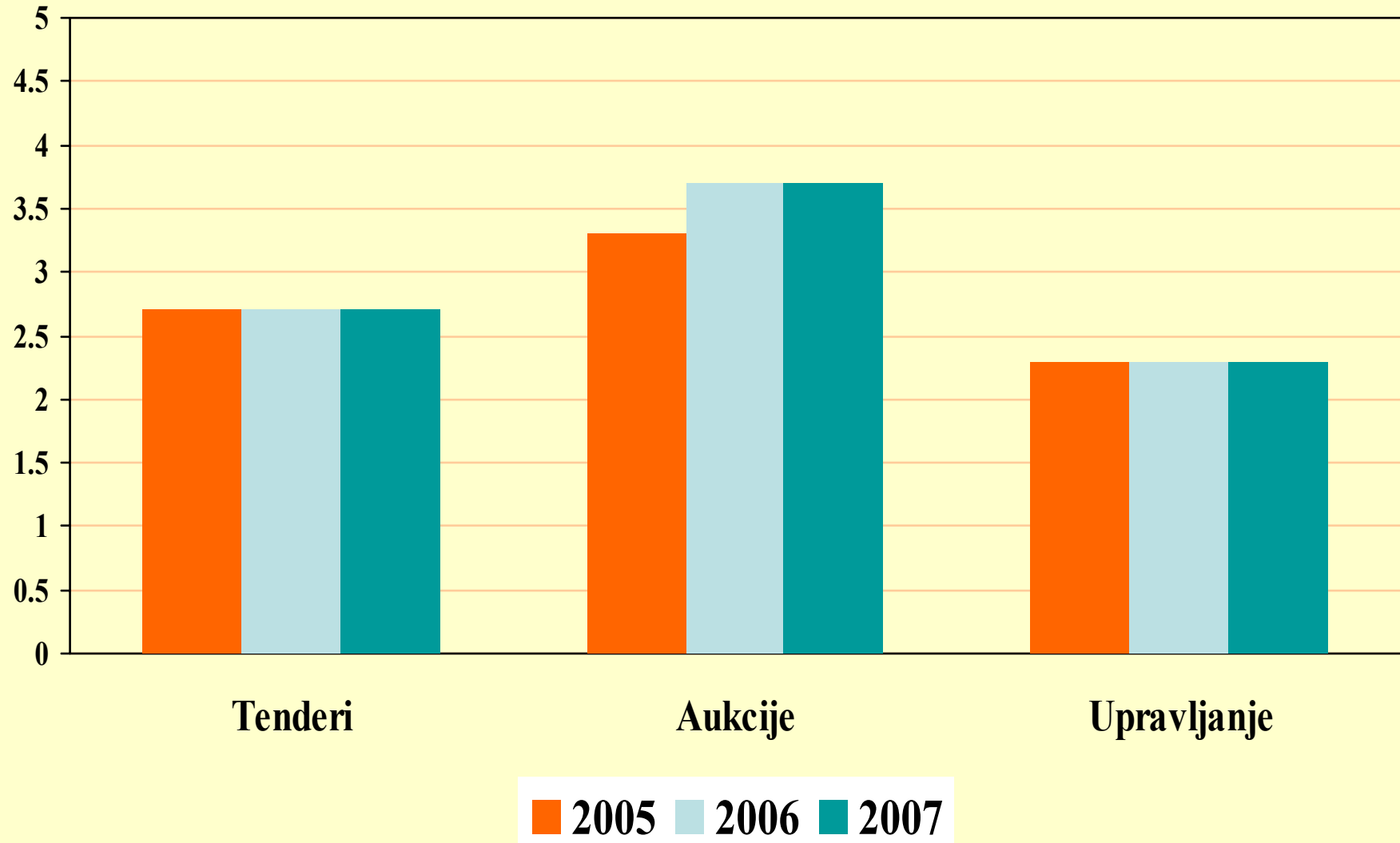
# Teme

- **Vlasnička struktura**
- **Odnos principala i agenta**
- **Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta**
  - **Koncentracija vlasništva i privatizacija**
  - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
  - **Ponuda za preuzimanje**
  - **Zaštita malih akcionara**
  - **Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora**

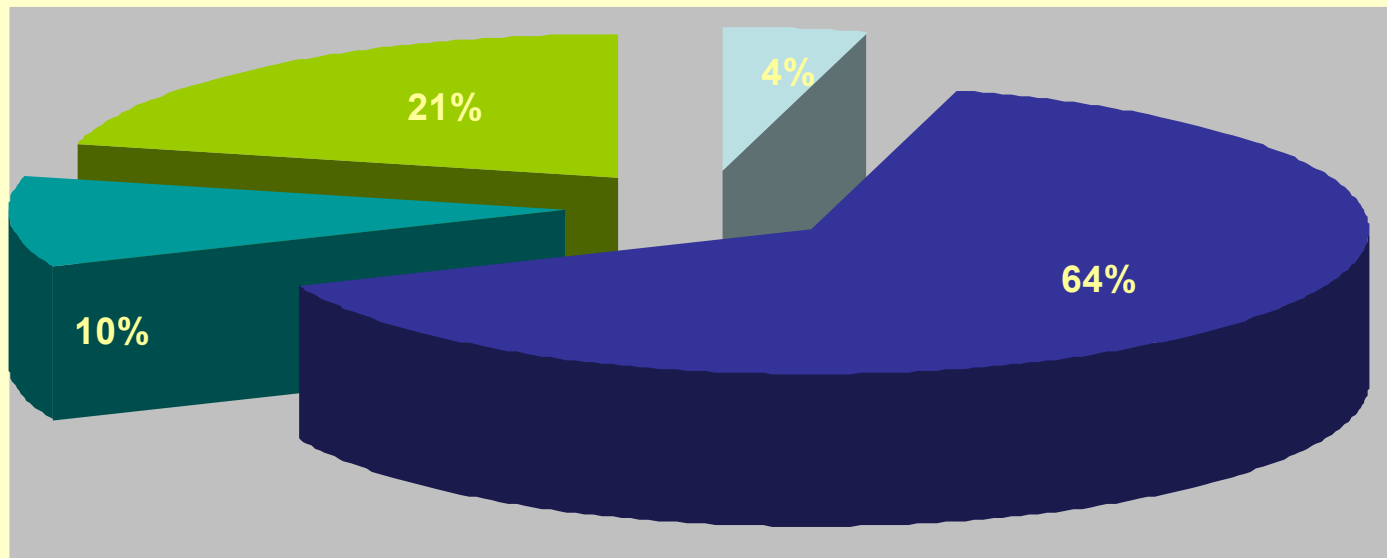
## **Svojina i upravljanje**

- Različiti oblici svojine podrazumevaju različita prava na upravljanje i prisvajanje**
- U okviru istog oblika svojine odnos duga i akcijskog kapitala utiče na upravljanje preduzećima**
- Individualni i institucionalni investitori**

# EBRD: Ocena privatizacije i korporativnog upravljanja (od 1 do 4.5)

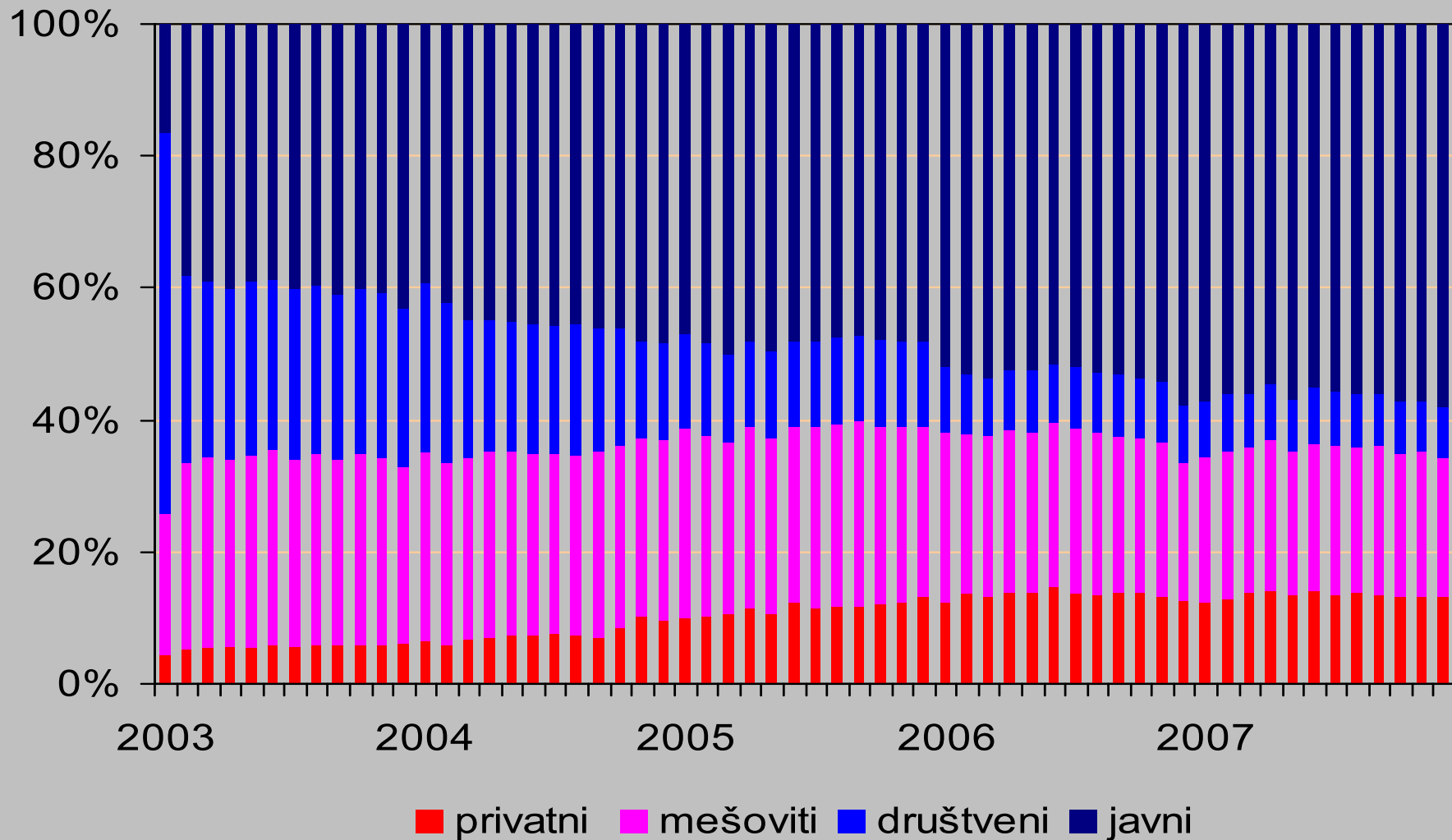


# Vlasnička struktura BDP-a u Srbiji 2007

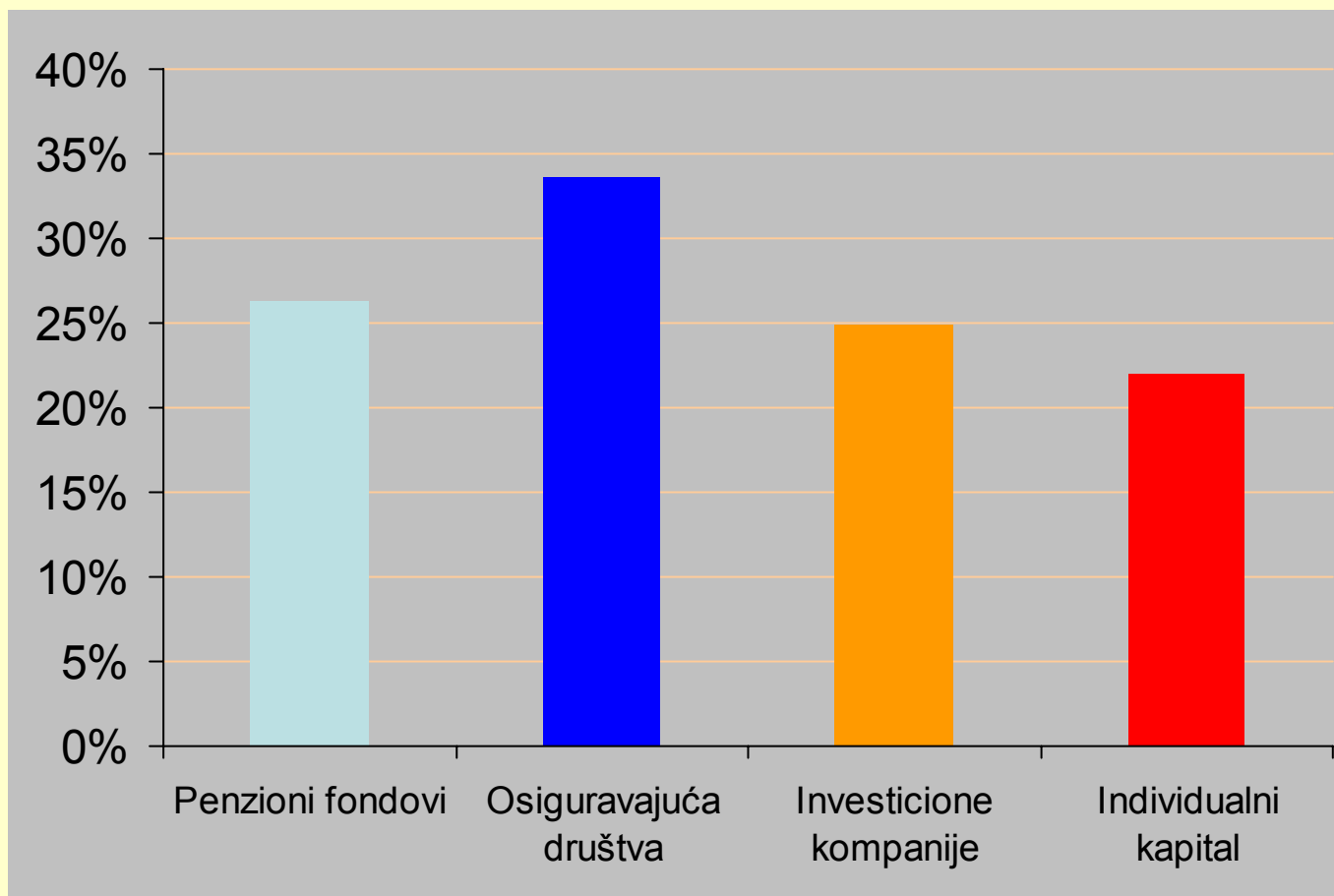


■ društvena ■ privatna ■ mešovita ■ državna

# Preraspodela: Vlasnička struktura fonda plata



# Struktura ulaganja u OECD zemljama



# Teme

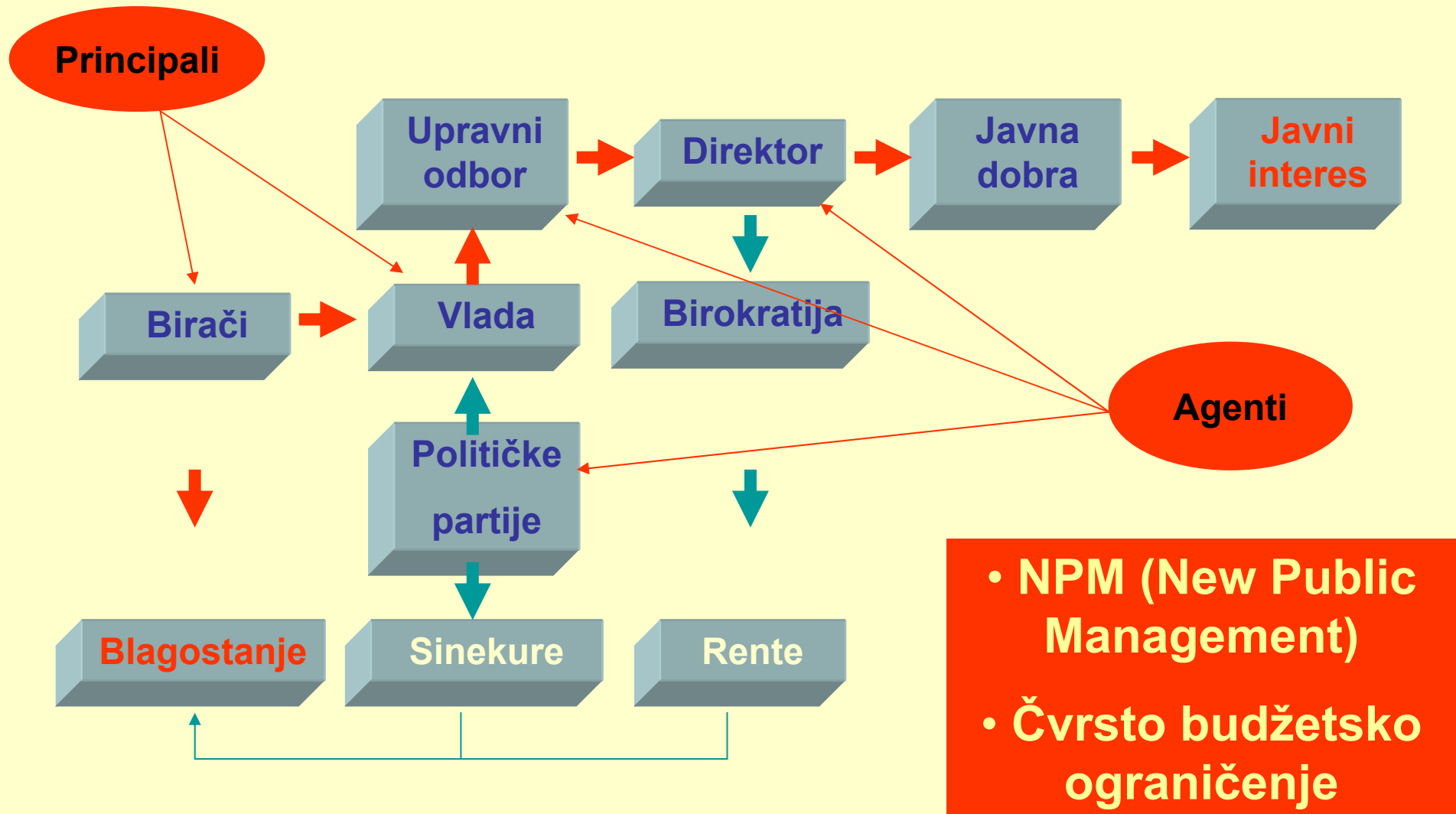
- **Vlasnička struktura**
- **Odnos principala i agenta**
- **Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta**
  - **Koncentracija vlasništva i privatizacija**
  - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
  - **Ponuda za preuzimanje**
  - **Zaštita malih akcionara**
  - **Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora**



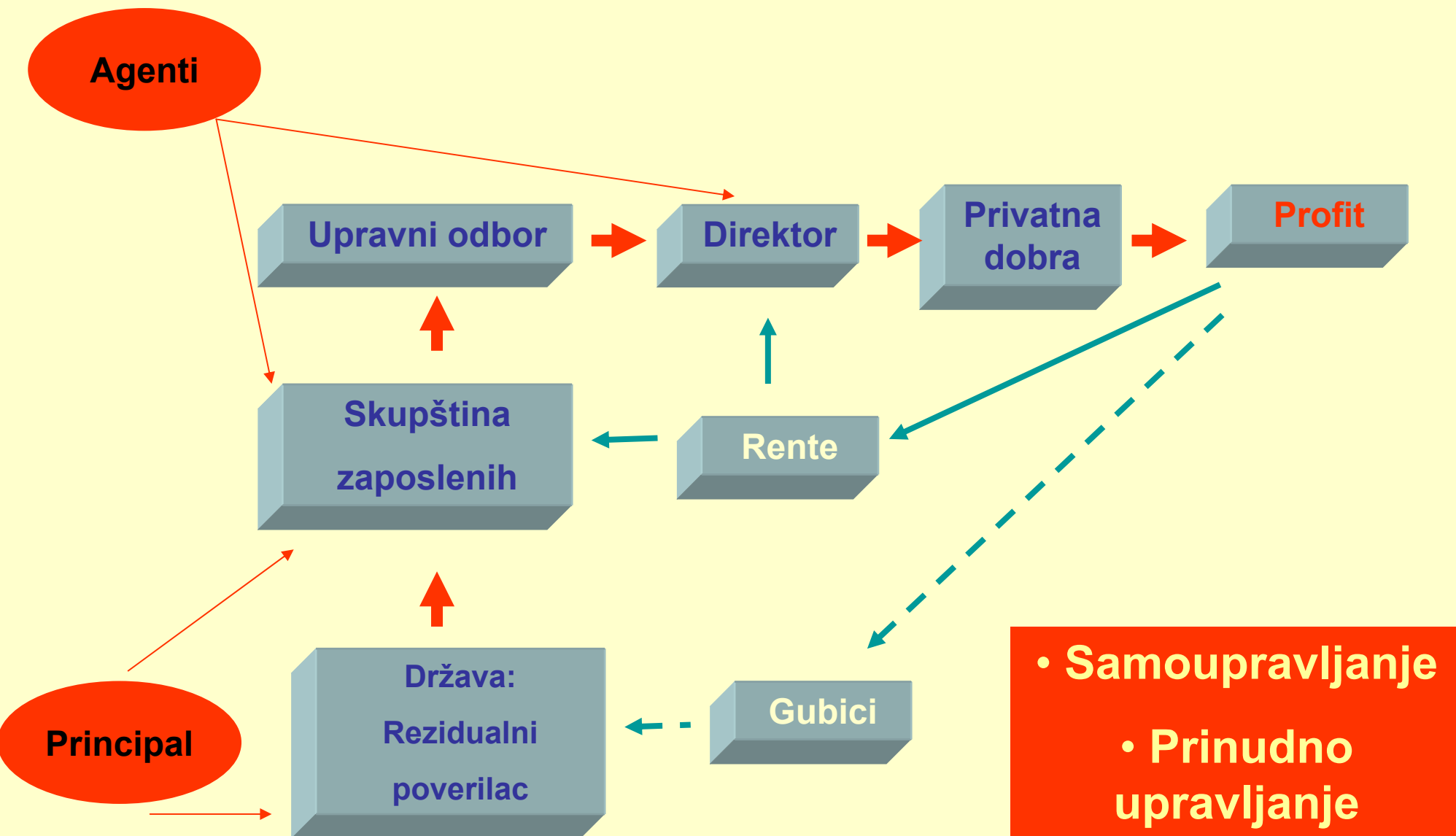
# Odnos principala i agenta

- **Razdvajanje svojine od upravljanja**
- **Agent (punomoćnik)**
  - Radi u ime i za račun principala (vlastodavca)
  - Dobija naknadu za svoj rad (rezultate rada)
- **Principal**
  - Daje ovlačenje agentu
  - Kontroliše (nadgleda) rad agenta
- **Problemi vezani za rizik**
- **Rizik principala**
  - Kontrola nikada nije savršena zbog nedostatka ili kašnjenja informacija
  - Agent može da radi u svom sopstvenom interesu, a ne u interesu principala
- **Rizik agenta**
  - Može da izgubio posao
  - Nekada se moraju donositi dugoročne odluke koje nemaju odmah pozitivan efekat

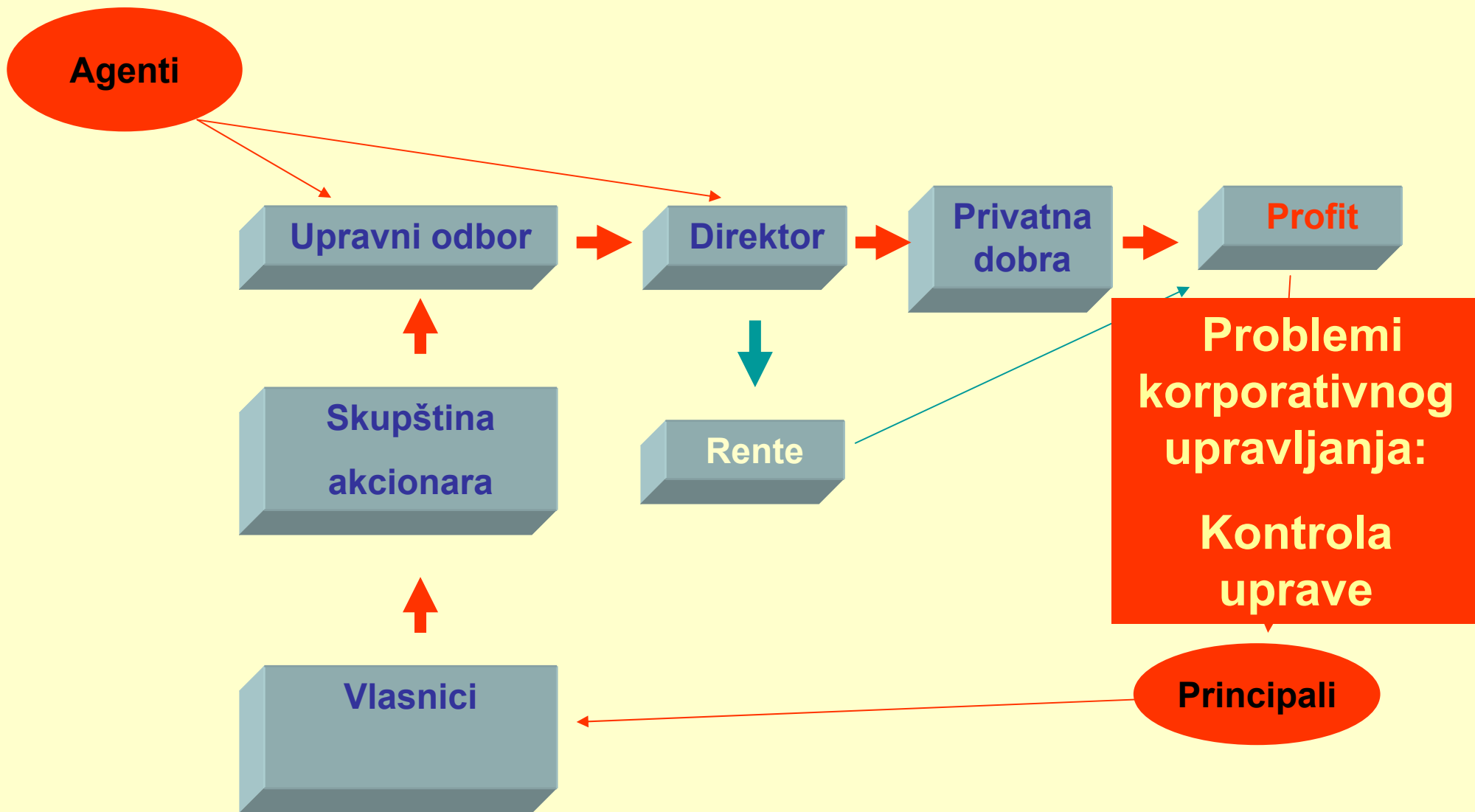
# Odnos principala i agenta: Državna svojina



# Odnos principala i agenta: Društvena svojina



# Odnos principala i agenta: Privatna svojina



# Teme

- **Vlasnička struktura**
- **Odnos principala i agenta**
- **Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine**
  - **Koncentracija vlasništva i privatizacija**
  - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
  - **Ponuda za preuzimanje**
  - **Zaštita malih akcionara**
  - **Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora**

# Modeli

## 1. Koncentracija vlasništva

- Pojednostavljuje odlučivanju u skupštini akcionara
- Sputava berzu i finansijske investitore
- Otvara pitanje zaštite malih akcionara

## 2. Berzanske transakcije

## 3. Preuzimanje firme preko ponude za preuzimanje

## 4. Personalna unija vlasnika i uprave firme

- Smanjuje nelojalnost uprave
- Povećava neprofesionalnost uprave

## 5. Menadžerski ugovori

- Kaknada za slučaj otpuštanja
- Plata prema rezultatima rada
- Dugoročni ugovori

## 6. Sastav upravnog odbora

# Teme

- **Vlasnička struktura**
- **Odnos principala i agenta**
- **Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine**
  - **Koncentracija vlasništva i privatizacija**
  - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
  - **Ponuda za preuzimanje**
  - **Zaštita malih akcionara**
  - **Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora**

# Privatizacija: Tri modela

	Naknada		Kupci		Predmet		Obavez- nost		Prihodi	
	Da	Ne	Inves- titori	Zapos- leni	Akcije	Firma	Da	Ne	Inter- no	Ekster- no
	Tržišna	Popust								
<b>Prodaja sa diskontom</b>	✓			✓	✓			✓	✓	✓
<b>Besplatna podela</b>		✓		✓	✓			✓		
<b>Prodaja</b>	✓		✓		✓	✓	✓			✓



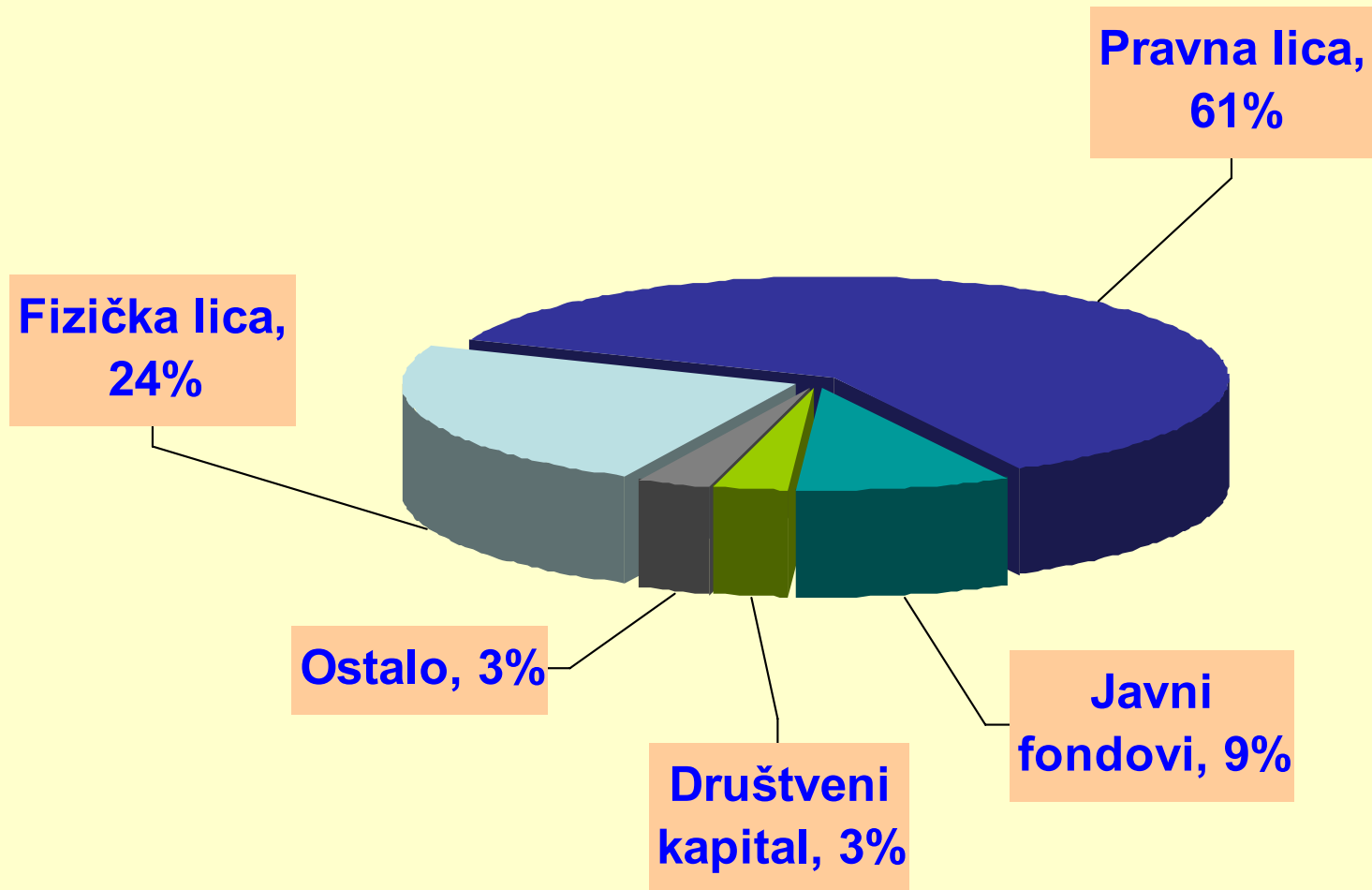
# Formiranje novih vlasnika

<b>Modeli privatizacije</b>	<b>Dominantni vlasnici</b>	<b>Vlasnici korisnici</b>	<b>Rezidualni vlasnici</b>
<b>Prodaja uz diskont</b>	<b>Zaposleni u preduzeću</b>	<b>Penzioni fond Fond za zapošljavanje Fond za razvoj Društvena svojina</b>	<b>Društvena svojina Privatizacioni fond</b>
<b>Besplatna podela</b>	<b>Zaposleni u državnom ili društvenom sektoru</b>	<b>Penzioni fond Fond za razvoj Fond za zapošljavanje Državni budžet</b>	<b>Akcijski fond</b>
<b>Prodaja</b>	<b>Investitori</b>	<b>Državni budžet</b>	<b>Svi građani</b>

## Struktura akcionarske svojine

<b>Tip svojine</b>	<b><i>AD1885</i></b>	<b><i>CRHOV</i></b>
<b>Državni kapital</b>	<b>5%</b>	
<b>Javni fondovi</b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>
<b>Društveni kapital</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
<b>Privatna svojina fizičkih lica</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>
<b>Privatna svojina pravnih lica</b>	<b>53%</b>	<b>61%</b>
<b>Konzorcijumi</b>	<b>3%</b>	
<b>Ostalo</b>		<b>3%</b>

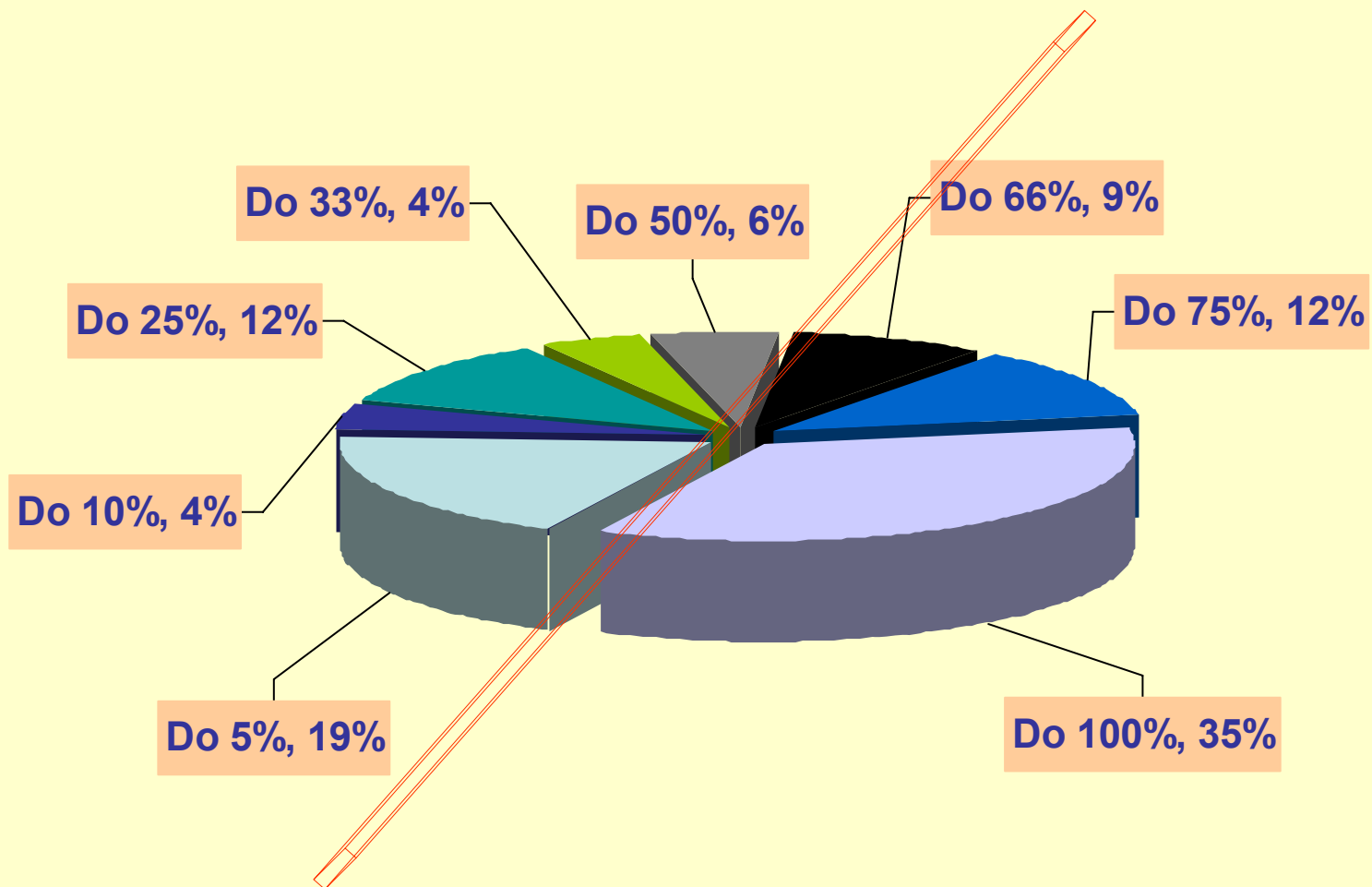
# Bipolarna struktura vlasnika preduzeća



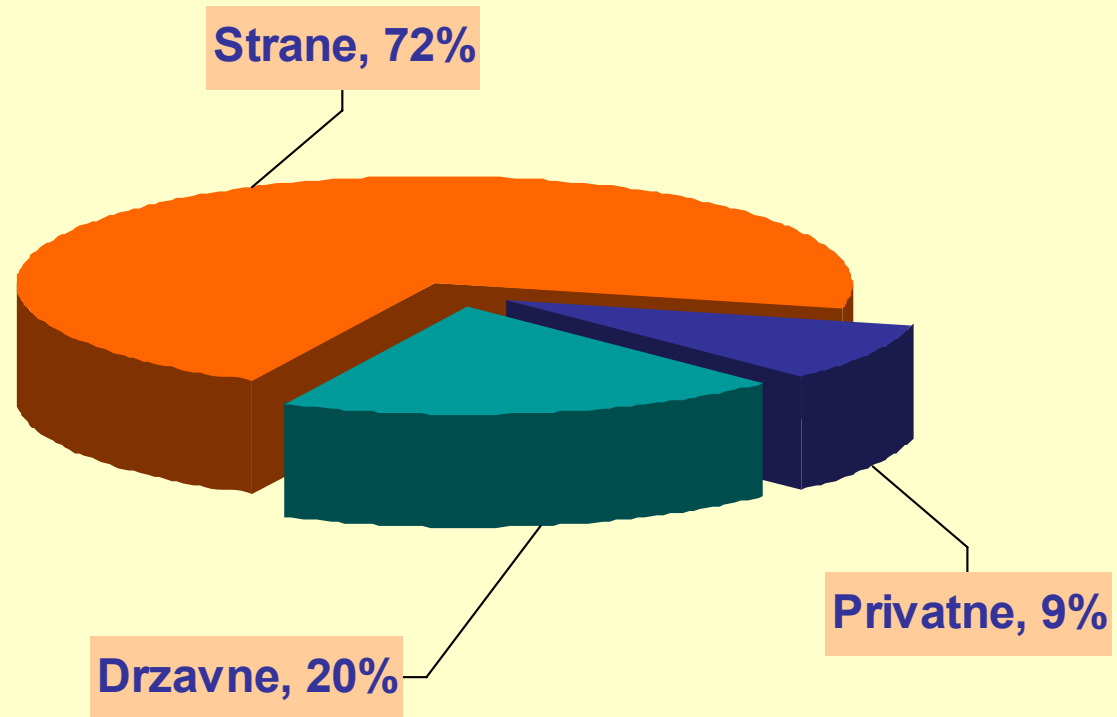
# Koncentracija akcionarske svojine

	<i>AD1885</i>		<i>CRHOV</i>
<b>Rasponi</b>	<b>Po preduzeću</b>	<b>Po kapitalu</b>	<b>Po broju akcionara</b>
Izmedju 0% i 5%	26.3%	19.0%	99.5%
Izmedju 5% i 10%	3.8%	4.0%	0.1%
Izmedju 10% i 25%	11.4%	11.5%	0.2%
Izmedju 25% i 33%	4.6%	4.3%	0.0%
Izmedju 33% i 50%	5.6%	5.6%	0.0%
Izmedju 50% i 66%	7.7%	8.8%	0.0%
Izmedju 66% i 75%	23.1%	11.8%	0.1%
Izmedju 75% i 100%	17.4%	35.1%	0.1%

# Bipolarna struktura akcionarskog kapitala



# Vlasnička struktura banaka



# Faktori koncentracije

- Svojina državnih organa ne utiče na koncentraciju akcionarskog vlasništva
- Državni fondovi jasno podržavaju malu koncentraciju, a destimulišu veliku koncentraciju
- Rezervisana društvena svojina i svojina fizičkih lica podržavaju malu koncentraciju, ali je njihov uticaj na veliku koncentraciju neodredjen
- Privatna svojina pravnih lica ne podržava malu koncentraciju i veoma favorizuje veliku koncentraciju
- Konzorcijumi takodje ne podržavaju malu koncentraciju, ali je njihov uticaj na veću koncentraciju protivrečan

## Novi i stari problemi

- Privatizacija u Srbiji je pomogla da se reši problem vlasničke kontrole nad preduzećima, ali je visoka koncentracija svojine stvorila nove probleme
- Visoka koncentracija akcionarske svojine i skromna zaštita manjinskih akcionara su ogromne prepreke za razvoj korporativnog sektora na bazi ulaganja finansijskih investitora
- Berza traži disperziju vlasništva
- Samo tri kompanije na listingu Beogradske berze



# Teme

- Vlasnička struktura
- Odnos principala i agenta
- Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
  - Koncentracija vlasništva i privatizacija
  - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
  - Ponuda za preuzimanje
  - Zaštita malih akcionara
  - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora

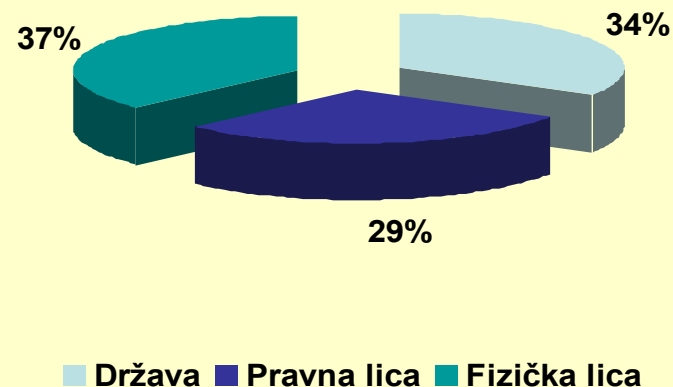
# Beogradska berza: Uslovi za listing

Potrebni uslovi	A	B
Minimalan iznos kapitala	10 miliona evra	4 miliona evra
Trajanje kompanije	36 meseci	
Revizija finansijskih izveštaja	MRS ( IAS ) sa pozitivnim mišljenjem	
Distribucija akcionarskog kapitala	- da je najmanje 25% akcijskog kapitala u vlasništvu manjinskih akcionara ili - 5 miliona evra u vlasništvu najmanje 250 akcionara ili - minimum 500 akcionara	- da je najmanje 25% akcijskog kapitala u vlasništvu manjinskih akcionara ili - 2 miliona evra u vlasništvu najmanje 100 akcionara ili - minimum 500 akcionara
Isplata dividendi po prioritetnim akcijama	Najmanje u visini koja je definisana odlukom	

# Struktura vlasništva: Energoprojekt holding

Redosled prvih 10 akcionara po broju akcija

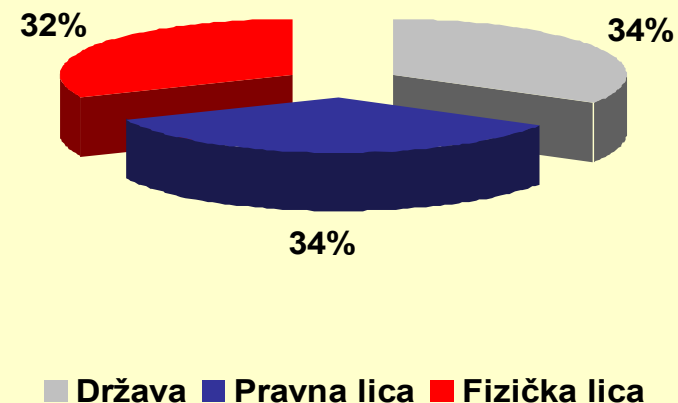
Rbr	Akcionar	Broj akcija	% od ukupne emisije
1	AKC. FOND REPUBLIKE SRBIJE	2,114,440	24.1%
2	REPUBLIČKI FOND ZA PIO	824,295	9.4%
3	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	466,610	5.3%
4	ZB INVEST DOO ZA UPR.INVEST.FO	430,468	4.9%
5	EAST CAPITAL ASSET MANAG.	311,651	3.6%
6	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	231,021	2.6%
7	RAIFFEISEN ZENTRALBANK	164,534	1.9%
8	IBT	146,409	1.7%
9	KASTODI RAČUN	139,183	1.6%
10	GUSTAVUS CAPITAL ASSET MNGT.	113,216	1.3%
	Subtotal	4,941,827	56.4%
11	Ostala pravna lica	557,980	6.4%
12	Fizička lica	3,260,722	37.2%
	Total	8,760,529	100%



**Broj akcionara: 8.521**

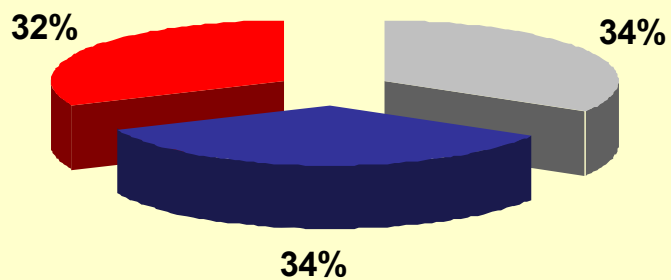
# Struktura vlasništva: Tigar a.d. Pirot

Rbr	Akcionar	Broj akcija	% od ukupne emisije
1	AKC. FOND REPUBLIKE SRBIJE	429.429	25.0%
2	REPUBLIČKI FOND ZA PIO	149.981	8.7%
3	IBT	130.820	7.6%
4	RAIFFEISEN ZENTRALBANK	87.686	5.1%
5	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG SOCIETE GENERALE	65.225	3.8%
6	YUGOSLAV BANK BANK AUSTRIA	31.101	1.8%
7	CREDITANSTALT	27.073	1.6%
8	GLOBAL UND.SEC.MAS.FUND	17.664	1.0%
9	TELEKOMUNIKACIJA DOO	16.308	0.9%
10	VIT-BEL DOO NIŠ	16.204	0.9%
	Subtotal	971.491	56.5%
11	Ostala pravna lica	201.472	11.7%
12	Fizička lica	545.497	31.7%
	Ukupno	1.718.460	100.0%

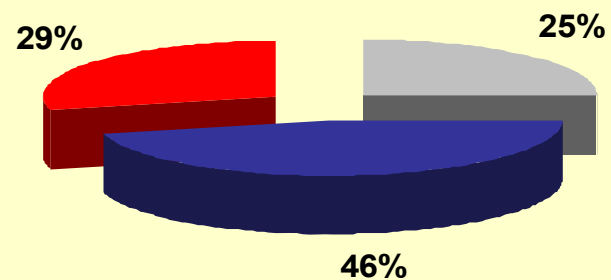


**Broj akcionara: 4.962**

# Struktura vlasništva posle skorašnjih promena: Tigar a.d. Pirot



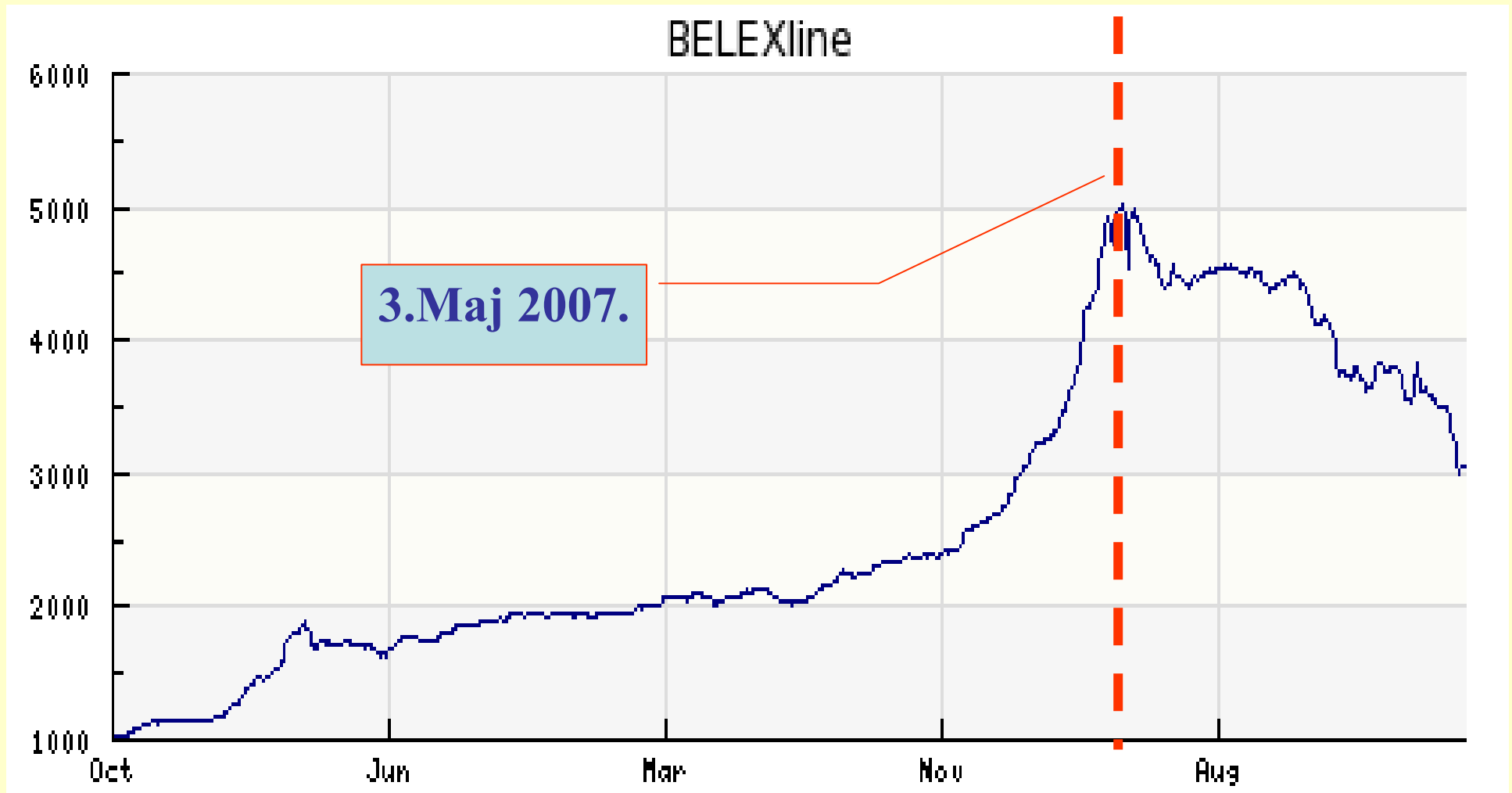
■ Država ■ Pravna lica ■ Fizička lica



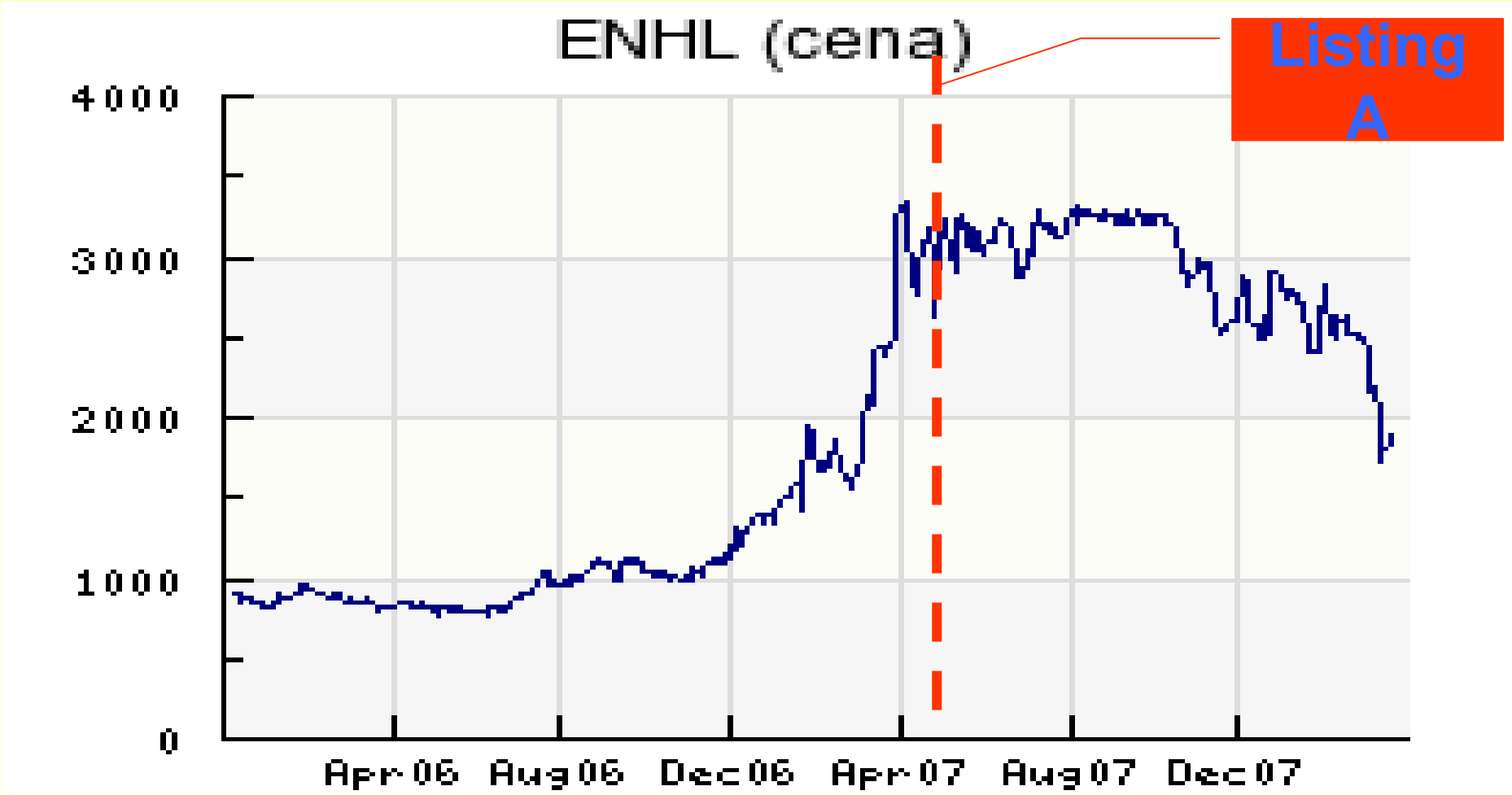
■ Država ■ Pravna lica ■ Fizička lica

# Beogradska berza:

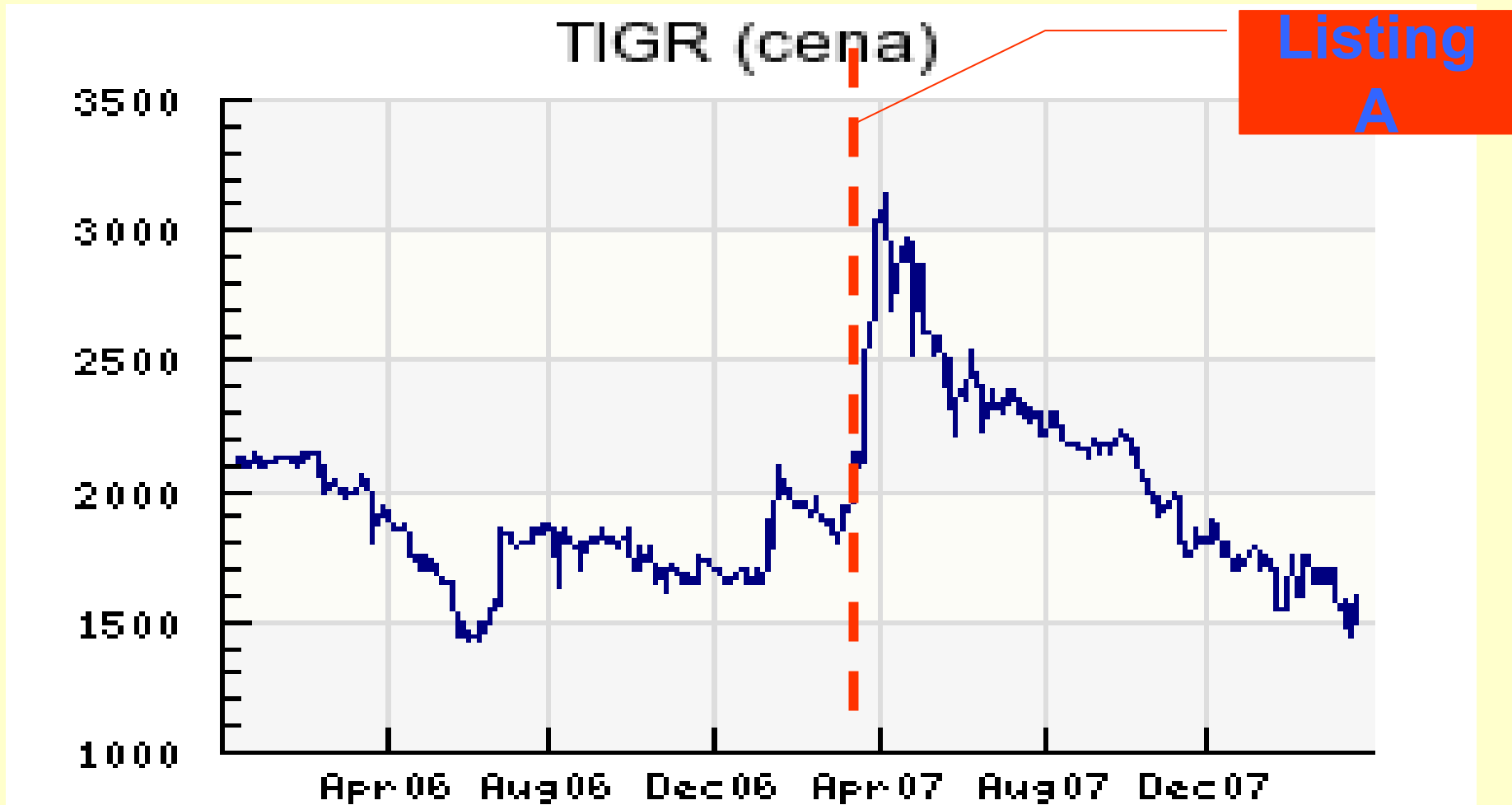
20.12.03. – 20.03.08.



# Prednosti listinga: Cena akcija Energoprojekt holdinga na Beogradskoj berzi

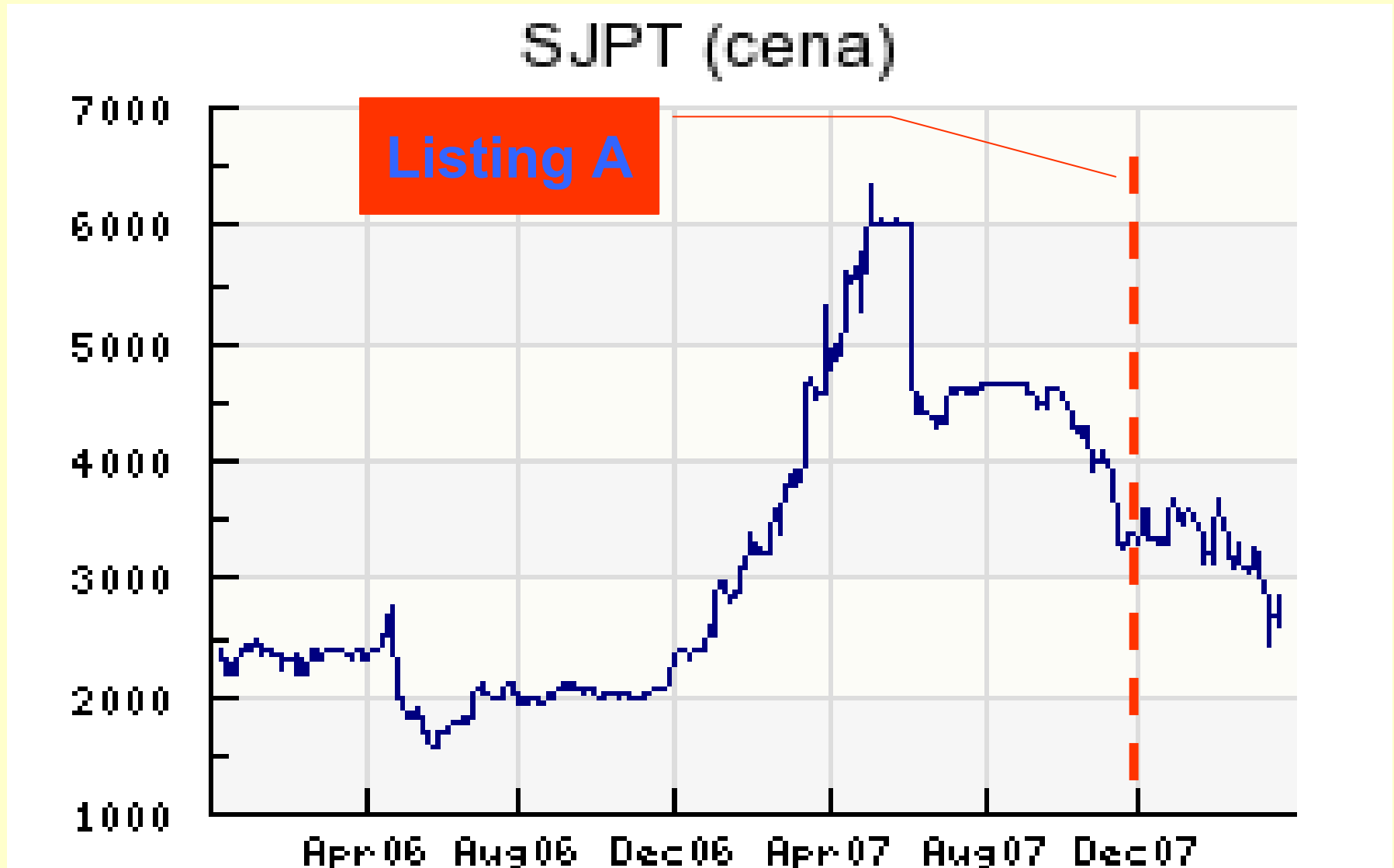


# Prednosti listinga: Cena akcija Tigra na Beogradskoj berzi





# Prednosti listinga: Cena akcija Soja protein na Beogradskoj berzi



# Teme

- Vlasnička struktura
- Odnos principala i agenta
- Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
  - Koncentracija vlasništva i privatizacija
  - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
  - **Ponuda za preuzimanje**
  - Zaštita malih akcionara
  - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora

# Uloga preuzimanja

- Nije bilo preuzimanja pre 2004
- To je značajan vid privlačenja stranih investicija
  - Ukupna vrednost preuzimanja u 2005/06 godini veća od ukupnog prometa hartija od vrednosti na Belex-u
- Privatizacija banaka od strane stranih investitora najčešće preko prijateljskog preuzimanja
- Neprijateljska preuzimanja u mnogim slučajevima gde se privatizacija odvija i kroz kupovinu akcija malih akcionara
- Preuzimanje je dugo bilo zamena za berzansku trgovinu akcijama
  - Medjutim od juna 2006 preuzimanje je dozvoljeno samo ako se prethodno akcije kotiraju na berzi (tri meseca)
  - Ako je pre juna 2006 godine neko kupio najmanje 25% akcija neke kompanije, može da nastavi sa preuzimanje i čak ako se te akcije ne kotiraju na berzi
- Sa preuzimanje značajno je unapredjeno korporativno upravljanje u privatizovanim firmama

# Statistika

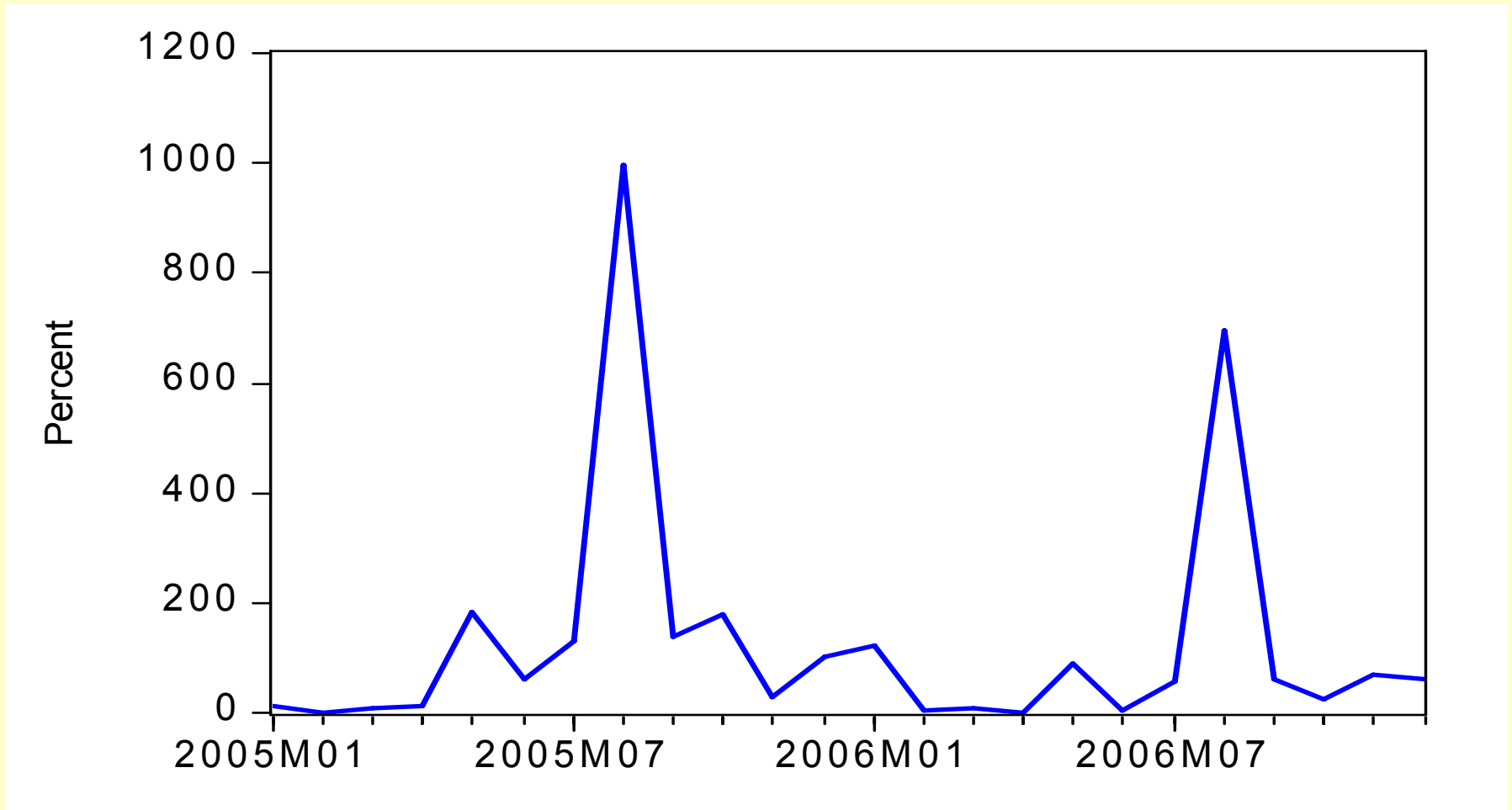
## Tržišna vrednost transakcija (milioni evra)

	2004	2005	2006
<b>Ponuda za preuzimanje</b>			
Preduzeća	114	151	650
Banke	55	428	247
Ukupno	170	578	897
Broj ponuda	30	73	97
<b>Berzanska vrednost transakcija akcija</b>			
Sve	NA	443	1031

## Finansiranje ponuda za preuzimanje (milioni evra)

	2004	2005	2006
Domaći izvori	24	67	92
Strani izvori	146	511	805

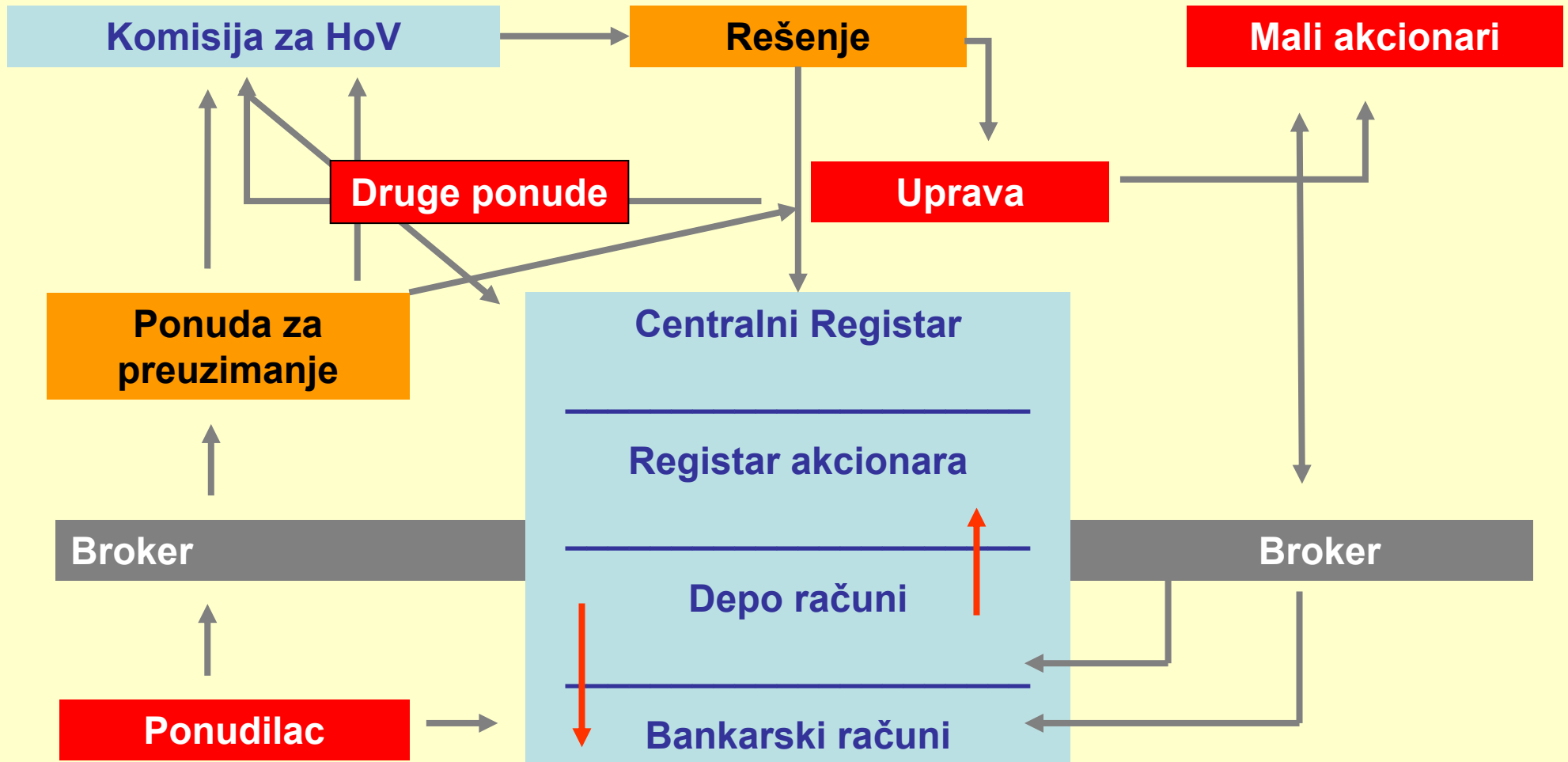
# Odnos vrednosti ponuda za preuzimanje i berzanskih transakcija



## Slabosti zakonodavstva

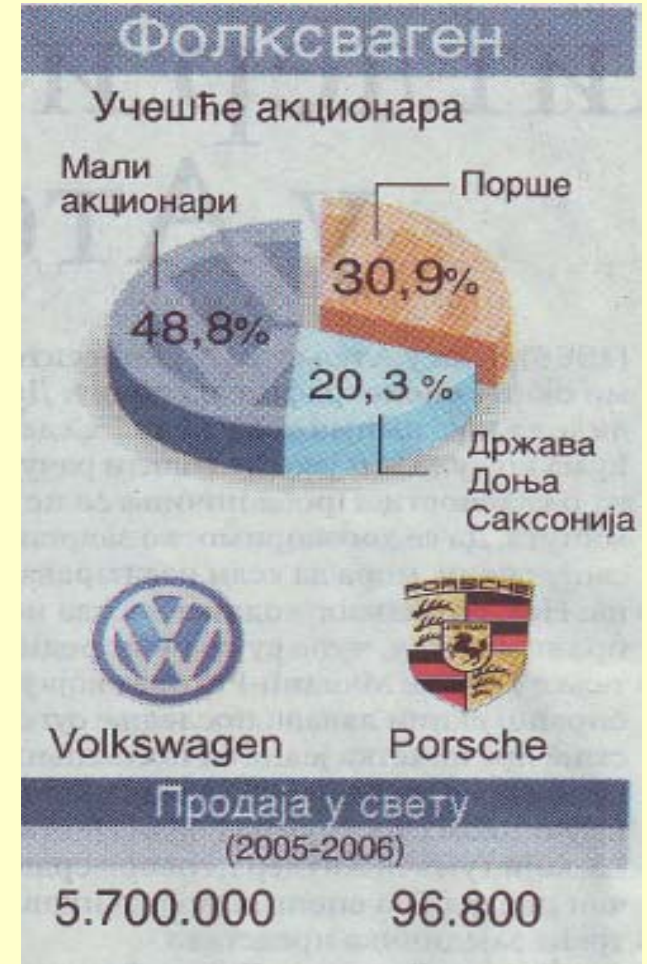
- **Država kao manjinski akcionar imala je akcije bez prava glasa niti je imala svog predstavnika u upravnom odboru**
- **Na osnovu nenominiranog društvenog kapitala zaposleni su imali svoje predstavnike u skupštini akcionara**
- **Zaposleni su sa direktorima često pravili “neprincipijelne” koalicije**
- **Generalni direktor je imao pravo da potpiše prospekt da bi se akcije registrovale u Centralnom registru, bez sankcija ako to ne učini u predviđenom roku**
- **Novi zakon o preuzimanju iz juna 2006 je otklonio ove nepravilnosti preuzete iz starog zakona o hartijama od vrednosti**

# Procedura kod ponude za preuzimanje



# Aneks: Volkswagen – Odbrana od preuzimanja

- Porše povećao ulog sa 27.3% na 30.9%
- Formalno ponudjeno preuzimanje svih ostalih 69.1% uz minimalnu zakonsku cenu
- Ni jedan investitor ne može da ima više od 20% glasova u Nemačkoj firmi
- Evropski sud pravde se sprema da ukine taj nemački zakon
- Ferdinand Porše osnivač i konstruktor VW
- Generalni direktor njegov unuk Ferdinand Pih
- Berzanska vrednost VW oko 70 mlrd. evra što je verovatno dva/tri puta manja od stvarne vrednosti
- Prihod 2006 veći od 105 mlrd. evra a profit 2.75 mlrd. evra
- Penzioni fondovi “pikiraju” na VW da ga kupe, podele na delove (VW, Audi, Škoda, CEAT) i prodaju uz veliku zaradu





# Teme

- Vlasnička struktura
- Odnos principala i agenta
- Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
  - Koncentracija vlasništva i privatizacija
  - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
  - Ponuda za preuzimanje
  - **Zaštita malih akcionara**
  - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora

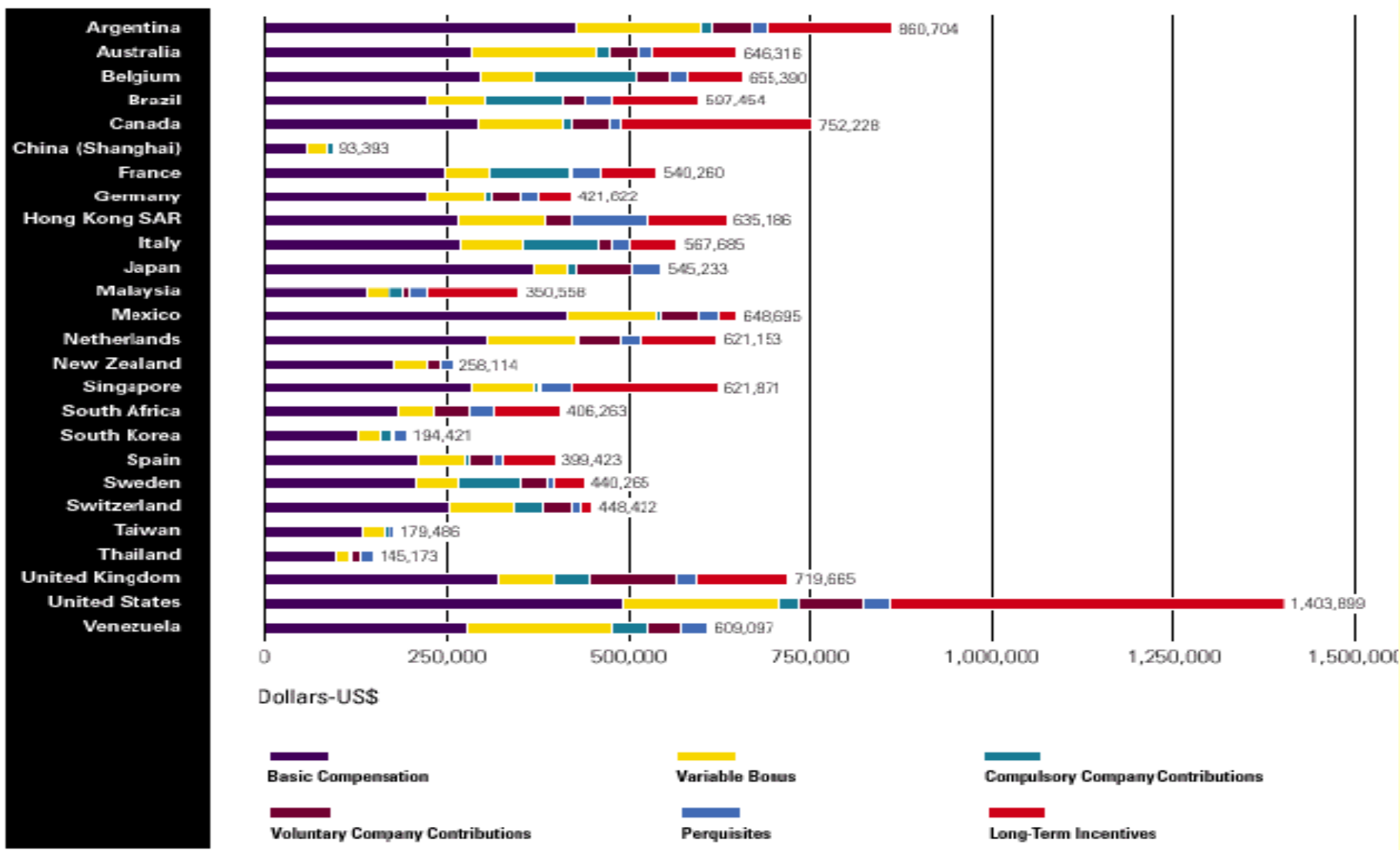
## Mali akcionari su ovlašćeni da...

- **Predlože sazivanje vanredne skupštine akcionara ako**
  - Imaju najmanje 10% glasova
  - Upravni odbor mora u roku od dve nedelje da prihvati ili odbije predlog
  - Ako je odluka negativna, mali akcionari imaju pravo na tužbu sudu
  - Sudska odluka u vanparničnom postupku je konačna
- **Da predlože najviše dve tačke za skupštinu akcionara**
  - Ako imaju 10% glasova
  - Imaju pravo na tužbu sudu ako upravni odbor odbije njihov predlog
- **Mogu da traže sudsku odluku kojom se poništava odluka skupštine akcionara ako je nezakonita**
- **U postupku preuzimanja, kada je kupac kupio 95% akcija, imaju pravo da prodaju svoj preostali deo po istim uslovima**
- **Kao i svi akcionari imaju pravo na obaveštavanje o finansijskim i poslovnim izveštajima i izveštajima revizora**

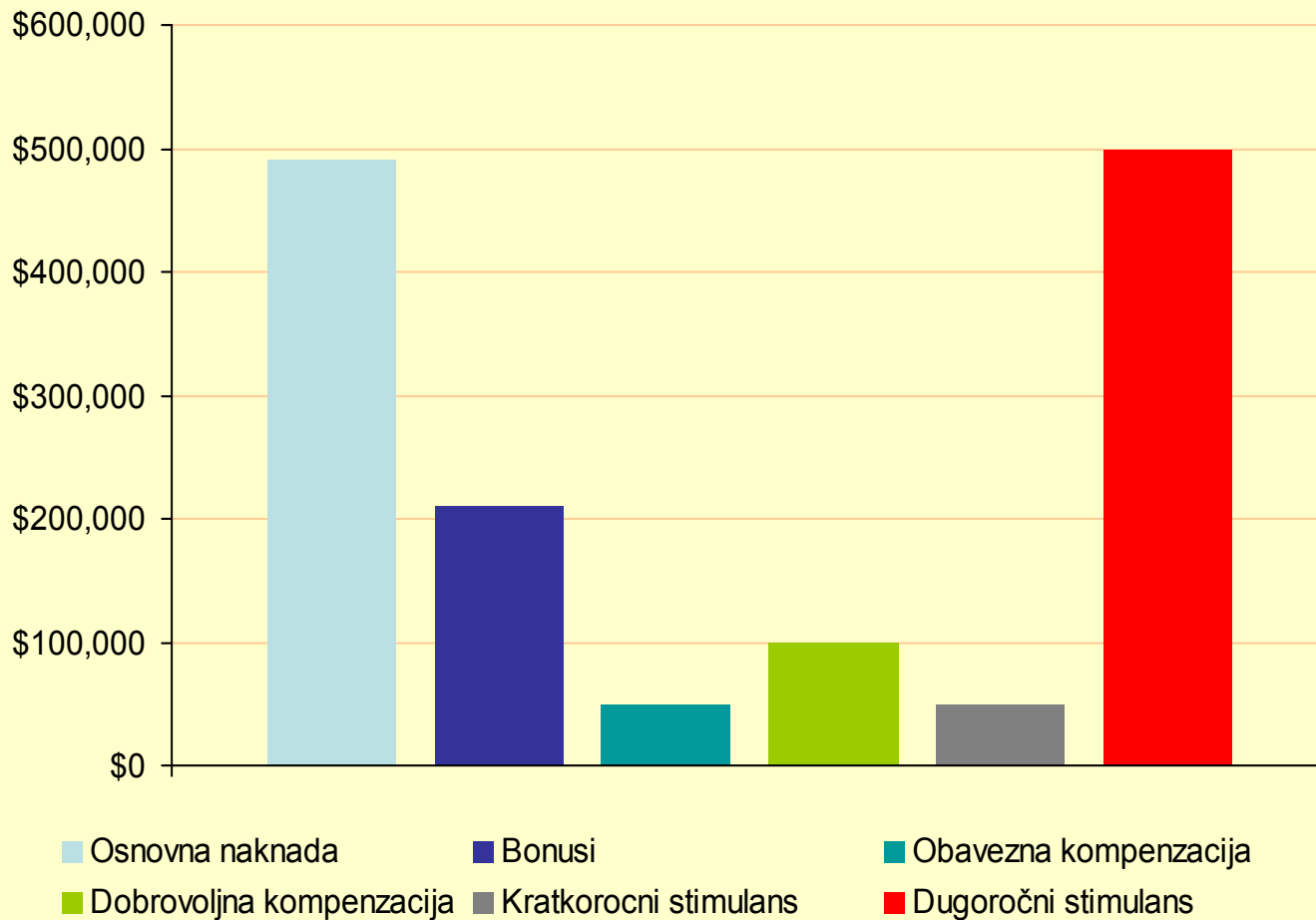
# Teme

- Vlasnička struktura
- Odnos principala i agenta
- Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
  - Koncentracija vlasništva i privatizacija
  - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
  - Ponuda za preuzimanje
  - Zaštita malih akcionara
  - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora

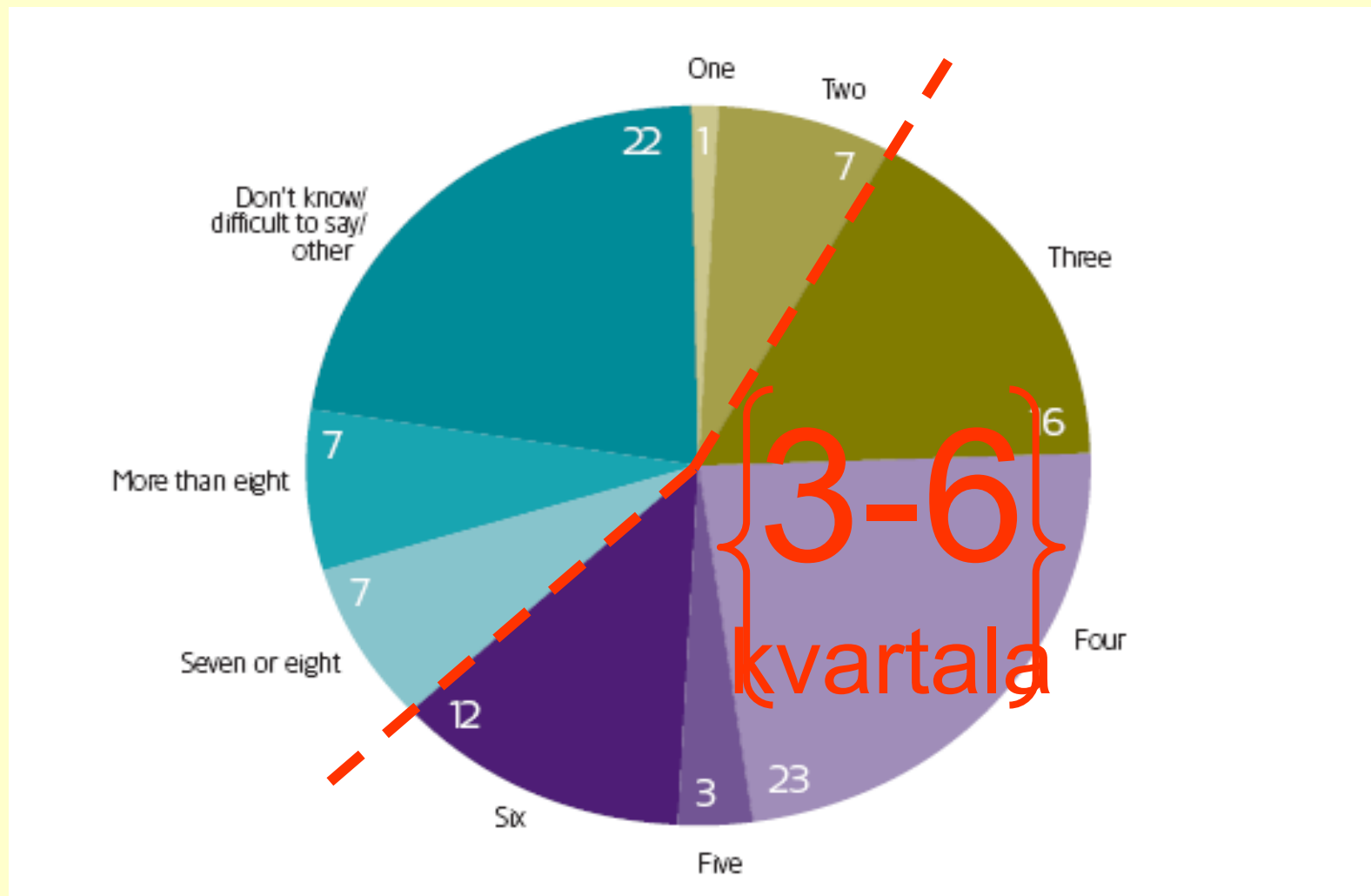
# Plate vrhunskih direktora



# Plate vrhunskih direktora u SAD



# Koliko kvartala je uprava nesmenjiva i pored gubitaka?



Mišljenja stručnjaka za ocenu rejtinga kompanija

# Menadžerski ugovori kod nas

- Jedan deo predstavlja osnovnu platu
- Drugi deo čine naknade vezane za uspeh u poslovanju
- Postoji mogućnost da dobiju opcije na akcije preduzeća
- Pravo na otpremninu u slučaju da je ranije raskinut radni odnos
- Druge pogodnosti

## Po pravilu

- Direktori imaju devet do deset puta veću platu u odnosu na prosečnu platu u preduzeću
- Plata je diskreciona odluka upravnog odbora
- Za sada nisu u većoj primeni opcije
- Otpremnina iznosi između jedne i dve godišnje plate
- Druge pogodnosti (otkup poslovnog automobila ili stana)

# Sastav upravnih odbora

- **Zatvorena akcionarska društva imaju upravni odbor ili direktora**
- **Otvorena akcionarska društva imaju upravni odbor**
- **Predsednik upravnog odbora je ujedno i direktor**
  - **Kod banaka predsednik izvršnog odbora je ujedno i direktor**
- **Broj članova upravnog odbora kod otvorenih akcionarskih društava izmedju 3 i 15**
  - **Kod banaka: minimum 3**
- **Broj članova upravnog odbora odredjuje se osnovačkim aktom**
- **Nezavisni članovi upravnog odbora kod kotiranih otvorenih akcionarskih društava**
  - **Najmanje 2**
- **Članove upravnog odbora predlažu članovi upravnog odbora, akcionari ili komisija za imenovanje upravnog odbora**
- **Kod banaka svi članovi upravnog odbora moraju biti "fit and proper" i imati saglasnost Narodne banke Srbije**
  - **Najmanje 3 moraju biti profesionalci**
  - **Najmanje 1 mora da zna srpski jezik**



# Sastav upravnih odbora

	Upravni odbor	Procenat	Izvršni odbor	Procenat
<b>Banke</b>				
Prosečno članstvo	6		3.3	
Broj nezavisnih članova	2.2	36%		
Stranci	2.5	41%	0.8	24%
<b>Preduzeća</b>				
Prosečno članstvo	4.6			

# Hvala na pažnji

- **Pitanja?**