

# Svojina: pravna osnova tržišnih odnosa

## Svojina i imovina

*T tržište ne može da funkcioniše bez jasno definisanih svojinskih prava.*

Institucije uvode red u privredni život i bitno utiču na formiranje različitih ekonomskih sistema. U savremenim privredama postoje dva dominantna oblika ekonomskih sistema. Na jednoj strani funkcioniše *privatna tržišna* privreda, dok se na drugoj strani nalazi *državna privreda* u procesu *tranzicije* ka modernoj tržišnoj privredi. I jedna i druga privreda su u stvarnosti *mešovite privrede* u kojima pored privatnog sektora postoji i državni ili javni sektor sa značajnom intervencijom države u makroekonomskim odnosima. Ipak, privatna svojina i privatna inicijativa preovladavaju u privatnoj tržišnoj privredi, dok je državna ili društvena svojina još uvek dominantna u privredama u tranziciji. U ovaj potonji skup zemalja spada i naša zemlja. Sve one se nalaze u fazi transformacije u kojoj se menjaju i osnovne institucije ekonomskog sistema i ponašanje njenih privrednih subjekata. Promena institucija se najviše ispoljava u jedinstvenom naporu da se transformiše državna ili društvena svojina i da se prilagodi tržišnim odnosima, odnosno da se privatizuje javno vlasništvo. Taj proces ukazuje na međusobnu povezanost institucija privrednog života.

Svojina se shvata kao *najšira vlast* privrednih subjekata (pojedinaca ili organizovanih grupa pojedinaca) nad sredstvima za proizvodnju koja im omogućava da donose privredne odluke vezane za njihovu produktivnu upotrebu. Istovremeno, ona ih ovlašćuje na prisvajanje svih poslovnih rezultata koji nastanu iz takve produktivne upotrebe predmeta svojine. Vlast nad stvarima koje se koriste u privredne svrhe može da pripada ili pojedincima ili grupi pojedinaca udruženih u odgovarajuće organizacije. Svojinska vlast nad stvarima je ekskluzivna i pripada samo titularima svojine dok su sva ostala lica isključena i obavezna da svojim ponašanjem ne uznemiravaju njeno nesmetano vršenje. Zbog toga se vlast nad stvarima uvek iskazuje i kao društveni odnos između vlasnika i nevlasnika stvari. Društveno prihvatanje i priznavanje ovog odnosa ostvaruje se u formi *prava svojine* koje dobija oblik apsolutnog prava (deluje *erga omnes*, tj. prema svima) i koje ovlašćuje titulara svojine na najšire korišćenje i upotrebu predmeta svojine (normalno, u granicama zakona).

Tačnije rečeno, pravo svojine nije jednoznačno određena vlast na stvarima nego se sastoji iz tri grupe ovlašćenja : držanja stvari, korišćenja i raspolaganja stvarima.

*Svojina je najšire pravo, u granicama zakona, držanja, korišćenja i raspolaganja stvarima.*

**1. Držanje stvari.** Držanje stvari podrazumeva da titular svojine donosi odluke koje se odnose na neposrednu upotrebu stvari. Ovo ovlašćenje se često naziva i “posedovanjem” stvari, “kontrolom” nad stvarima ili “upravljanjem” stvarima.

**2. Korišćenje stvari.** Korišćenje stvari ovlašćuje titulara da zahteva prisvajanje novih stvari nastalih iz prethodne produktivne upotrebe predmeta svojine: u realnom obliku (kao što je to neto proizvod) ili nominalnom obliku (kao što je novostvorena vrednost). U tržišnoj privredi ovo ovlašćenje odnosi se često samo na prisvajanje nekog oblika dohotka (kamate, rente, dividendi, profita).

**3. Raspolaganje stvarima.** Raspolaganje stvarima daje ovlašćenje titularu da otudji pravo svojine na stvarima u obliku prodaje stvari ili njenog poklona nekom drugom licu. U krajnjem slučaju raspolaganje stvarima obuhvata i ovlašćenje titulara da potpuno uništi stvar. Pravo raspolaganja stvarima je neposredna pravna nadgradnja nad tržišnom razmenom roba.

Kada pravni sistem garantuje ova ovlašćenja na stvarima ona postaju formalno *pravo svojine*. U pravnoj i privrednoj istoriji društva pravo svojine je dobijalo različite konkretne oblike. Za razumevanje prava svojine u savremenim privredama važno je istaći dve okolnosti :

**1.** Titular prava svojine ne mora da ima sva tri navedena ovlašćenja; ona mogu biti podeljena izmedju više lica ili organizacija. Tada nastaje *podeljena svojina*, s obzirom da više titulara na istoj stvari imaju različita svojinska ovlašćenja.

**2.** Pravo svojine kao privatno pravo može biti *ograničeno propisima javnog prava*. Takvo ograničenje se može uvesti samo zakonom i ono može biti kako negativno tako i pozitivno ograničenje. Kod negativnog ograničenja vlasniku stvari zabranjuje se određeno ponašanje prema stvarima koje se nalaze u njegovom posedu, a kod pozitivnog ograničenja nalaže mu se određeno postupanje sa stvarima. Ova ograničenja su danas nužna jer upotreba nekih stvari može imati štetne posledice po širok krug drugih lica, tako da se ovim ograničenjima faktički zabranjuje upotreba vlastite stvari na štetu drugih lica. Normalno, u okviru zakonom jasno određenih granica, vlasnik stvari ima najšira ovlašćenja držanja, korišćenja i raspolaganja stvarima.

Podeljenost svojine i njena javna ograničenja daju osnov za formiranje niza konkretnih *oblika prava svojine*. Svi oni nastaju iz dva osnovna oblika svojine: *privatne svojine* i *kolektivne svojine*.

Sa stanovišta preduzeća svojina je važna pravna ustanova jer se na osnovu nje formira neposredna *kontrola nad poslovanjem* preduzeća. U poslovanju preduzeća, međutim, nastaju i druga imovinska prava i obaveze koja po ekonomskom značaju mogu da prevazidju vrednost uloženi predmeta svojine. Zato je potrebno imati u vidu *imovinu* preduzeća, jer preduzeće za svoje obaveze odgovara celokupnom svojom imovinom, a ne samo stvarima u svojoj svojini. U njoj postoje dve vrste prava:

a) *Svojinska prava* na sredstvima za proizvodnju, tj. svojina na osnovnim i obrtnim sredstvima. U obrtna sredstva je uključen i novac ili gotovina sa kojom raspolaže preduzeće. Svojinska prava odnose se i na hartije od vrednosti.

b) *Obligaciona prava* koja se odnose na potraživanja po različitim ugovornim osnovama: nenaplaćena potraživanja iz ugovora o kupoprodaji, potraživanja po

kreditnim odnosima, potraživanja po osnovu zakupa, potraživanja po osnovu hartija od vrednosti i slično.

U tržišnoj privredi razvijeni su robno-novčani odnosi tako da i ona preduzeća koja su neposredno okrenuta proizvodnji roba imaju razvijene finansijske odnose sa drugim privrednim subjektima na osnovu kojih stižu imovinska prava i obaveze. U tom smislu značajan deo njihove imovine nalazi se u obliku potraživanja. Na drugoj strani, pojava hartija od vrednosti je povezala svojinska i obligaciona prava u imovini preduzeća. Preduzeće može da ima svojinu na hartijama od vrednosti, što predstavlja stvarno pravo, ali istovremeno hartije od vrednosti pružaju titularu svojine i obligaciono pravo potraživanja dividendi ili kamata kao oblika prinosa od finansijske imovine.

Svojina je bitna jer određuje kontrolu nad preduzećem, ali se kroz imovinu ostvaruje odgovornost preduzeća za njegovo poslovanje. Poslovni rizik se na kraju krajeva uvek iskazuje u imovini preduzeća. Uspešno preduzeće povećava svoju imovinu dok neuspešno preduzeće ima gubitke i zbog toga smanjuje tržišnu vrednost svoje imovine. Vrednost predmeta svojine menja se u tržišnoj privredi i predstavlja samo jedan, ma koliko značajan ali ipak samo jedan, deo imovine preduzeća.

Imovina svakog preduzeća je predstavljena bilansom stanja imovine. Na levoj strani bilansa stanja nalaze se sva imovinska prava, a na desnoj strani su imovinske obaveze. Razliku predstavlja neto imovina preduzeća na koju polažu pravo vlasnici preduzeća kao *rezidualni poverioci*.

Ova šema imovine je karakteristična za sva savremena preduzeća u kojima je lična imovina vlasnika *odvojena* od imovine koju je vlasnik uložio u preduzeće. Preduzeća se stoga upisuju u *registar preduzeća*, koji kao javna institucija pruža na uvid svim zainteresovanim licima sadržane podatke o preduzećima. Bilansi stanja imovine su, takodje, javna stvar koju preduzeća moraju da pruže na uvid svim zainteresovanim licima i njihovo sastavljanje podleže odgovarajućoj finansijskoj kontroli da bi se zaštitili i vlasnici i treća lica. Bilans stanja preduzeća prema strukturi imovinskih prava prikazan je na tabeli 5.1.

**Tabela 5.1. Bilans stanja preduzeća prema strukturi imovinskih prava**

AKTIVA	PASIVA
<p><b>A) Svojina na:</b></p> <p><b>1. sredstvima za proizvodnju:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- osnovna sredstva</li> <li>- obrtna sredstva</li> </ul> <p><b>2. novcu</b></p> <p><b>3. vlasničkim hartijama od vrednosti</b></p>	<p><b>Obaveze prema trećim licima</b></p>
<b>B) Imovinska potraživanja</b>	<b>Svojina rezidualnih poverilaca</b>
<b>IMOVINSKA PRAVA</b>	<b>IMOVINSKE OBAVEZE</b>

Postoje *vlasničke* i *dužničke* hartije od vrednosti. Ako je preduzeće vlasnik nekog drugog preduzeća, onda ono drži u svojoj aktivni vlasničke hartije od vrednosti koje

je izdalo to drugo preduzeće. Na drugoj strani, vlasnici ovog preduzeća imaju njegove vlasničke hartije od vrednosti čiji je iznos unet pod stavkom "imovinske obaveze prema rezidualnim poveriocima". Dužničke hartije od vrednosti konstituišu imovinske obaveze i potraživanja i shodno tome nalaze se na strani pasive ili aktive bilansa imovine preduzeća. Ako se nalaze na strani pasive, to znači da je posmatrano preduzeće izdalo hartije od vrednosti i da one konstituišu njegove imovinske obaveze. Njihovo mesto na strani aktive bilansa stanja ukazuje na okolnost da je preduzeće deo svoje imovine uložilo u hartije od vrednosti drugih preduzeća.

*Vlasnici preduzeća jesu njegovi rezidualni poverioci, dok su sama preduzeća vlasnici stvari sa kojima posluju.*

Veoma je važno razlikovati svojinska prava preduzeća kao posebnog pravnog lica od svojinskih prava vlasnika preduzeća.

Na jednoj strani, preduzeća su pravna lica koja u pravnom prometu stiču prava i obaveze. Kao što smo pokazali na strani njihove imovine formiraju se stvarna prava i obligaciona prava. Preduzeće kao *pravno lice* jeste subjekt prava svojine na stvarima koje ulaze u osnovna i obrtna sredstva (zgrade, mašine, zalihe gotove robe i slično) koja služe za njegovo poslovanje i koja su navedena na strani aktive u bilansu stanja. U tom smislu ona imaju sva vlasnička ovlašćenja da štite ovo pravo svojine od protivpravnog uznemiravanja. Preduzeća mogu da podižu tužbu zbog ometanja korišćenja osnovnih ili obrtnih sredstava, mogu podizati vlasničke tužbe da se utvrdi njihovo pravo vlasništva na određenim stvarima i sl. U tom smislu kao *neposredni vlasnici*, preduzeća kupuju i prodaju stvari, stiču i otudjuju stvarna prava na stvarima, prisvajaju civilne plodove koji nastaju poslovnom upotrebom ovih stvari.

Odnos između preduzeća i njegovih vlasnika, na drugoj strani, određen je prirodom svojinskih prava koja mogu da se konstituišu nad samim preduzećem.

Ilustrujmo ovu konstataciju jednim primerom. Uobičajena je praksa u tržišnim privredama da se preduzeća lako osnivaju, ali i da propadaju ako ne mogu da izdrže oštre uslove tržišne konkurencije. Kada se otvori stečajni postupak, stečajni sudija utvrđuje tržišnu vrednost imovine preduzeća. Likvidna sredstva preduzeća prenose se na poseban račun u banci, a ostala imovina se izlaže javnoj prodaji. Iz tako dobijene novčane vrednosti formira se stečajna masa radi podmirivanja obaveza preduzeća. Kada se svi poverioci namire ostatak stečajne mase pripada vlasnicima. Zato se oni zovu *rezidualni poverioci* preduzeća. Pošto se poslednji namiruju iz stečajne mase preduzeća, njihov je *rizik* najveći i to je razlog što vlasnici preduzeća uvek žele da ostvare kontrolu nad upravljanjem u preduzeću. Na taj način oni smanjuju vlastiti rizik. Likvidaciona masa predstavlja neto imovinu preduzeća u stečaju. Inače, sama neto imovina često se naziva i neto vrednost preduzeća, po kojoj se preduzeća kupuju i prodaju, ili trajni kapital preduzeća.

Kao vlasnici neto imovine oni imaju određena prava upravljanja u preduzeću, kao i na prisvajanje dobiti nastale iz poslovne upotrebe osnovnih i obrtnih sredstava (uključujući i kapitalnu dobit gde ona postoji). Takodje, oni imaju pravo da prodaju celo preduzeće. Ovo saznanje će nam kasnije znatno olakšati precizno definisanje različitih oblika svojine, a posebno društvene svojine. No, dok ne dodjemo do toga potrebno je precizirati pojam *vlasnika* koji smo do sada koristili. Mi smo govorili o *vlasnicima preduzeća* kao njegovim rezidualnim poveriocima. U krajnjoj liniji vlasnici preduzeća mogu biti ili *pojedinici* ili *država*. Ako bi, na primer, banka bila vlasnik nekog preduzeća, postavlja se pitanje ko je vlasnik te banke? Kada bi do

kraja otpratili genezu njenog vlasništva opet bi morali doći ili do pojedinaca ili do države. Zato ćemo ove vlasnike preduzeća nazvati *krajnjim vlasnicima* koji, na kraju krajeva, snose rizik kao rezidualni poverioci.

## Društvena svojina

Društvena svojina je bila dominantan oblik svojine u vreme samoupravljanja. Od 1990. godine ona se polako privatizuje i ograničava, ali još uvek nije nestala. U narednih par godina završiće se proces privatizacije, pa će društvena svojina biti samo istorijska kategorija. U međuvremenu, korisno je da znamo koja su njena osnovna svojstva.

Društvena svojina predstavlja poseban oblik *podeljene kolektivne* svojine. Svojina je podeljena između zaposlenih lica u društvenim preduzećima i države. Pod vlasnicima podrazumevamo samo rezidualne poverioce kao vlasnike preduzeća i u tom smislu je društvena svojina podeljena svojina, jer su vlasnička ovlašćenja na društvenim preduzećima podeljena između zaposlenih u preduzeću i države. Sama društvena preduzeća jesu pravna lica i kao takva imaju ista prava svojine na stvarima sa kojima posluju kao svaka druga privatna preduzeća. No, pitanje vlasništva koje ovde pokrećemo nije pitanje vlasništva koje ima samo preduzeće, nego je to pitanje vlasništva *rezidualnih poverilaca nad* tim preduzećem.

Pošto su vlasnička prava podeljena, interesuju nas vlasnička ovlašćenja svakog subjekta pojedinačno. Ona se međusobno razlikuju, ali imaju jednu zajedničku osobinu - ne postoji tržište za vlasnička prava rezidualnih poverilaca. To je karakteristika društvene svojine kao jednog oblika kolektivne svojine.

Zaposleni u preduzeću ne mogu da prodaju svoje pravo na učestvovanje u upravljanju preduzećem ili na učešće u prisvajanju profita. Kada im prestane radni odnos iz bilo kog razloga, oni gube ta prava. Država, na drugoj strani, ne može da proda svoja vlasnička ovlašćenja kao rezidualni poverilac u društvenim

preduzećima. Odluku o prodaji ovih preduzeća donose organi upravljanja, u kojima se nalaze i sami zaposleni, i kada se realizuje ova odluka oni gube prava upravljanja na osnovu društvenog kapitala. To se događa prilikom privatizacije preduzeća i tada privatni vlasnici preduzeća stiču više prava nego što su imali oni koji su doneli odluku o prodaji preduzeća. U pitanju, dakle, nije derivativno izvodjenje svojine novog vlasnika iz prava svojine starog vlasnika, nego postoji jedan poseban oblik originernog sticanja svojine.

### Vlasnička prava zaposlenih

Zaposleni u društvenim preduzećima imaju tri vlasnička ovlašćenja: pravo na upravljanje preduzećem, pravo na učešće u prisvajanju dobiti preduzeća i pravo na odlučivanje o statusnim promenama preduzeća (uključujući i prodaju preduzeća).

**1. Pravo na upravljanje.** Društvena preduzeća su akcionarska društva u kojima skupština predstavlja organ vlasnika preduzeća. Skupštinu društvenog preduzeća čine predstavnici zaposlenih. Pošto skupština donosi strateške poslovne i statusne odluke i bira upravu preduzeća, to znači da je zaposlenima dodeljeno vlasničko pravo na upravljanje preduzećem.

Ovo pravo isključivo pripada zaposlenima, ako društveno preduzeće nije započelo postupak promene vlasništva na kapitalu. Upravljanje u preduzećima u postupku promene vlasništva kapitala, što znači u preduzećima koja imaju mešovitu privatnu i društvenu svojinu, vrši se od strane vlasnika srazmerno njihovom učešću u kapitalu preduzeća. U tom slučaju izabrani predstavnici društvenog kapitala u skupštini

preduzeća mogu biti i stručnjaci izvan preduzeća. Postojanje radnog odnosa u ovom poslednjem slučaju nije uslov da bi neko dobio pravo na redovno upravljanje društvenim preduzećem ili mešovitim preduzećem u kome postoji društvena svojina. Način izbora predstavnika društvenog kapitala u skupštini preduzeća uređuje se statutom preduzeća i kolektivnim ugovorom.

Jedno društveno preduzeće može da ima akcije u drugom društvenom preduzeću, što dovodi do *unakrsnog* društvenog vlasništva. Tada skupština investitora, koji drži hartije od vrednosti drugog društvenog preduzeća, bira svoje predstavnike u skupštini posedovanog društvenog preduzeća. U tom smislu zaposleni u jednom društvenom preduzeću dobijaju pravo ne samo da učestvuju u upravljanju preduzećem u kome rade, na osnovu svog radnog odnosa, nego i da upravljaju drugim društvenim preduzećem, na osnovu prava svojine.

## **2. Pravo na prisvajanje dela dobiti.**

Društveni kapital prisvaja dobit na isti način kao i privatni kapital. Međutim, kod dobiti koja pripada društvenom kapitalu, zaposleni imaju pravo na učešće u njenom prisvajanju. To je poznati slučaj *participacije zaposlenih u profitu*. Kod nas se visina dobiti namenja za ove svrhe i način njene podele na pojedinačna lica u društvenom preduzeću uređuju statutom preduzeća i kolektivnim ugovorom.

**3. Pravo na odlučivanje o statusnim promenama.** Skupština društvenog preduzeća odlučuje o spajanju jednog preduzeća sa drugim preduzećem preuzimanjem njegove imovine uz zamenu za emisiju akcija matičnog preduzeća. Spajanje može da se obavi i putem osnivanja novog preduzeća koje, onda, izdaje akcije pripojenim preduzećima. U oba slučaja skupštine svih uključenih društvenih preduzeća moraju da donesu odluku o spajanju.

Skupštine društvenih preduzeća mogu da donesu i odluku o prodaji preduzeća na osnovu izdavanja internih akcija ili putem prodaje eksternom vlasniku. O tome će više reći biti u odeljku o privatizaciji kod nas. Važno je,

međutim, na ovom mestu da istaknemo da zaposleni ne dobijaju novac od prodatoj preduzeća, niti naknadu zbog promene statusa preduzeća. U tom smislu zaposleni nemaju pravo na prisvajanje kapitalne dobiti po osnovi prodaje društvenih preduzeća.

Naravno, sa promenom statusa društvenog preduzeća menjaju se i organi preduzeća, tako da su statusne odluke zadržale bitne karakteristike prava vlasnika da i na ovaj način ispoljava svoju kontrolu nad kapitalom.

## **Vlasnička prava države**

Vlasnička prava države su sledeća: pravo na prodatu vrednost društvenog preduzeća, uz snošenje vlasničkog rizika kao kod svih drugih rezidualnih poverilaca i pravo na postavljanje vlasničkih uslova u pogledu korišćenja stvari.

**1. Pravo rezidualnog poverioca.** Država ima status rezidualnog poverioca. Likvidaciona masa društvenog preduzeća koje nije osnovalo neko drugo društveno preduzeće pripada državi. U slučaju da jedno društveno preduzeće osnuje neko drugo društveno preduzeće, zbog postojanja unakrsnog vlasništva, likvidaciona masa pripada društvenom preduzeću-investitoru. Kao rezidualni poverilac država ima pravo da preduzme odgovarajuće mere za zaštitu društvene svojine i one se iscrpljuju u okviru ovlašćenja privremenog preuzimanja upravljanja.

Država, međutim, ne može da odluči da proda društveno preduzeće, mada novac od prodaje takvog preduzeća ulazi u državne fondove. Odluku o prodaji donosi skupština društvenog preduzeća. Fond za razvoj ima posebna ovlašćenja u postupku prodaje društvenih preduzeća i njemu pripadaju finansijska sredstva od njihove prodaje eksternim vlasnicima. U tom smislu država ima pravo na kapitalni dobitak, ali istovremeno snosi i rizik kapitalnih gubitaka.

**2. Pravo na postavljanje vlasničkih uslova.** Država nema pravo da prisvaja preostali deo dobiti po osnovu društvenog kapitala nakon



odredjivanja učešća zaposlenih u prisvajanju dobiti. Ona ima samo ovlašćenje da naredi kako da se koriste ta finansijska sredstva. Opšti je vlasnički nalog da društvena preduzeća moraju da reinvestiraju ovako pridržane profite. To znači da akcionarska preduzeća ne isplaćuju dividende po osnovi prisvajanja društvenog kapitala, nego imaju obavezu da reinvestiraju ove pridržane profite.

Društvena preduzeća imaju generalnu

obavezu da obnavljaju imovinu preduzeća i da je uvećavaju. Obnavljanje se odvija kroz proces amortizacije, gde niz državnih pravila određuje amortizacione otpise i prinudu revalorizacije osnovnog kapitala u slučaju inflacije. Na drugoj strani, uvećavanje društvenog kapitala podrazumeva reinvestiranje zadržanih, a ne isplaćenih putem dividendi, profita.

## Debata o privatizaciji

Ukidanjem Zakona o udruženom radu i usvajanjem Zakona o preduzećima otpočeo je proces transformacije društvene svojine koji će na kraju dovesti do njenog pospunog nestanka<sup>1/</sup>. Zajednička karakteristika svih promena je bila uvođenje tržišta kapitala i usaglašavanje postupka osnivanja, unutrašnje organizacije i funkcionisanja privatizovanih preduzeća sa novim principima poslovanja koji su svojstveni za tržište kapitala.

Nacionalizacija privatne svojine je bila jedan od osnovnih političkih zahteva u vreme formiranja naše socijalističke privrede. Ona je kasnije izazvala duboke društvene i ekonomske posledice, kao što to obično biva nakon svake krupne promene svojinskog sistema u nekoj zemlji. Promenila se struktura svojinskih odnosa u korist društvene svojine, a sa njom je izvršena i nova podela društvenog bogatstva između društvenih klasa i slojeva. Danas se naša privreda ponovo nalazi u fazi velikih institucionalnih i ekonomskih promena. To se naziva *tranzicijom*. Jedan od suštinskih zahteva jeste privatizacija društvene svojine do određenog roka. Ona podrazumeva rehabilitaciju privatne svojine i promenu postojećih svojinskih odnosa u njenu korist što, takodje, zahteva promenu postojeće distribucije nacionalnog bogatstva između društvenih klasa i slojeva.

### Razlozi za privatizaciju

Obično se u prilog privatizacije navode sledeći osnovni razlozi: (a) stvaranje osnova za potpunu tržišnu privredu, (b) poboljšanje efikasnosti privredjivanja, (c) povećanje štednje i investicija, i (d) porast državnih prihoda.

<sup>1/</sup> Zakon o preduzećima objavljen je, zajedno sa svojim izmenama i dopunama, u "Službenom listu SFRJ", br. 77/88, 40/89, 46/90 i 61/90. Videti i Zakon o društvenom kapitalu "Službeni list SFRJ", br. 84/89 i 46/90.

### *Uvodjenje tržišne privrede*

Ovo je razlog koji se može samo delimično primeniti na našu privredu. Naime, u našoj privredi postoji tržište roba i usluga na kome se pojavljuju autonomni privredni subjekti (bez obzira koliko je ovo tržište deformisano otvorenim i prikrivenim državnim administriranjem). Dakle, sistem decentralizovanog privrednog odlučivanja već je formiran ranijim naporima da se reformiše socijalistička privreda na tržišnim osnovama. Taj sistem decentralizovanog odlučivanja, međutim, loše funkcioniše, između ostalog i zbog toga, što društvena svojina ne obezbeđuje potrebnu motivaciju za racionalno donošenje privrednih odluka. Država kao rezidualni poverilac je dosta "udaljena" od stvarnog privrednog odlučivanja i ona više interveniše kroz opšte mere ekonomske politike nego kroz konkretne napore da se sačuva vrednost imovine i obezbedi kontrola nad njenom upotrebom. Na drugoj strani, radnici i direktori ne dobijaju neposredno svoje plate na osnovu efikasnosti upotrebe društvenih sredstava, tako da je ova veza između efikasnosti upotrebe i prihoda koji neko stiže po toj osnovi prekinuta. Da bi se ona ponovo uspostavila potrebno je izvršiti privatizaciju društvene imovine.

Argument za uvođenje tržišne privrede ima mnogo više smisla ako se shvati kao zahtev za uvođenje *integralnog* tržišta. To podrazumeva funkcionisanje svih vrsta tržišta, a posebno funkcionisanje tržišta kapitala. Preko tržišta kapitala ne samo da se brzo i lako prikupljaju slobodna novčana sredstva i da se ulažu u najproduktivnije upotrebe nego se istovremeno i vrši vlasnička kontrola nad radom preduzeća. Prodaja akcija na berzi i preuzimanje preduzeća jesu najefikasniji metodi da se stvarno realizuje kontrola vlasnika nad upravom preduzeća. Niska cena akcija motiviše vlasnike da izvrše reviziju postojeće poslovne politike preduzeća, uključujući i promenu direktora i upravnog odbora. Isto tako, prodaja preduzeća i ulazak novih vlasnika u akcionarsko društvo, po pravilu, sa sobom donosi novu poslovnu politiku sa novim upravljačkim kadrom.

Funkcionisanje tržišta kapitala (berze) predstavlja jednostavan i efikasan mehanizam preko koga se vrši vlasnička kontrola u modernim tržišnim privredama. Društvena svojina ne podstiče širenje tržišta kapitala i u tom smislu se privatizacija shvata kao neophodan uslov za uspostavljanje integralne tržišne privrede.

### *Povećanje efikasnosti preduzeća*

Argument poboljšanja efikasnosti privredjivanja počiva na stavu da privatna preduzeća obezbeđuju bolju alokaciju oskudnih resursa i veći nivo društvenog blagostanja na datom stupnju privrednog razvoja. Privatna preduzeća snažno terana motivom za maksimizacijom profita spremnije se prilagođavaju zahtevima tržišta. Potrošači time dobijaju robu po asortimanu i kvalitetu koji odgovara njihovim ukusima i nisu prisiljeni da kupuju proizvode čiji asortiman ne žele ili da gube vreme i energiju dovijajući se kako da dodju do deficitarnih roba. U uslovima tržišne konkurencije privatni proizvođači manje troše energije i drugih ulaganja po jedinici proizvoda, čime se postiže i veći obim proizvodnje pri datim resursima i jeftinija proizvodnja. To zajedno omogućava veći životni standard i viši nivo opšteg društvenog blagostanja. Društvena svojina ne motiviše proizvođače na jeftinu, kvalitetnu i zahtevima kupaca prilagodjenju proizvodnju roba.



Upravljanje u privatnim preduzećima zasniva se na principu *korporativne uprave*. Ovaj oblik upravljanja omogućava ostvarivanje efikasne vlasničke kontrole nad poslovanjem preduzeća. Moderni oblik svojine na kapitalu predstavlja akcionarsko vlasništvo. Akcionari su suvlasnici preduzeća ali oni, po pravilu, neposredno ne učestvuju u upravljanju preduzećem. Prema veličini ostvarenog profita i prema procenama o izgledima za poslovanje u budućnosti, na tržištu kapitala formiraju se tržišne cene akcija. Kretanje cena akcija predstavlja indikator vlasnicima kapitala šta se dešava sa preduzećem u koje su uložili svoj kapital. Na osnovu te informacije vlasnici kapitala reaguju i daju odgovarajuće instrukcije članovima upravnog odbora preduzeća. U odboru se nalaze iskusni poslovni ljudi čiji je osnovni zadatak da štite ekonomske interese vlasnika kapitala. Oni donose načelne odluke o poslovnoj politici preduzeća i neposredno kontrolišu rad direktora. Njihova ovlašćenja uključuju i mogućnost smene ili premeštanja menadžera i direktora u preduzeću. Direktori, sa svoje strane, kontrolišu rad svih ostalih zaposlenih lica u preduzeću.

Ovaj sistem upravljanja preduzećem se u praksi pokazao kao najefikasniji. Funkcionisanje tržišta kapitala je neophodna pretpostavka za njegovo uvođenje. U tom smislu, tržište kapitala je efikasan mehanizam za ostvarivanje vlasničke kontrole nad radom preduzeća.

### ***Povećanje štednje i investicija***

Nepostojanje tržišta rada i objektivno formirane tržišne cene rada stvaraju stalne pritiske u društvenim preduzećima da se deo dobiti prelije u plate zaposlenih radnika. Time se sužava mogućnost za akumuliranje dobiti i za formiranje neophodnih investicionih sredstava radi ubrzanja privrednog rasta. Na drugoj strani, ne postoji interes malih privatnih vlasnika kapitala da ulažu svoja sredstva u društvena preduzeća i da time uvećavaju njihov fond akumulacije.

Zbog toga se privatizacija društvene svojine smatra neophodnim uslovom za formiranje privrednog sistema koji će motivisati sve privredne subjekte da veći deo svojih tekućih prihoda i dohodaka štede i investiraju u porast proizvodnih kapaciteta i otvaranje novih radnih mesta.

Postoji, takodje, značajan deo novčanog kapitala koji je u posedu privatnih lica a koji se nalazi van procesa oplodnje kapitala. Privatizacija putem prodaje društvenih sredstava bi privukla ovaj kapital i stavila ga u produktivnu upotrebu. Privatni investitori bi kupovali društvena preduzeća i time bi svoja likvidna novčana sredstva menjali za svojinu na proizvodnim kapacitetima. Struktura njihove imovine bi se promenila (umesto novca sada bi držali akcije preduzeća ili bi bili njihovi neposredni vlasnici) a akupna masa novčane akumulacije bi se povećala.

Mogućnost kupovine društvenih preduzeća bi niz privatnih investitora motivisao da smanje tekuću potrošnju, da povećaju štednju i da time formiraju veću masu investicionog kapitala.

### ***Porast državnih prihoda***

Društvena preduzeća sporije se prilagođavaju zahtevima tržišta i to čine uz veće troškove nego što je to slučaj sa privatnim preduzećima. Ova rigidnost se, između ostalog, duguje i nedostatku čvrste imovinske odgovornosti društvenih preduzeća

bez koje tržišna konkurencija ne proizvodi sve poželjne efekte. To je poznati efekat “mekog budžetskog ograničenja” ili slabe finansijske discipline društvenih preduzeća, koji nije moguć u sistemu privatne svojine. Nedostatak čvrste finansijske discipline na strani kapitalnog računa društvene privrede doveo je do niza *kapitalnih gubitaka*. Neke od njih ćemo posebno naznačiti:

*Društvena preduzeća stvaraju kapitalni dug koji u krajnjem slučaju pada na teret države. Država može prodajom preduzeća da pribavi novac koji je neophodan za otplatu duga.*

1. Najvidljiviji je kapitalni gubitak predstavljen u obliku visokog *spoljnog duga*. On je kod nas najvećim delom ili faktički nacionalizovan ili javno garantovan od strane (federalne) države. U oba slučaja, bez obzira da li je to spoljni dug Narodne banke Jugoslavije ili privatni dug društvenih preduzeća i poslovnih banaka garantovan od strane Federacije, posledice su iste : formiran je visok *javni dug*. Za javni dug odgovara država svojom imovinom i javnim (poreskim) prihodima. Prisustvo javnog duga govori o faktičkoj promeni strukture imovine društvenog sektora u jugoslovenskoj privredi.

2. Domaći državni dug je veoma mali jer je naša država najvećim delom do sada finansirala svoj tekući deficit kroz emisiju novca. Deficit državnog budžeta znači da su državni rashodi veći od državnih prihoda. Kako je ovaj deficit finansiran emisijom novca, to se njegovo prisustvo direktno prenosilo na inflaciju. Sa inflacijom faktički se uvodi *inflatorni porez* koji najteže pada vlasnicima fiksnih nominalnih prihoda. Gubitak njihove kupovne snage prenosi se na državu kao višak njene kupovne snage kojom se finansira budžetski deficit.

3. Kapitalni gubitak je sadržan u zastarelim osnovnim sredstvima. Ovaj dug prema realnoj vrednosti društvenog kapitala direktna je posledica neodgovarajuće amortizacije osnovnih sredstava. Njegov najvidljiviji deo vezan je za infrastrukturne objekte. Oni se ne mogu obnoviti iz svojih amortizacionih fondova iako su mnogi od njih i zastareli i ruinirani.

4. Zagadjenost okoline i iscrpljenost neobnovljivih prirodnih resursa govore da su potrebna visoka finansijska sredstva za povratak “čiste okoline” koja je uništena prljavim industrijama i nepažljivim iskorišćavanjem prirodnih bogatstava. Kapital sadržan u prirodnom bogatstvu zemlje je dobrim delom uništen.

Sporo prilagodjavanje uslovima tržišta, neefikasno korišćenje društvenih sredstava i proizvodnja kapitalnih dugova zahtevaju privatizaciju društvenih preduzeća. Prodajom društvene imovine država stiže jedan deo prihoda da bi servisirala javni dug koji je faktički nastao nacionalizacijom privatnog duga društvenih preduzeća.

### **Privatizacija uz naknadu ili bez naknade**

Argument za privatizaciju bez naknade ističe u prvi plan “opštenarodni” karakter društvene imovine koja će zaista dobiti taj status ako se, po nekoj formuli prihvatljivoj za većinu građana, društvena svojina raspodeli na svo stanovništvo. Drugi ističu da je društvena svojina nastala radom radnika i da u tom smislu predstavlja njihov minuli rad. Raspodela društvene imovine na zaposlene radnike bi dosledno sprovela proklamovani princip o raspodeli kapitala prema doprinosu minulog rada. Treći predlažu da se društvena sredstva ustupe penzionim i socijalnim fondovima bez naknade.

Svi ovi predlozi ne vode računa o kapitalnom dugu koji država ima prema vlasnicima domaće devizne štednje. Potpuno je ekonomski nerazumno prebaciti značajan deo kapitalnog duga na državu, a istovremeno joj oduzeti imovinu čijom prodajom bi mogla delimično ili u celini da ga otkupi. U takvoj situaciji država bi bila prinudjena ili da emituje novac i da smanji realnu vrednost domaćeg duga ili da podigne poreze radi prikupljanja sredstava u budžetu za tekuće servisiranje duga. Postoji, naravno, i mogućnost zaduživanja države na tržištu kapitala, ali je ovo manje verovatno rešenje imajući u vidu opterećenje postojećeg velikog državnog duga.

### **Odredjivanje vrednosti imovine**

Postoji više načina da se odredi vrednost neto imovine preduzeća. Ona se u tržišnim privredama često odredjuje po jednom postupku koji se naziva *prinosni metod* a koji počiva na diskontovanju vrednosti ukupne buduće neto dobiti preduzeća (tj. dobiti preduzeća umanjene za iznos poreza na dobit). Drugim rečima, proceni se buduća neto dobit preduzeća za svaku godinu i onda se traži ona vrednost novčanog kapitala koja bi dala takav godišnji tok neto dobiti da je kapital uložen u banku po odgovarajućoj kamatnoj stopi. Da bi ovaj postupak mogao da se primeni nužan uslov je da su cene proizvoda i svih ulaganja u proizvodnju prave tržišne cene, jer u suprotnom slučaju ne može se valjano odrediti dobit preduzeća kao razlika između ukupnog prihoda i ukupnih troškova. U jugoslovenskoj privredi cene su tradicionalno deformisane državnim monopolima, isključivanjem konkurencije iz inostranstva, različitim državnim subvencijama i direktnom administrativnom kontrolom. U tim okolnostima ovaj postupak ocene "prave tržišne vrednosti" neto imovine društvenih preduzeća nema mnogo opravdanja.

Umesto njega mogu se koristiti i drugi postupci za ocenu neto vrednosti imovine preduzeća. Jedan od njih se odnosi na procenu ove vrednosti na osnovu troškova zamene društvenih sredstava gde se kao cene proizvoda i proizvodnih inputa uzimaju odgovarajuće svetske cene. Drugi postupak se jednostavno zadržava na knjigovodstvenoj vrednosti imovine korigovanoj za inflaciju, odnosno zasniva se na revalorizovanoj sadašnjoj vrednosti imovine preduzeća.

### **Raspodela društvenog kapitala**

Kako raspodeliti društveni kapital na pojedine privatne vlasnike? Individualiziranje vlasničkih naslova na društvenom kapitalu može da se izvrši na više načina.

#### ***Privatizacija bez naknade***

Privatizacija društvenih sredstava bez naknade može da se vrši na neki od sledećih načina:

1. *Raspodela društvene imovine kojom raspolaže preduzeće na zaposlene radnike.* Kod ovog predloga je ostalo otvoreno pitanje da li bi ovom formulom bili obuhvaćeni i penzionisani radnici kao i oni radnici koji su u međuvremenu promenili radno mesto. Bez obzira na konkretan odgovor i moguće proširenje

kvalifikovanih vlasnika, ostaje jak prigovor nepravilnosti. Imovina društvenog preduzeća je rezultat ne samo tekućeg rada nego i realnog kapitala koji je, po pravilu, dobijen uz različite subvencije: negativne realne kamatne stope, poreska oslobađanja i slično. Ovaj prigovor može samo delimično da se ublaži predlogom za naknadno oporezivanje kapitalne dobiti novonastalih vlasnika.

**2. Raspodela vaučera kao kapitalnog novca.** Prvi korak se sastoji u izboru društvenih preduzeća koja će se pretvoriti u akcionarska društva i u utvrđivanju vrednosti njihove neto imovine. Na osnovu toga bi se izdao tačno odredjen broj vaučera i svako bi dobio njihov isti broj. Tada bi bila organizovana velika javna dražba u kojoj bi svako od imalaca vaučera nudio cenu za akcije onih preduzeća za koje smatra da bi u njih trebalo da uloži svoj kapital. Na osnovu ponude i tražnje akcija za svako preduzeće formirala bi se njihova "ravnotežna cena". Ta cena bi mogla da bude viša i niža od početne nominalne vrednosti akcija. Ovaj postupak bi se ponavljao, jer formiranjem "ravnotežne cene" različite od početne vrednosti akcija vlasnici vaučera bi ponovo vršili izbor akcija u koje bi želeli da investiraju svoje vaučere. Ovo bi trajalo sve dok se ne utvrde "ravnotežne cene" akcija za sva preduzeća na osnovu kojih bi se realizovala ukupna vrednost izdatih vaučera.

Po jednoj varijanti ovog predloga tada bi se vršila distribucija akcija vlasnicima vaučera bez naknade. Tačnije rečeno, oni bi kupovali akcije preduzeća po "ravnotežnoj ceni" i plaćali bi ih dobijenim vaučerima. Vlasnici mogu u toku procesa uspostavljanja "ravnotežne cene" akcija da medjusobno trguju vaučerima, odnosno da ih kupuju i prodaju za novac.

Po drugoj varijanti, vlasnici vaučera na osnovu vlastitog izbora strukture akcija mogu da otkupe ove akcije za gotov novac na osnovu postignute "ravnotežne cene". U tom slučaju ne bi se samo vršila raspodela akcija na pojedinačne vlasnike nego bi se i utvrđivala tržišna vrednost neto imovine preduzeća. Kod ovog predloga nije dozvoljeno trgovanje vaučerima za novac između njihovih vlasnika. Vaučeri služe za utvrđivanje vrednosti neto imovine kapitala i ne mogu se prodavati po neravnotežnim cenama akcija.

**3. Lutrijska raspodela portfelja akcija jednake vrednosti svim licima koja se odrede kao potencijalni privatni vlasnici.** Najpre je potrebno proceniti neto imovinu preduzeća, a onda izabrati nominalnu vrednost akcija koja će biti jednaka za sva preduzeća. Na osnovu njene vrednosti i ukupne procenjene neto imovine preduzeća odredio bi se broj izdatih akcija za svako pojedinačno preduzeće. Prilikom izbora nominalne vrednosti akcija valja voditi računa da svako lice kao potencijalni privatni vlasnik dobije bar 10 takvih akcija. Naime, da bi se smanjio rizik posedovanja akcija samo jednog preduzeća potrebno je omogućiti širi portfelj (strukturu) akcija svakom privatnom vlasniku. Nakon toga bi se slučajnim izborom izvršila raspodela ovih akcija na sva kvalifikovana lica. Oni bi dobijali ove akcije bez naknade i mogli bi ih potom prodavati na tržištu kapitala po ceni kakva bi se formirala na osnovu ponude i tražnje akcija svakog preduzeća.

### ***Privatizacija uz naknadu***

Oblici privatizacije društvenih sredstava uz naknadu mogu biti, između ostalih, i ovi:

1. *Formiranje investicionih fondova u kojima bi male štediške i ostali vlasnici kapitala udruživali novčana sredstva na osnovu kojih bi investicioni fond mogao da kupuje akcije veće nominalne vrednosti.* Time bi se stvorila kritična masa novčanog kapitala za kupovinu akcija preduzeća sa većom neto vrednošću imovine, bez rizika preteranog usitnjavanja akcionarskog kapitala.

2. *Država može formalno nacionalizovati društveno preduzeće i pretvoriti ga u akcionarsko društvo.* To bi trebalo uvek koristiti kada prethodna procena njegove neto imovine pokazuje da ona ima negativnu vrednost, tj. da je ocenjena realna vrednost imovine manja od imovinskih obaveza. Takvo preduzeće je praktično nemoguće prodati na tržištu. Zbog toga država mora preuzeti na sebe jedan deo duga preduzeća za koji proceni da je nenaplativ, tim pre ako je već garant po investicionim kreditima dužničkog preduzeća. Nakon finansijske i poslovne konsolidacije preduzeća, država može delimično ili u celini da proda njegove akcije na tržištu kapitala i da povрати troškove prethodne finansijske konsolidacije preduzeća.

3. *Omogućiti zaposlenim radnicima i drugim licima da otkupe akcije društvenog preduzeća na osnovu svojih ušteda i odobrenog kredita od strane neke investicione banke.* Banka odobrava dugoročni kredit potencijalnim kupcima sa kojim oni kupuju akcije društvenog preduzeća. Banka može da zadrži pravo zaloge na akcijama sve dok se odgovarajući deo kredita na isplati. Poseban oblik privatizacije predstavlja otkup društvenih stanova koji su, ustvari, izgradjeni sredstvima preduzeća i koji figuriraju u njegovoj (vanbilansnoj) aktivi. Prodajom stanova preduzeće poboljšava strukturu svoje imovine čak i kada se stanovi prodaju na dugoročni kredit.

4. *Prodaja društvenih preduzeća stranim pravnim i fizičkim licima.* Društvena preduzeća mogu da se prodaju domaćim ili stranim pravnim i fizičkim licima po tržišnim uslovima. Prodaja se obavlja na osnovu javnog konkursa gde svi investitori imaju pravo da učestvuju pod jednakim uslovima.

Ovim nabrojanjem nismo ni blizu iscrpili sve predloge oko moguće privatizacije uz naknadu ili bez nje, a koji su bili predmet intenzivne rasprave u poslednje vreme. Posebno se nismo zadržavali na potencijalnim prednostima i nedostacima svakog spomenutog rešenja. Njihovim navodjenjem samo smo želeli da ilustrujemo mogućnosti i širok spektar raspoloživih konkretnih rešenja za transformaciju, uključujući i privatizaciju, društvene imovine.

### **Izbor preduzeća**

Koja preduzeća privatizovati? Sasvim je očigledno da je nemoguće privatizovati sva preduzeća. Za to, normalno, ni ne postoje ekonomski razlozi jer u svakoj modernoj tržišnoj privredi funkcioniše niz javnih preduzeća zasnovanih na državnoj svojini. Do ove tačke svi zagovornici privatizacije se međusobno slažu. Međutim, kada treba povući jasnu liniju razgraničenja između privatnog i javnog sektora - nastaju krupne razlike.

Nekada je postojala saglasnost da treba zadržati javnu svojinu u oblasti infrastrukture (elektroprivreda, železnice, telekomunikacije, pošta, telegraf i telefon), kao i kod korišćenja i upravljanja dobrima od opšteg interesa (rude, vode,

mineralne vode, putevi). Danas se, međutim, ističe da bi i u ovim oblastima trebalo dozvoliti tržišnu konkurenciju jer postoji opasnost da se prirodni monopoli pretvore u pravno zaštićene monopole. Sporno je u kojoj meri treba zadržati javnu svojina kod radio-televizije, poljoprivrednog zemljišta, šuma i u oblasti energetike (istraživanje, proizvodnja, prerada, transport i prodaja nafte, prirodnog gasa i naftnih derivata).

## Modeli privatizacije

U našoj privredi bila su u upotrebi tri različita modela privatizacije. Njihove pravne posledice su i danas prisutne i zato je potrebno da ih sve razmotrimo. Prvi model je bio na snazi do 1997.g. i zasnivao se na prodaji akcija (deonica) s popustom zaposlenim licima radi stvaranja *radničkog internog akcionarstva*. Drugi model je uveden 1997. godine. On se pretežno oslanjao na *besplatnu raspodelu* akcija uz dopunsku primenu metoda prodaje sa popustom ili bez popusta. Treći model privatizacije je uveden u leto 2001. godine. To je model *prodaje kapitala* ili imovine preduzeća strateškom vlasniku. Ostavljena je, takodje, mogućnost besplatne podele akcija za rezidualni deo neprivatizovanog kapitala.

Sva tri modela privatizacije smo nazvali prema njihovoj dominantnoj osobini. U osnovi svaki od njih predviđa mogućnost kako prodaje tako i besplatne podele akcija preduzeća. Razlike se formiraju samo u pogledu dominantne komponente. Na tabeli 5.2. prikazane su dominantne komponente svakog od tri primenjena modela privatizacije prema tome kako se tretira tržišna naknada, ko su kupci, šta je predmet privatizacije, da li postoji oročenost celog procesa i koje su glavne namene privatizacionih pihoda. U daljem delu udžbenika izložićemo sva tri modela privatizacije.

Tabela 5.2. Tri modela privatizacije

	Naknada		Kupci		Predmet		Obaveznost		Prihodi	
	Da		Ne		Akcije	Preduzeće	Da	Ne	Preduzeće	Budžet
	Tržišna	Popust	Investitor	Zaposleni						
Model1		✓		✓	✓			✓	✓	
Model2			✓	✓	✓			✓	✓	
Model3	✓		✓		✓		✓			✓

## Interno akcionarstvo

Interno akcionarstvo je bilo model privatizacije koji je kod nas bio na snazi do 1997. godine. Nadoknada je bila delimična u tom smislu što se društvena imovina



prodavala po procenjenoj vrednosti, ali sa popustom. Besplatan prelazak društvene u privatnu imovinu odnosio se samo na onaj deo kapitala koji se prenosio uz popust. U drugom delu vršio se prenos imovine uz naknadu, što znači da je taj deo društvene imovine zadržavao svoju vrednosnu supstancu, ali je menjao oblik egzistencije. Dugogodišnja jugoslovenska praksa samoupravljanja zasnovana na ideji da fabrike pripadaju radnicima došla je formalno do izražaja time što je društveni kapital koji je bio prenet uz naknadu najvećim delom bio prodat zaposlenima u samim preduzećima. U tom smislu izabran je metod interne privatizacije kao dominantan postupak promene svojine, mada ni prodaja eksternim vlasnicima nije bila isključena.

Po ovom rešenju treba razlikovati prodaju društvenog kapitala od pribavljanja dodatnog kapitala izdavanjem internih akcija društvenog preduzeća. U oba slučaja dodatašnje društveno preduzeće moralo je da statusno reorganizuje kao akcionarsko društvo<sup>2/</sup>.

### **Izdavanje internih akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala**

Izdavanje internih akcija predstavljalo je osnovnu specifičnost jugoslovenskog modela privatizacije društvene svojine. Ono je trebalo da ostvari dva osnovna cilja: (i) da se promeni vlasnička struktura preduzeća i (ii) da se pribave nova finansijska sredstva.

S promenom vlasničke strukture preduzeća dolazi do promene u upravljanju preduzećem i do promene u prisvajanju dobiti koju ostvari preduzeće u svom tržišnom poslovanju. Izdavanjem internih akcija omogućava se radnicima da postanu suvlasnici preduzeća u kome su zaposleni. U onoj meri u kojoj ostaje društveni kapital u imovini preduzeća u toj meri zaposleni radnici zadržavaju svoja prava upravljanja po osnovi društvene svojine, odn. imaju prava da učestvuju u upravljanju preduzećem na osnovu tekućeg rada. U drugom delu kao suvlasnici preduzeća, zaposleni mogu da učestvuju u upravljanju preduzećem na osnovu prava svojine na akcijama. To predstavlja upravljanje na osnovu privatnog kapitala, koji zajedno sa društvenim kapitalom obrazuje mešovitu imovinu preduzeća. Upravljanje na osnovu društvenog kapitala podrazumeva princip - jedan radnik jedan glas. Upravljanje na osnovu privatnog akcionarskog kapitala, naprotiv, počiva na načelu - jedna akcija jedan glas. Svaki radnik kao akcionar učestvuje u upravljanju mešovitim preduzećem srazmerno visini vrednosti akcija koje je kupio.

Raspodela novostvorene vrednosti i dobiti preduzeća sada postaje složenija, ali se istovremeno zasniva na čistijim tržišnim načelima. Na osnovu svoga tekućeg rada radnici dobijaju platu. Ona se određuje prema uslovima koji postoje na tržištu rada, koji su korigovani kolektivnim ugovorima. Kada se od novostvorene vrednosti oduzmu troškovi rada ostaje dobit koja se raspoređuje na društveni i privatni kapital srazmerno učešću društvenog i privatnog kapitala u ukupnoj imovini preduzeća. Deo dobiti koji pripada društvenom kapitalu dalje se deli na akumulaciju, kojom se

---

<sup>2/</sup> Tada važeći zakon u Srbiji nosio je naziv *Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine* ("Službeni glasnik RS" 48/91, 75/91, 48/94 i 51/94).

uvećava društvena imovina u preduzeću i na preostali deo dobiti koji se raspoređuje radnicima. Radnici, dakle, imaju pravo participacije u dobiti koja pripada društvenom kapitalu, jer su učestvovali u upravljanju ovim društvenim sredstvima. Drugi deo dobiti koji pripada privatnom kapitalu deli se akcionarima srazmerno visini njihovih akcija. Koliko akcija radnici kupe kao privatni vlasnici, toliko će učestvovati u prisvajanju ovih dividendi.

*Interne akcije se izdaju s popustom i dok se u potpunosti ne isplate ne razmenjuje se na berzi niti daju pravo na dividende.*

Interne akcije izdaju se sa popustom i one ne mogu biti u prometu na tržištu hartija od vrednosti. Međutim, kada kupac interne akcije u celini uplati kupovnu cenu i kada su ispunjeni i drugi uslovi predviđeni Zakonom o hartijama od vrednosti, tada se interne akcije pretvaraju u redovne akcije koje vlasnici mogu prodavati na tržištu hartija od vrednosti.

U međuvremenu interne akcije mogu se prenositi indosiranjem. Naime, interne akcije su hartije od vrednosti koje se izdaju na ime i kao svaka hartija od vrednosti koja glasi na ime mogu se prenositi indosiranjem. Interna akcija prenosi se punim indosamentom koji vrši preduzeće.

Ovlašćena lica mogu da kupuju akcije za gotov novac ili na kredit. U slučaju kupovine na kredit rok otplate ne može biti duži od 5 godina, niti preduzeće ima ovlašćenje da kreditira kupovinu ovih akcija. Vlasnici internih akcija imaju pravo da upravljaju preduzeće srazmerno vrednosti akcija koje poseduju, bez obzira da li su u potpunosti uplatili svoje akcije ili još uvek nisu. Međutim, njihova prava na dividendu i na raspodelu likvidacione mase, ako preduzeće u međuvremenu ode pod stečaj ili bude likvidirano, striktno su vezana za visinu uplaćenog dela vrednosti akcija.

Po propisima Republike Srbije interne akcije sa popustom su se mogle izdavati: (1) zaposlenim licima u preduzeću, (2) licima koja su ranije bila zaposlena u tom preduzeću i (3) njihovim naslednicima prvog naslednog reda. Akcije bez popusta mogu se prodavati i svim ostalim domaćim ili stranim fizičkim ili pravnim licima.

Ako se interne akcije izdaju sa popustom, svi ovlašćeni kupci imaju popust od 20% od nominalne vrednosti kupljenih akcija, kao i dodatni popust od 1% na svaku punu godinu radnog staža. Zaposlenima se po ovoj osnovi priznaje najviše 40 godina radnog staža. Nominalna vrednost kupljenih akcija s popustom po pojedincu ne može biti veća od dinarske protivvrednosti 20.000 nemačkih maraka.

**Tabela 5.3. Bilans stanja imovine društvenog preduzeća**

AKTIVA		PASIVA	
Osnovna sredstva	220	Poslovni fond:	200
Novčana sredstva	0	- Društveni kapital	200
Potraživanja	80	- Privatni kapital	0
		Kreditne obaveze	100
<b>UKUPNO</b>	<b>300</b>	<b>UKUPNO</b>	<b>300</b>

Šta znači popust? Uzmimo primer tek zaposlenog radnika u nekom preduzeću. Ako preduzeće izdaje akcije po nominalnoj vrednosti od 10 dinara, to znači da će naš radnik platiti za jednu deonicu samo 7 dinara. Kada učestvuje u upravljanju kao vlasnik akcije i kada učestvuje u podeli dobiti, on se ponaša kao vlasnik kapitala od 10 dinara iako je realno uplatio samo 7 dinara.

Sledeće pitanje koje se postavlja glasi: kakve posledice izaziva ovakav oblik privatizacije na strukturu imovine preduzeća? Uzmimo jednostavan primer koji je prikazan na tabeli 5.3. Društveno preduzeće raspolaže sa ukupnom imovinom od 300 dinara. Na strani pasive 200 dinara predstavljaju njegov poslovni fond, a 100 dinara kreditne obaveze. Na strani aktive vrednost osnovnih sredstava se sastoji od 220 dinara, a potraživanja prema kupcima 80 dinara.

*Novčana sredstva  
ostvarena  
prodajom internih  
akcija pripadaju  
preduzeću.*

Preduzeće nema privatnog kapitala i ima veće kreditne obaveze od potraživanja. Istovremeno, preduzeće nema slobodnih novčanih sredstava kojima bi moglo da izmiri dospele obaveze po kreditima. To može da bude jedan od razloga da društveno preduzeće odluči da se vlasnički transformiše i da ponudi svojim radnicima da otkupe novu emisiju akcija u iznosu od 100 dinara. Neka preduzeće izda 10 internih akcija od kojih svaka nominalno glasi na 10 dinara i neka odobri popust svojim radnicima od 50%. Radnici će da otkupe svih 10 akcija i za to će ukupno platiti 50 dinara. Kako sada izgleda bilans imovine delimično privatizovanog društvenog preduzeća? To je prikazano na tabeli 5.4.

Ukupna imovina preduzeća porasla je za 50 dinara koliko iznosi realno uplaćena vrednost izdatih internih akcija. Poslovni fond preduzeća je porastao za tih istih 50 dinara, ali se njegova struktura bitno izmenila. Društveni kapital u poslovnom fondu je opao za 50 dinara jer je na njegov teret pao popust u prodaji internih akcija. Privatni deo poslovnog fonda je uvećan za 100 dinara koliko iznosi ukupna nominalna vrednost izdatih internih akcija. Sada struktura poslovnog fonda (neto vrednosti imovine preduzeća) izgleda ovako: 60% neto imovine pripada društvenom vlasništvu (150/250) dok 40% predstavlja privatnu svojinu radnika (100/250).

**Tabela 5.4. Bilans stanja imovine nakon privatizacije**

AKTIVA		PASIVA	
Osnovna sredstva	220	Poslovni fond:	250
Novčana sredstva	50	- Društveni kapital	150
Potraživanja	80	- Privatni kapital	100
		Kreditne obaveze	100
UKUPNO	350	UKUPNO	350

Društveni kapital je transformisan i privatizovan. On je transformisan jer od ranijih 100% poslovnog fonda sada samo 60% pripada društvenoj svojini. On je istovremeno i privatizovan, jer od 100 dinara nominalne vrednosti privatnog kapitala u poslovnom fondu radnici su samo 50 dinara platili u novčanom obliku dok preostalih 50 dinara predstavlja popust učinjen na teret društvenog kapitala.

Povećanje imovine preduzeća kroz privatizaciju je zamišljeno kao pogodan način da se ostvari dodatna akumulacija kapitala koja je toliko neophodna radi privrednog razvoja. Ona se ne ostvaruje administrativnim merama nego se ekonomski *motivise* visinom popusta. No, preduzeće može privatizacijom da rešava i neke svoje druge tekuće probleme. Naveli smo problem likvidnosti. Preduzeće je steklo nova likvidna sredstva kojima može da odgovori na ranije preuzete kreditne obaveze.

Kupovinom internih akcija radnici su postali suvlasnici preduzeća u kome rade. Ovom privatizacijom se želi postići i njihova veća zainteresovanost za efikasnim upravljanjem preduzećem. Ako preduzeće u našem primeru ponovo zapadne u problem likvidnosti, ono će morati jedan deo svojih osnovnih sredstava da proda ili da izvrši cesiju potraživanja uz odgovarajući popust. Time će se automatski smanjiti neto imovina preduzeća, a sa njom i onaj njen deo koji pripada radnicima kao privatnim vlasnicima. Na ovaj način postiže se da radnici ujedno budu i imovinski odgovorni za loše upravljanje preduzećem.

Postoji jedno ograničenje tehničke prirode. Vrednost društvenog kapitala se umanjuje za iznos odobrenog popusta. Zbog toga ukupan popust ne može biti veći od vrednosti društvenog kapitala.

Kod privatizacije uvek postoji problem korektnog vrednovanja društvenog kapitala. Zbog toga se po važećim propisima obavezno predvidja procena vrednosti društvenog kapitala. Tu procenu mora da potvrdi Agencija za procenu vrednosti društvenog kapitala.

### **Izdavanje internih akcija radi prodaje društvenih preduzeća**

Sve što je rečeno za izdavanje internih akcija radi pribavljanja dodatnog kapitala vredi, *mutatis mutandis*, i za izdavanje internih akcija radi prodaje preduzeća. Ono što se menja odnosi se na subjekat koji privlaja iznos prodatih akcija.

Obično se navodi jedan argument protiv ovakvog oblika privatizacije koji govori o maloj motivisanosti zaposlenih da otkupe društvena preduzeća. Tom argumentu je moguće dodati i objektivnu činjenicu da otkup preduzeća kroz izdavanje internih akcija ne rešava problem neodgovarajuće strukture kapitala preduzeća koja se, između ostalog, ogleda i u problemu nelikvidnosti preduzeća. Uplaćen svež kapital odlazi državnom fondu za razvoj, penzionom fondu i fondu za zapošljavanje koji ne moraju, i po pravilu neće, da ga reinvestiraju u isto preduzeće. Prodaja preduzeće time ne rešava njegove finansijske probleme.

Raspodela dobijenih sredstava od prodaje akcija radi prodaje društvenog kapitala zavisila je od toga da li su akcije prodane sa popustom ili bez popusta. Ako su prodane *bez popusta*, raspodela ostvarenog prihoda imala je sledeći oblik: (1) Fond za razvoj prisvajao je 60% vrednosti, (2) Penzioni fond 30% vrednosti, a (3) preostalih 10% vrednosti pripadalo je Fondu za zapošljavanje. Ako je prodato preduzeće bilo deo holding kompanije, ostvarena novčana sredstva pripadala su holding preduzeću.

Ako su akcije bile prodane sa popustom, onda je raspodela ostvarenih novčanih sredstava bila sledeća: (1) 50% se uplaćivalo u Penzioni fond, a (2) preostalih 50% se unosilo u poslovni fond preduzeća.

*Prihod od prodaje akcija radi prodaje preduzeća po pravilu pripada državnim fondovima.*

U oba slučaja izdavanja internih akcija - radi prodaje preduzeća i radi prikupljanja dodatnog kapitala - kupci internih akcija mogli su da uplate njihovu nominalnu vrednost, umanjenu za iznos popusta, odjednom, višekratno ili u ratama. Ako se otplata vršila u ratama ukupna suma se morala uplatiti u roku od 5 godina. Godišnje će se vršiti revalorizacija vrednosti neuplaćenog dela internih akcija prema rastu cena na malo.

Vlasnik interne akcije stiće pravo na učešće u prisvajanju dobiti preduzeća srazmerno uplaćenom delu vrednosti internih akcija, uvećanom za iznos odobrenog popusta. Na drugoj strani, on stiće pravo na učešće u upravljanju preduzećem odmah i to srazmerno nominalnoj vrednosti svojih akcija.

### **Eksterna prodaja društvenih preduzeća**

Društvena preduzeća mogu se u celini ili delimično prodati kako domaćim tako i stranim licima, kako fizičkim tako i pravnim licima. Postupak prodaje društvenih preduzeća ne zasniva se na izdavanju akcija i njihovoj prodaji, nego na direktnoj prodaji celog preduzeća ili jednog njegovog dela. Pre prodaje vrši se procena tržišne vrednosti preduzeća. Promenom svojinske strukture neto imovine preduzeća na mesto društvenog kapitala stupa privatni kapital, a isplaćena novčana vrednost postaje državni kapital.

Kada je neto imovina društvenog preduzeća procenjena pokreće se formalni postupak za prodaju preduzeća. Objavljuje se licitacija i pozivaju se potencijalni kupci da ponude svoju cenu za otkup preduzeća. Preduzeće se prodaje onom kupcu koji ponudi najveću cenu, pod uslovom da ona nije niža od procenjene vrednosti. Ukoliko niko ne ponudi prihvatljivu cenu, licitacija nije uspela i pokreće se postupak prodaje preduzeća na osnovu pojedinačnih ponuda. Uslove prodaje određuje Fond za razvoj, što podrazumeva njegovo ovlašćenje da prihvati nižu prodajnu cenu ukoliko se na osnovu pojedinačnih ponuda ne može ostvariti procenjena vrednost preduzeća. U tom slučaju bi kapitalni gubitak pao na teret državne svojine, a o njegovom prihvatanju bi odlučivao Fond za razvoj. Inače, ugovor o prodaji preduzeća zaključuju kupac i Fond za razvoj, s tim da se kao ugovorna strana javlja i samo preduzeće ukoliko se ugovor zaključuje o prodaji dela preduzeća.

Novčana sredstva ostvarena prodajom preduzeća pripadaju Fondu za razvoj. Ako se samo deo preduzeća prodaje i na tom osnovu se formira novo pravno lice, sredstva od prodatih akcija pripadaju matičnom preduzeću i ulaze u društveni kapital kao deo trajnog kapitala preduzeća.

### **Besplatna podela akcija**

Model privatizacije po *Zakonu o svojinskoj transformaciji* u Srbiji vredeo je od 1997. godine do 2001. godine. On se pretežno oslanjao na besplatnu raspodelu akcija ili udela u kapitalu društvenih i državnih preduzeća, uz dopunsku primenu

metoda prodaje sa popustom ili bez popusta<sup>3/</sup>. Ceo proces privatizacije je zamišljen da se obavi u dva kruga. U prvom krugu se *upisuju akcije*, odnosno vrši se besplatna raspodela akcija ovlašćenim licima, dok se u drugom krugu *prodaju preostale akcije* putem direktne pogodbe ili na berzi.

Sama preduzeća određuju kada će da započnu proces privatizacije. U tome ne postoje nikakve vremenske granice, tako da je ceo proces privatizacije neobavezan. To znači da neka preduzeća mogu da odluče da uopšte ne ulaze u ovaj proces. Na drugoj strani, za određeni broj najvažnijih društvenih preduzeća postoji poseban program Vlade Srbije. Ova preduzeća ne mogu samostalno da odlučuju o svojoj privatizaciji, nego će o tome da odlučuje Vlada Srbije.

### Prvi krug: Upis akcija

Besplatna raspodela akcija u prvom krugu ne odvija se putem tržišta, niti upotrebom vaučera kao finansijskih instrumenata za kupovinu i prodaju akcija. Umesto vaučera koristi se metod *upisa akcija*.

Pre nego što odluči koji će deo kapitala da besplatno raspodeli, a koji deo da ponudi na prodaju u drugom krugu, preduzeće na početku prvog kruga privatizacije mora da izdvoji 10 odsto kapitala za Penzijsko-invalidski fond. Taj deo kapitala se besplatno prenosi na ovaj fond.

Potom, preduzeće koje se privatizuje može najviše 60 odsto svog kapitala da ponudi na privatizaciju putem besplatne raspodele akcija. Preduzeće samostalno određuje koji će deo svog kapitala da privatizuje u okviru ove zakonske mogućnosti. Tačnije rečeno, postoji samo gornja granica, ali ne i donja granica. To znači da može samo minimalni deo kapitala besplatno da raspodeli - recimo 5 odsto - a može i maksimalno da iskoristi ponudjenu zakonsku mogućnost i da svih 60 kapitala besplatno raspodeli.

Kada odredi deo kapitala koji će biti privatizovan u prvom krugu, preduzeće oglasom u "Službenom glasniku SR Srbije", najmanje jednom dnevnom listu i na svojoj oglasnoj tabli poziva ovlašćena i zainteresovana lica da upišu akcije i objavljuje ostale relevantne podatke.

Ovlašćena lica su:

- sadašnji ili bivši zaposleni koji su radili na sredstvima u društvenoj ili državnoj svojini na teritoriji Republike Srbije, u preduzeću, bolnici, vojsci, u prosveti, državnoj upravi ili bilo kojoj drugoj državnoj ili društvenoj organizaciji ili instituciji i
- zemljoradnici koji su bili osigurani od 1. januara 1986. godine ili su ostali neosigurani, ali su tada imali 60 godina života (55 godina za žene).

Ovlašćena lica mogu da upisuju akcije u preduzeću u kome su radila ili u nekom drugom preduzeću. Ako upisuju akcije u preduzeću u kome su radila, imaju pravo prvenstva u odnosu na ostala lica koja nisu radila u tom preduzeću. Pojedinačna prava ovlašćenih lica prikazana su na tabeli 5.5. Za svaku godinu radnog staža ovlašćeno lice ima pravo na upis besplatnih akcija u protivvrednosti od 400 DEM

---

<sup>3/</sup> Zakon je objavljen u "Službenom glasniku Republike Srbije" br.32/97 i 10/2001.



po zvaničnom kursu na dan upisa. To znači da najviši iznos besplatnog prisvajanja akcija pripada penzionerima sa 40 godina radnog staža u dinarskoj protivvrednosti 16.000 DEM po kursu na dan upisa.

**Tabela 5.5. Pojedinačna prava u privatizaciji**

Popusti	Besplatna podela (I faza)	Prodaja (II faza)	
		sa popustom	bez popusta
Osnovni		20%	
Za svaku godinu staža	400 DEM	1%	
Najviše	16.000 DEM	6.000 DEM	25% kapitala

Ako preduzeće koje se privatizuje utvrdi da je deo kapitala koji se može koristiti za besplatnu raspodelu akcija dovoljan, pozvaće zainteresovana lica da zaključe ugovor o upisu akcija. Ako, pak, izdvojeni deo kapitala ne može da podmiri tražnju zainteresovanih lica, pravo prvenstva u punom iznosu upisanih akcija imaju lica koja su bila, ili su sada, zaposlena u preduzeću, dok se ostalim licima srazmerno smanjuje iznos upisanih akcija. Dakle, cena akcija se ne menja kada postoji višak tražnje nad ponudom, a raspoložive akcije raspodeljuju se prema pravu prvenstva.

Prvi krug privatizacije se završava zaključivanjem ugovora o besplatnom sticanju akcija. Međutim, ukupan iznos dobijenih akcija nije odmah raspoloživ za tržišne transakcije. Same akcije se fizički dobijaju u posed posle određenog roka i tek tada je moguće slobodno raspolaganje s njima. U prvoj godini dobija se 10 odsto akcija, u naredne dve godine dobija se po 20 odsto akcija, a u poslednje dve godine po 25 odsto akcija. U roku od 5 godina ugovorom stečene akcije prenose se u celini u posed vlasnika.

Inače, akcije glase na ime i mogu se prenositi samo punim indosamentom tj. upisom imena novog vlasnika na akciji i u knjizi prenosa akcija, koja se vodi u preduzeću - emitentu akcija.

### **Drugi krug: Prodaja akcija**

Deo kapitala koj je preostao posle prvog kruga besplatne podele akcija privatizuje se metodom *prodaje akcija*. Prodaja akcija može da se realizuje sa popustom i bez popusta.

Sama tehnika prodaje odvija se na isti način kao i besplatna raspodela akcija.

Lica koja su ovlašćena da u prvom krugu privatizacije besplatno dobiju određeni iznos akcija mogu da povećaju svoje učešće u privatizaciji kroz kupovinu akcija sa popustom. Osnovni popust iznosi 20 odsto i povećava se za 1 odsto za svaku godinu radnog staža. Po ovom osnovu moguće je kupiti ukupan iznos akcija čija dinarska protivvrednost ne prelazi 6.000 DEM po zvaničnom kursu na dan prodaje.

I ovde vredi pravilo o pravu prvenstva ukoliko je potražnja za kupovinom akcija veća od iznosa ponudjenih akcija na prodaju.

Ako u preduzeću ima još kapitala za prodaju, svako lice može da dodatno kupi akcije po punoj ceni, s tim da je potrebna dozvola Direkcije za procenu vrednosti kapitala za pojedinačnu koncentraciju vlasništva u visini koja prelazi 25 odsto vrednosti ukupnog kapitala preduzeća. Takvo lice se smatra *strateškim investitorom* i potrebna je dozvola da bi mogao da dobije ovu ulogu u privatizovanom preduzeću.

**Tabela 5.6. Raspodela novčanog prihoda od prodaje akcija**

Metod	Subjekti	Društvena svojina	Državna svojina
Prodaja	Fond za razvoj	50%	
	Zavod za tržište rada	25%	
	Fond PIO	25%	
	Budžet		100%
Dokapitalizacija	Preduzeće	100%	

Akcije mogu odmah u celini da se uplate, a mogu i na rate. Najduži rok uplate akcija iznosi 6 godina. Kada se akcije u celini uplate prenose se u posed novog vlasnika. Od ovog momenta on može slobodno s njima da raspolaže.

Ukoliko se zadocni s uplatom obročnih rata, produžiće se rok uplate na zahtev vlasnika akcije. Ako vlasnik akcije zadocni s uplatom i u novom roku, gubi pravo na neuplaćeni iznos akcija.

Moguće je da preduzeće putem direktne prodaje ne proda sav iznos akcija. Neprodane akcije se tada prenose na *Akcijski fond* koji ih potom prodaje na berzi. U ovom postupku cena akcija više nije fiksirana. Početnu cenu akcije određuje Akcijski fond, ali se ona kasnije može da menja. U postupku berzanske prodaje ponuda i tražnja akcija određuje njihovu tržišnu cenu.

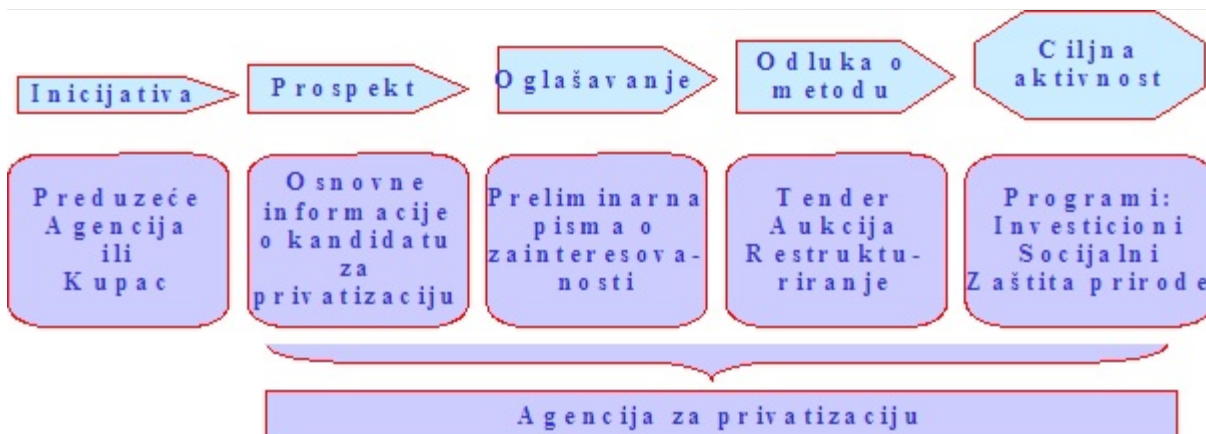
Prihod od prodatih akcija se raspodeljuje na različite korisnika, kao što to pokazuje tabela 5.6. Fond za razvoj dobija 50 odsto prihoda, Zavod za zaštitu rada 25 odsto prihoda i Fond penzijskog i invalidskog osiguranja preostalih 25 odsto prihoda. Prihod od prodaje preduzeća u državnoj svojini u potpunosti pripada budžetu države. Kada se, pak, vrši dokapitalizacija preduzeća, onda prihod od prodaje akcija ostaje u samom preduzeću.

## Eksterna prodaja akcija

Poslednji, treći model privatizacije uveden je *Zakonom o privatizaciji* 2001. godine<sup>4/</sup>. Osnov novog modela jeste prodaja kapitala (imovine) strateškom

<sup>4/</sup> Zakon je objavljen u "Službenom glasniku RS" 38/01, 18/03 i u 45/05 kada su izvršene značajne dopune.

investitoru. Do 70% kapitala se prodaje, dok se preostali deo od 30% besplatno raspodeljuje zaposlenima ili svim građanima. Kako se najveći deo kapitala preduzeća prodaje strateškom investitoru, to se ceo metod naziva *eksterna prodaja akcija*. I zaposleni u preduzeću imaju pravo da kupe akcije, samostalno ili udruženo, ali se najveći broj kupaca javlja iz redova spoljnih vlasnika.



**Slika 5.1. Postupak privatizacije.** Privatizacija započinje inicijativom za prodaju kapitala, a završava se zaključivanjem ugovora o prodaji, koji sadrži uslove prodaje i prateće programe.

Proces privatizacije je prikazan na slici 5.1. Privatizacija započinje inicijativom neke od zainteresovanih strana. To može da bude samo preduzeće čiji se kapital prodaje ili potencijalni kupac. Takodje, postupak privatizacije može da inicira i Agencija za privatizaciju jer je ceo proces privatizacije vremenski ograničen na četiri godine.

Sledeći korak se odnosi na objavljivanje prospekta. Prospekt je dokument koji sadrži osnovne podatke o preduzeću koje se privatizuje, a zasnovan je na poslednjem finansijskom izveštaju. Prospekt se objavljuje u štampi ili na televiziji.

Nakon toga potencijalni kupci izražavaju svoju nameru da učestvuju u postupku privatizacije. Na osnovu svih do tada raspoloživih informacija, Agencija za privatizaciju donosi odluku o metodi privatizacije koji može biti ili javni tender ili javna aukcija.

Zatim preduzeće koje se privatizuje donosi program privatizacije u kome mogu biti navedeni posebni uslovi vezani za buduće investiranje, socijalni program ili program zaštite prirodne okoline. Agencija za privatizaciju mora da prihvati program privatizacije pre nego se zakaže prodaja.

Ključna faza u procesu privatizacije jeste sama prodaja. Ona se obavlja putem javnog tendera ili javne aukcije. Potencijalni kupac koji ponudi najbolje uslove kupovine postaje pobednik u procesu privatizacije. Nakon te odluke Agencije za privatizaciju, sačinjava se ugovor o prodaji. Kupci koji nisu uspeali u postupku privatizacije imaju pravo žalbe ministarstvu za privatizaciju ukoliko smatraju da je prekršena procedura. Odluka ministarstva je konačna. Agencija za privatizaciju obaveštava Vladu i nadležni odbor u Narodnoj skupštini Republike Srbije o svim slučajevima privatizacije.

**Tabela 5.7. Trogodišnji efekti prodaje kapitala preduzeća (milioni evra)**

2002-04	Ponudjeno	Prodato	Uspešnost	Zaposleni	Vrednost	Cena	Investicije
Tenderi	74	39	53%	38,456	615	813	685
Aukcije	1,374	1,080	82%	100,198	581	431	120
Težište kapitala	352	223	63%	44,559	135	183	6
Ukupno	1,740	1,342	77%	183,213	1,330	1,427	811

*Bilten Agencija za privatizaciju, broj 5, decembar 2004.*

## Metode prodaje

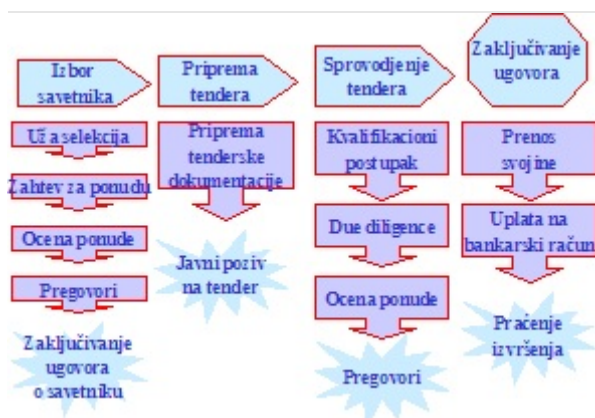
Dva su metoda prodaje preduzeća: javni tender i javna aukcija. Veća preduzeća, po pravilu, idu na tender, a manja preduzeća na aukciju. Postupci javnog tendera i javne aukcije su prikazani na slikama 5.2. i 5.3.

Postupak javnog tendera je složeniji u odnosu na javnu aukciju. On počinje izborom pravnog i/ili finansijskog savetnika, a završava se zaključivanjem ugovora o prodaji. Kod javne aukcije nema potrebe da se angažuje posebni privatizacioni savetnik.

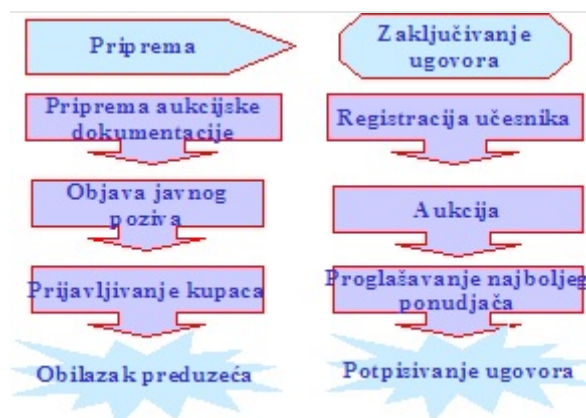
Postoje preduzeća koja ne mogu da idu na prodaju odmah, nego je potrebno prethodno da se izvrši njihovo restrukturiranje. Ono podrazumeva statusne, organizacione, kadrovske i poslovne promene na osnovu kojih je moguće naći potencijalnog strateškog investitora. Veća društvena preduzeća koja prave gubitke, imaju višak zaposlenih i velike dugove prvo idu na restrukturiranje, pa onda na privatizaciju, odnosno prodaju. Postupak restrukturiranja vodi Agencija za privatizaciju.

Sam proces restrukturiranja ima mnogo sličnih karakteristika sa stečajem, tako da ustvari on predstavlja uslovni stečaj radi privatizacije. Državni poverioci (budžet, javna preduzeća, fondovi) uslovno otpisuju svoja potraživanja, odnosno vrše otpust duga, s tim da se proporcionalno naplaćuju kasnije iz privatizacionih prihoda. I privatni poverioci mogu da otpuste svoje potraživanja na sličan način. Otpust ili otpis duga je vremenski ograničen na 18 meseci u kom periodu mora da se završi postupak prodaje preduzeća strateškom investitoru. Ukoliko se, pak, ne završi na ovaj način, otvara se formalno proces stečaja. Restrukturiranje se upisuje u registar preduzeća.

Ukoliko preduzeće ne može da se proda kao jedna celina, vrši se podela preduzeća na posebne poslovne jedinice koje mogu zasebno da se prodaju. Preduzeće može da prima subvencije iz Fonda za razvoj u toku procesa restrukturiranja da bi se finansijski konsolidovalo.



**Slika 5.2. Tender.** Kod tendera postoji četiri faze: izbor savetnika, priprema tendera, sprovođenje tendera i zaključivanje ugovora. Velika preduzeća se privatizuju putem javnog tendera.



**Slika 5.3. Aukcija.** Aukcija ima dve suštinske faze: pripremu i sprovođenje. Aukcijsku prodaju organizuje Agencija za privatizaciju. Po završetku aukcije zaključuje se ugovor o prodaji.

### Prenos kapitala bez naknade

Prenos kapitala bez naknade je dopunski metod privatizacije. Zaposleni u matičnom ili zavisnom preduzeću, radnici koji su nekada radili u preduzeću ili penzioneri imaju pravo na prenos akcija u vrednosti od €200 po godini staža, s tim da je maksimalni radni vek limitiran na period od 35 godina. Ukupna vrednost kapitala ne može da predje 30% ako je preduzeće privatizovano metodom javne aukcije ili 15% ako je preduzeće prodato na javnom tenderu.

Dve godine po završetku procesa privatizacije svi građani imaju pravo na 15% vrednosti akcija preduzeća prodatih na javnom tenderu. Zaposleni u javnim preduzećima imaju, takodje, pravo na prenos akcija bez naknade po posebnom metodu, ali ti propisi još uvek nisu doneti.

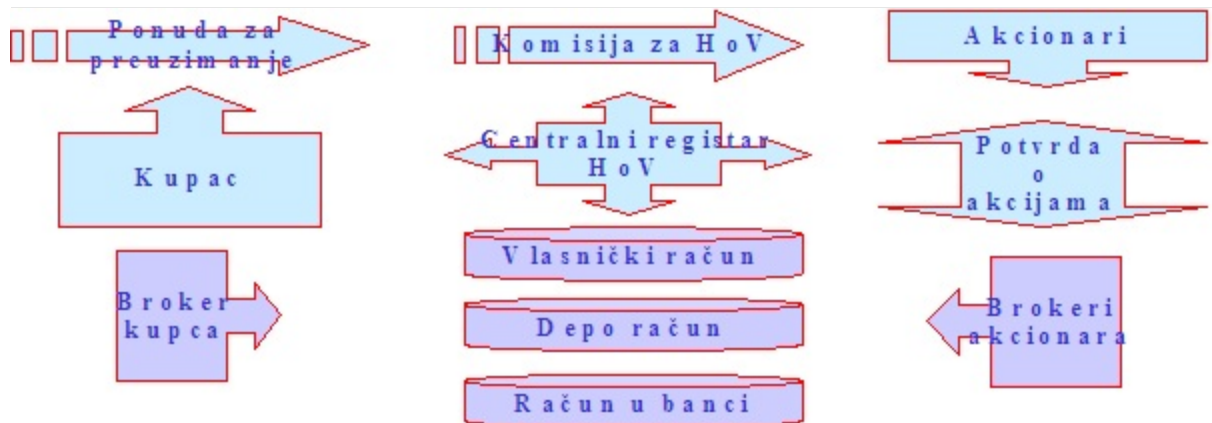
Sve ove akcije su obične akcije i glase na ime. Akcije se upisuju u privatizacioni registar akcija.

### Mali akcionari

Zaposleni koji su stekli akcije po prethodna dva modela privatizacije se nazivaju malim akcionarima. Oni imaju sva prava iz akcija. Kako u njihovim preduzećima nije bio privatizovan celokupni kapital, preostale akcije su bile prenete na Akcijski fond.

Akcijski fond nije imao pravo na upravljanje, niti je mogao da prodaje pakete akcije veće od 15% vrednosti kapitala. To je stvaralo probleme u nekim slučajevima vanberzanskog prenosa akcija na osnovu ponude za preuzimanje. Izmenama propisa, Akcijski fond je dobio pravo na upravljanje i skinuto je ograničenje za trgovanje sa akcijama. Akcijski fond raspolaže sa akcijama u oko 600 privatizovanih preduzeća, od kojih su tridesetak vrednija preduzeća. Akcijski fond ima sada pravo da proda državni paket akcija na tenderu, na berzi ili preko ponude za preuzimanje.

Sa svoje strane mali akcionari odlučuju da li će da prodaju svoje akcije na berzi ili u okviru pokrenute ponude za preuzimanje. Ponuda za preuzimanje se realizuje izvan berze i prikazana je na slici 5.4.



**Slika 5.4. Postupak preuzimanja.** Kupac pokreće postupak preuzimanja. Akcijski fond upravlja s manjinskim paketom akcija države. Mali akcionari i Akcijski fond nezavisno učestvuju u postupku. Cela transakcija se odvija izvan berze.

Ukoliko kupac želi da preuzme preduzeća koje je već potpuno privatizovano ili u njemu država ima manjinski paket akcija, on može da pokrene postupak za preuzimanje. Preko svoga brokera kupac obaveštava Komisiju za hartije od vrednosti koji paket akcija želi da kupi i pod kojim uslovima. Istovremeno u banci otvara račun i na njega polaže iznos novca koji želi da plati za kupovinu akcija.

Komisija za hartije od vrednosti daje ili odbija saglasnost i o tome izveštava Centralni registar za hartije od vrednosti. U ovom registru se vode sve akcije na odgovarajućim vlasničkim računima. Ako je Komisija za hartije od vrednosti donela pozitivno rešenje o prihvatanju ponude za preuzimanje, obaveštava kupca koji o tome obaveštava potencijalne prodavce akcija.

Akcionari koji žele da prodaju svoje akcije vade potvrde o akcijama kod Centralnog registra za hartije od vrednosti i predaju ih svojim brokerima koji ih deponuju na depo račun u Centralnom registru.

Ako je u ostavljenom roku dovoljan broj akcionara odlučio da proda svoje akcije i deponovao ih, Centralni registar proglašava da je ponuda uspeła i vrši saldiranje akcija. Sa računa u banci prebacuju su pare na račune prodavaca akcija, a kupac akcija prenosi akcije sa depo računa na svoj vlasnički račun.

Mali akcionari i Akcijski fond mogu da udruže svoje akcije i da ih prodaju kao zajednički paket akcija.

### Privatizacija uz pomoć inflacije

Sredinom 1994. godine izmenjeni su propisi (zakonska i podzakonska akta) u Srbiji na osnovu kojih je uvedena obavezna revalorizacija društvenog i deoničarskog kapitala i svih uplata

internih akcija počev od 1990. godine. Motivi za ove izmene su se nalazili u visokoj inflatornoj dobiti nastaloj u vreme hiperinflacije 1993. godine. Zbog ubrzanog rasta cena uplaćena



vrednost internih akcija daleko je zaostajala za procenjenom ili knjigovodstvenom vrednošću društvenog kapitala. Zbog toga je proces privatizacije protumačen kao nepravedan i

učinjen je pokušaj da se ispravi vrednost društvenog kapitala. Ovaj postupak je izazvao brojna neslaganja. Navešćemo neka od njih.

**Tabela 5.8. Struktura kapitala celokupne privrede**

	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Društveni kapital</b>	<b>88,8</b>	<b>79,4</b>	<b>43,5</b>	<b>81,9</b>	<b>81,8</b>
<b>Deoničarski kapital</b>	<b>6,1</b>	<b>13,4</b>	<b>16,9</b>	<b>12,5</b>	<b>12,2</b>
<b>Trajni ulozi</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Kapital inokosnih vlasnika</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>36,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Ukupno</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Jedni su ga prihvatili tvrdeći da privatizacija mora biti poštena da bi bila prihvaćena i da se ne može dozvoliti velika promena vlasništva na osnovu hiperinflacije, što su poistovećivali sa krađom. Drugi su ga osporavali tvrdeći da je na ovaj način potpuno poništena privatizacija i da je prekršen princip nepovredivosti privatne svojine, jer vlasnici akcija nisu izazvali hiperinflaciju i nisu odgovorni za nju. Ako se želi poništavanje inflatorne dobiti, to bi se moralo proširiti i na druge slučajeve (kupovina društvenih stanova ispod tržišne cene, revalorizacija kredita iz primarne emisije novca i sl.). Na drugoj strani postojali su i drugi prigovori vezani za određivanje vrednosti društvenog kapitala. Jedan broj ekonomista osporava ove procene, a i ako bi ih prihvatio, tvrdi da postojanje gubitaka značajno umanjuje tržišnu vrednost društvenih preduzeća, tako da njihovo knjigovodstveno stanje nije relevantno za jednu tržišnu privredu. Upozoravajući studente da imaju sve ove prigovore u vidu, mi ćemo navesti u tabeli 5.8.

procenu efekata privatizacije i revalorizacije koju je obavila Služba za platni promet.

Kapital inokosnih vlasnika je u 1993. godini porastao sa 3,3 odsto od ukupnog kapitala u prethodnoj godini na 36 odsto. Na drugoj strani je te godine udeo društvenog kapitala opao na 43,5 odsto, dok je prethodne godine iznosio 79,4 odsto. Ovi podaci mogu da govore o veličini inflatorne dobiti nastale u vreme kulminiranja hiperinflacije.

Efekte revalorizacije društvenog kapitala se mogu sagledati upoređivanjem ovih veličina sa odgovarajućim podacima za 1994. godinu. Tu se udeo društvenog kapitala vraća na 81,9 odsto, a udeo kapitala inokosnih vlasnika pada na 2,2 odsto. Faktički, privatizacija putem inflacije je poništena, a knjigovodstvena veličina društvenog kapitala pokazuje da se posle 5 godina proces privatizacije vraća na svoj početak. U 1995. godini vlasnička struktura kapitala se nije ništa izmenila u odnosu na prethodnu godinu.

## Kratak sadržaj

1. Tržište ne može da funkcioniše bez jasno definisanih svojinskih prava. Razmena roba podrazumeva i promet svojinskih prava na tim robama.
2. Svojina predstavlja najširu vlast na stvarima koja se sastoji iz tri grupe ovlašćenja: držanja stvari, korišćenja i raspolaganja stvarima.
3. Vlasnici preduzeća jesu njegovi rezidualni poverioci, dok su sama preduzeća vlasnici stvari sa kojima posluju. Vlasnici preduzeća nisu vlasnici osnovnih sredstava ili obrtnih sredstava, nego su samo vlasnici neto imovine preduzeća.
4. Imovina nekog preduzeća predstavlja zbir njegovih svojinskih i obligacionih prava. Imovina preduzeća je odvojena od imovine njegovih vlasnika.
5. Društvena svojina predstavlja jedan poseban oblik podeljene kolektivne svojine koji postoji samo u našoj privredi. Svojina je podeljena između zaposlenih lica u društvenim preduzećima i države.
6. Zaposleni u društvenim preduzećima imaju tri vlasnička ovlašćenja koja ne mogu da prodaju na tržištu: pravo na upravljanje preduzećem, pravo na učešće u prisvajanju dobiti preduzeća i pravo na odlučivanje o statusnim promenama preduzeća (uključujući i prodaju preduzeća).
7. Vlasnička prava države su: pravo rezidualnih poverilaca na prodatu vrednost društvenog preduzeća uz snošenje vlasničkog rizika i pravo na postavljanje uslova i ograničenja u pogledu korišćenja predmeta društvene svojine.
8. Privatizacija predstavlja pretvaranje društvene i državne imovine u privatnu imovinu.
9. Razlozi za privatizaciju su: stvaranje osnova za potpunu tržišnu privredu, poboljšanje efikasnosti privredjivanja kroz korporativno upravljanje, povećanje štednje i investicija i porast državnih prihoda.
10. Privatizacija može biti uz naknadu ili bez naknade. Društveni kapital može da se tržišno procenjuje ili da se prihvati njegova knjigovodstvena vrednost. Preduzeća mogu da se prodaju spoljnim vlasnicima ili interno da se prodaju zaposlenim licima.
11. Privatizacija do 1997.g. zasnivala se kod nas na internom akcionarstvu zaposlenih lica i na prodaji društvenog kapitala uz popuste. Posle 1997.g. osnovni metod privatizacije postaje besplatna raspodela akcija putem upisa i prodaja akcija (uz popust ili bez popusta). Od 2001.g. privatizacija se zasniva na prodaji akcija na javnom tenderu ili javnoj aukciji.
12. Odluku o privatizaciji u prvom i drugom modelu dobrovoljno su donosili zaposleni. Privatizacija u trećem modelu je obavezna.
13. Interne akcije se izdaju ili radi prikupljanja dodatnog kapitala ili radi prodaje celokupnog preduzeća. U prvom slučaju uplaćeni kapital ostaje u samom preduzeću. U drugom slučaju prodajna cena se uplaćuje na račun državnih fondova (Fond za razvoj, Penzioni fond i Fond za zapošljavanje).
14. Društveno preduzeće, takodje, može biti prodato eksternim vlasnicima, a prihod od ove prodaje ide u kasu državnih fondova.
15. Besplatna raspodela akcija u drugom modelu privatizacije se odvija u dva kruga. U prvom krugu privatizuje se do iznosa od 60 odsto kapitala preduzeća. Preostali deo kapitala se prodaje sa popustom ovlašćenim licima ili bez popusta za druga lica, odnosno za ovlašćena lica preko određene sume vrednosti akcija.
16. Prodaja akcija strateškom vlasnika je suština trećeg modela privatizacije. Privatizuje se 70% kapitala. Preostali deo od 30% kapitala se besplatno prenosi na zaposlene i sve građane. Prethodni postupci privatizacije se priznaju.
17. Velika preduzeća se prodaju na javnom tenderu. Mala preduzeća se prodaju na javnoj aukciji.
18. Preduzeća sa gubicima se restrukturiraju pre nego što se ponude na javnu prodaju. Agencija za privatizaciju vodi postupak restrukturiranja. Ceo postupak je vrlo sličan uslovnom stečaju radi

privatizacije.

**19.** Ponuda za preuzimanje preduzeća kupovinom kontrolnog paketa akcija se ostvaruje izvan berze. U

postupku učestvuju potencijalni kupac, akcionari, brokeri, Komisija za hartije od vrednosti i Centralni registar.

## Važni pojmovi

---

Svojina  
Rezidualni poverioci  
Neto imovina ili vrednost preduzeća  
Imovina pravnih lica  
Privatna svojina  
Društvena svojina  
Državna svojina  
Privatizacija  
Interno akcionarstvo

Prodaja akcija s popustom  
Dokapitalizacija  
Prodaja preduzeća  
Besplatna raspodela akcija  
Javni tender  
Javna aukcija  
Ponuda za preuzimanje  
Restrukturiranje