



POLICY ANALYSIS

RAZVOJ BERZE U  
SLUŽBI UVOĐENJA REDA U  
JAVNI SEKTOR I OZDRAVLJENJA  
JAVNIH FINANSIJA



**Evropski pokret**  
Srbija

**OKTOBAR**  
**2015**

## SADRŽAJ:

Sažetak . . . . .	.3
1. Razvoj Beogradske berze u tranzicionom periodu . . . . .	.4
2. Problemi i propuštene prilike . . . . .	.6
3. Javna preduzeća i berza . . . . .	.8
4. Zaključci i preporuke. . . . .	10
Bibliografske napomene . . . . .	13

Nenad Gujanić \*

# Razvoj berze u službi uvođenja reda u javni sektor i ozdravljenja javnih finansija

## Sažetak

---

Domaće tržište kapitala tokom tranzicije našlo se na marginama interesovanja kreatora ovdašnje ekonomske politike, te se nakon desetak godina sputanog razvoja nije previše odmaklo od samog početka. Premda je Beogradska berza tokom ove kratke tranzicione istorije imala na momente i svetlih trenutaka, suštinski nije značajnije potpomogla razvoj privrede. Neveliki doprinos berzanskog tržišta kočile su brojne anomalije koje su mahom izvirale iz nepobitne činjenice da nije postojalo previše političke volje za razvoj ovog segmenta finansijskog sistema koji ne može oskudevati u uređenosti i transparentnosti.

Bez političke volje tranzicija berzanskog tržišta je osuđena na propast s obzirom na višestruku ulogu koja država u ovim okolnostima ima. Država kao regulator, vršilac nadzora, donosilac tržišnog materijala i, u našim uslovima, većinski vlasnik Beogradske berze, svojim potezima opredeljujuće je uticala na obrise tržišta u nastajanju. Slično kao i u drugim privrednim oblastima, zakonski okvir je bio nedorečen i „tanak“ u sprovođenju, nadzor je bio odviše slab i podložan političkim pritiscima, dok se tržišni materijal u vidu akcija javnih preduzeća retko pojavljivao na berzi, jer je bio partijski plen nakon političkih izbora.

Ovakav sled događaja vodio je ruiniranju tržišta kapitala, dok s druge strane ništa bolje nisu prošla ni javna preduzeća (tačnije, poreski obveznici) koja su usled nedomaćinskog poslovanja gomilala gubitke sve do krajnje granice opstanka. Ove dubioze prenele su se i na nivo državne blagajne čijeg ozdravljenja teško može biti bez povećane efikasnosti ovih privrednih subjekata, a njihovu istinsku korporativizaciju bez razvijene berze gotovo je nemoguće postići.

Namena ovog dokumenta jeste da ukaže na sve propuštene prilike u razvoju domaćeg tržišta kapitala, i ukaže na mogućnosti da se uprkos tome ovaj deo finansijskog tržišta iskoristi u procesu korporativizacije domaćih javnih preduzeća i uvođenja reda u javne finansije.

---

\* Autor je saradnik Evropskog pokreta u Srbiji i menadžer projekta u Wise Broker

## 1. Razvoj Beogradske berze u tranzicionom periodu

Iako je istorija domaćeg berzanskog poslovanja započeta još krajem XIX veka, ova činjenica je ostala duboko u zaboravu s obzirom na kasniji višedecenijski diskontinuitet u funkcionisanju Beogradske berze. Moderno berzansko poslovanje uistinu je obnovljeno tek sa petooktobarskim promenama kada su tržišna privreda i privatna svojina pretpostavljene kao osnova koncepta domaćeg privrednog sistema. Vreme će pokazati da reosnivanje berzanskog tržišta uglavnom nije ispunilo ciljeve, gotovo u istoj onoj meri u kojoj domaća privreda nije postala u potpunosti tržišna.

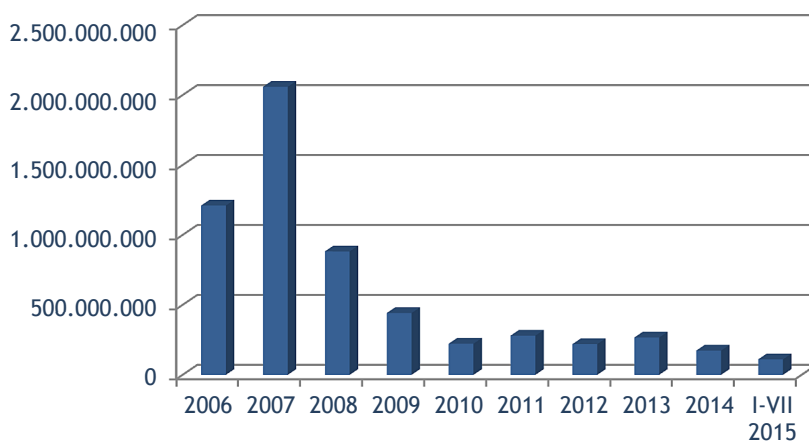
Obnavljanje Beogradske berze odvijalo se u dva pravca kada je u pitanju tržišni materijal koji se tokom tranzicionog perioda našao u ulozi predmeta trgovanja. Kao u slučaju uspostavljanja većine drugih tranzicionih berzanskih tržišta, njihov potonji razvoj je u velikoj meri određen uspostavljanjem efikasnih tržišta duga (dužničkih hartija od vrednosti) i tržišta akcija (vlasničkih hartija od vrednosti).

Obveznice stare devizne štednje bile su prvi kvalitetni finansijski instrument koji je dospelo na Beogradsku berzu i koji je predstavljao odličnu osnovu za dalji razvoj dužničkog tržišta. Ove državne dužničke hartije nastale su činjenicom da je država priznala dug državnih i paradržavnih banaka po pitanju devizne štednje, te je za izmirenje ovih obaveza emitovala obveznice sa godišnjim rokovima dospeća sve do maja 2016. godine. Nominalna vrednost emisije ovih beskuponskih hartija od vrednosti bila je 4,2 milijarde evra, a država je nizom mera pokušala da učini trgovanje ovim finansijskim instrumentima što atraktivnijim. Tako su ove hartije oslobođene svake vrste poreskog zahvatanja, a pre rokova dospeća (po nominalnoj vrednosti) su mogle biti korišćene za kupovinu akcija preduzeća u procesu privatizacije, akcija ovlašćenih banaka, stanova, poslovnog prostora, plaćanje poreza, lekova, itd.<sup>1</sup> Osim velikog značaja za postavljanje temelja finansijskog tržišta, ove obveznice su dale ogroman doprinos u vraćanju poverenja građana u finansijski sistem, pre svega u banke.

I dok su obveznice stare devizne štednje utrle put obnavljanju instituta štednih depozita,<sup>2</sup> razvoj drugih dužničkih hartija u narednom periodu je izostao. Država je u potpunosti zapostavila razvoj tržišta duga, pa je tek nemogućnost pokrivanja budžetskog deficita s izbijanjem krize, 2009. godine, dovelo do aktiviranja Trezora i emitovanja državnih zapisa i obveznica. Strategija razvoja dužničkog tržišta u potpunosti je zakazala, pa se ovim hartijama do danas ne trguje na sekundarnom tržištu, dok je razvoj tržišta obveznica gradova i opština na samom začetku i više nego neafirmisan. U skladu sa nemušt看 razvojem dužničkih hartija države, izostale su i kvalitetne korporativne obveznice dok su se sa prvim naletima krize masovnije pojavili tek kratkoročni dužnički papiri prezaduženih privrednih subjekata, ali tek u vidu lažne slamke spasa za ove kompanije sa visokim, neodrživim kamatnim stopama.

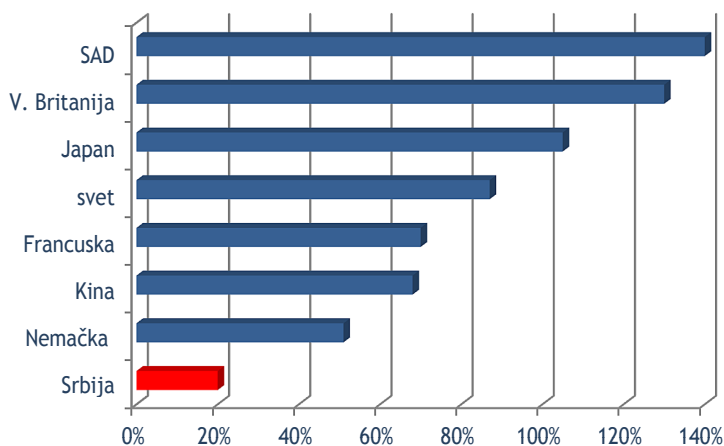
Iako je tokom devedesetih godina prošlog veka zabeležena trgovina akcijama pojedinih emitenata na Beogradskoj berzi, tek je nakon 2000. došlo do uspostavljanja uslova za ozbiljniji razvoj tržišta vlasničkih hartija od vrednosti. Kao predmet trgovanja našle su se akcije kompanija privatizovanih po Zakonu o svojoj transformaciji iz 1997. godine,<sup>3</sup> akcije kompanija privatizovanih po Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine,<sup>4</sup> te akcije banaka. Očekivano, intenzitet berzanskog trgovanja u prvo vreme nije bio na visokom nivou, organizovane su periodične aukcije da bi s vremenom došlo do velikog tehničkog i organizacionog napretka u procesu trgovine. Kompanije privatizovane po starom zakonu bile su nosilac tržišta akcija, što je bilo i logično s obzirom na prirodu ovog privatizacionog zakona. I dok je Zakon o svojoj transformaciji bio insajderskog karaktera (veliki deo vlasništva je pripao zaposlenima i građanima, što besplatno, što uz otplatu), novi Zakon o privatizaciji je bio orijentisan na pronalaženje strateškog partnera (70 odsto akcija), što je u startu destimulisalo berzansku trgovinu i ove kompanije činilo neatraktivnim sa aspekta investitora.

### Grafikon1: Godišnji promet na Beogradskoj berzi (u mil. EUR)



Izvor: Beogradska berza

### Grafikon 2: Odnos tržišne kapitalizacije i BPD-a zemlje



Izvor: MSCI, Wise Broker

Prvu fazu u razvoju tržišta akcija karakterisao je proces reprivatizacije odnosno konsolidacije vlasništva u firmama koje su status akcionarskog društva stekle krajem devedesetih. Glavni ulagači na tržištu bili su strateški investitori, pa je u tom periodu Beogradska berza više predstavljala tržište firmi nego tržište akcija. Dolazak portfeljnih investitora<sup>5</sup> usledio je u kasnijim godinama, a naročito sa velikom berzanskom pomamom u proleće 2007. godine, kada su ovi ulagači u potpunosti dominirali tržištem. Glavni investitori bili su inostrani ulagači, pre svega iz regiona (Slovenija, Austrija, Hrvatska), dok su se sve češće susretali i globalni investicioni fondovi. Simbioza veoma plitkog tržišta sa obiljem kapitala koji se u to vreme kretao po regionu doveo je domaće akcije na nivoe visoke precenjenosti, što je postalo preveliko breme za mlado i nerazvijeno berzansko tržište. Udeo u berzanskoj pomami uzeli su i domaći pojedinačni ulagači (građani), koji su mahom bili needukovani i motivisani brzom zaradom koja je u to vreme bila glavna karakteristika tržišta. Ova svojevrsna piramidalna shema svakako nije mogla dugo potrajati i da nije usledila svetska kriza 2008. godine, koja je, pak, u potpunosti ogolila sve nedostatke i anomalije domaćeg tržišta akcija. Beg inostranog kapitala sa većine tržišta u razvoju naprečac je otkrio sve slabosti Beogradske berze, a aktuelnu fazu odumiranja tržišta itekako su ubrzale brojne korporativne afere na čelu sa bankrotstvom nekolicine banaka koje su činile važan deo tržišta.<sup>6</sup>

## 2. Problemi i propuštene prilike

Nepostojanje volje kreatora ekonomske politike u pogledu razvoja berzanskog poslovanja je ključni uzrok problema domaćeg tržišta kapitala. Ova anomalija naročito dolazi do izražaja u ekonomijama koje pretenduju na prelazak sa dirigovanog na tržišni način privređivanja, s obzirom da je u ovim okolnostima delovanje državnog faktora gotovo sudbonosno. Država u svojstvu regulatora, te ponuđača tržišnog materijala, u potpunosti usmerava korišćenje potencijala tržišta, dok je na finansijskom tržištu Srbije njen značaj još veći, jer preko vlasničke strukture kontroliše samu berzu. Čak i u liberalnijim tržišnim ekonomijama država ima veliku ulogu na tržištu kapitala. U zemljama u tranziciji, njen značaj je još veći usled višestruke funkcije koju obavlja. Osim što je regulator i vršilac nadzora tržišta, ona je i glavni akter na strani ponude, kao i jedini činilac koji može ubrzati njegov razvoj.

Pitanje zakonske regulative i njene efikasne primene jedna je od najvažnijih karika neophodnih za razvoj tržišta kapitala. Zbog specifičnosti samog berzanskog trgovanja koje podrazumeva neopipljivost predmeta trgovine, transparentna, jasna i postojana zakonska regulativa naročito dobija na značaju. Nažalost, nit koja je prožimala domaće berzansko tržište tokom svih tranzicionih godina bili su slabi i porozni zakoni, ili, pak, njihova neadekvatna primena. S obzirom da domaće tržište nije imalo bogatu korporativnu praksu, tačnije, ona je bila ispresecana dugim diskontinuitetom u funkcionisanju, postavljanje jasnih, predvidljivih pravila koja će važiti za sve učesnike postavlja se kao sudbonosno pitanje.

Nepotpunom i nepreciznom regulativom, te zadržavanjem velikog dela privrede pod sopstvenom kontrolom, država je umesto povećanja inteziteta razvoja tržišta dovela do njegovog postepenog odumiranja. I dok se u početnoj fazi tranzicije nekonzistentnost privredne, privatizacione i berzanske regulative u izvesnoj meri i mogla tolerisati, postojanje sistemskih grešaka i nakon dugog niza godina teško da može naći



opravdanja kod investitora. Zakoni koji su se direktno ili indirektno ticali ambijenta domaćeg tržišta kapitala, uprkos kontinuiranim ispravkama i prepravkama još uvek nisu uspeli zaokružiti celinu procesa berzanske trgovine.

Zakon o berzama i berzanskom poslovanju<sup>7</sup> bio je prvi akt koji je pokušao da uredi berzansko poslovanje, dok su se ove materije direktno ticali i Zakon o privatizaciji<sup>8</sup> i Zakon o preduzećima.<sup>9</sup> Iako niko nije očekivao da ova delatnost bude sveobuhvatno uređena i regulisana, već u startu je usađen veliki broj nedoslednosti i neusaglašenosti među ključnim zakonima, premda je ubrzo donet Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.<sup>10</sup> Posebno pitanje bila je primena zakona, koja je od samih početaka pokazala jednu od većih anomalija domaćeg tržišta – poštovanje zakona zavisi tek od dobre volje učesnika na tržištu.

Ovo neslavno pravilo u prvih nekoliko godina razvoja berze ogledalo se pre svega u nemoći nadležnih organa da nateraju akcionarska društva, stasala putem svojinske transformacije devedesetih, da se uopšte pojave na berzi. Provizorijum u kojem su privatizovane kompanije ostajale pod „staklenim zvonom“ i pod kontrolom direktora i drugih interesnih grupa, prekinut je nepreciznim zakonskim odredbama o preuzimanju koje su nanele prvu veću štetu po berzansko tržište i ekonomiju u celini. Akcionarska društva koja ni dana nisu provela na berzanskom tržištu postajala su predmet preuzimanja, a da se pri tom prava tržišna vrednost akcija nikada nije saznala. Ove aktivnosti donele su pravu poplavu zakulisnih i špekulativnih radnji, koje su kulminirale nekolicinom velikih korporativnih afera. Najveća od njih svakako je bilo preuzimanje arandelovačke kompanije Knjaz Miloš, koje je uz veliku medijsku buru stiglo i do Skupštine Srbije i Anketnog odbora.<sup>11</sup> Na ovom primeru najbolje se videla nemoć vrhovnog regulatornog tela, Komisije za hartije od vrednosti, koje ni posle većeg broja zakonskih popravki nije zauzelo poziciju koja mu pripada na uređenim tržištima kapitala. Ova institucija, verovatno ključna za razvoj tržišta, tokom celog perioda funkcionisanja ostala je nemoćna omeđena malim ovlašćenjima, nekompetencijom i odsustvom političke volje za njen normalni rad.

Zaštita manjinskih akcionara, ključno pitanje svakog berzanskog tržišta, delimično je unapređena zakonskim okvirom iz 2006. godine,<sup>12</sup> ali su suštinske slabosti i dalje ostajale na snazi. Većinski vlasnici, bilo da su u pitanju država, domaći kapitalista ili multinacionalna korporacija, bili su kudikamo „jednakiji“ pa je poštovanje prava manjinskih akcionara ostalo tek mrtvo slovo na papiru. Sve ove nedostatke prikrila je ekspanzija tržišta, praćena snažnim rastom cena akcija u periodu 2006–2007. godine, da bi se pravo stanje stvari u potpunosti ogolilo nastupanjem svetske finansijske krize. Berzansko tržište zabeležilo je 2008. veliku negativnu korekciju, te donošenje novog zakonskog okvira 2011. godine<sup>13</sup> nije moglo značajnije promeniti situaciju. Štaviše, pojedine odredbe ovog zakonskog okvira, kao što je pravo istiskivanja manjinskih akcionara na pragu već od 90 odsto akcija, doprinela su daljem urušavanju tržišta i novom egzodusu kompanija.

I korpus institucionalnih problema nije ništa manje sputao razvoj domaćeg berzanskog tržišta. Slab uticaj Komisije za hartije od vrednosti kao vrhovnog regulatornog tela, nepostojanje jakih domaćih institucionalnih investitora, održavanje koncepta u kojem berzansko posredništvo nisu i većinski vlasnici berzanskog tržišta, stvari su koje ne mogu doprineti jačanju investicionog ambijenta. Poverenje, važna stavka svakog biznisa, u berzanskom svetu je od posebnog značaja, a bez jakih institucionalnih poluga gotovo ga je nemoguće stvoriti.

Odsustvo adekvatnog tržišnog materijala, bez pokretanja niti jedne javne ponude akcija neke od velikih kompanija u državnom vlasništvu, ostavilo je berzansko tržište odviše osiromašeno čak i u konkurenciji manjih tržišta u regionu. Skromna ponuda investicionih alternativa, što je trenutna slika Beogradske berze nakon višegodišnjeg poniranja, direktna je posledica nepostojanja državne strategije po pitanju razvoja tržišta. Verovanje da će se tržište samo po sebi razviti, te da će vlasnici inicijalno privatnih kompanija jedva dočekati da listiraju svoja preduzeća daleko je od realnog i nije se

zbilo ni u jednoj tranzicionoj zemlji. Razigravanje tržišta i uhodavanje osnovnih principa korporativne prakse direktno zavisi od delanja zastupnika državnog kapitala, dok se privatna inicijativa pojavljuje tek sa uspostavljanjem tržišta ili, u slučaju njegovog nedovoljnog razvoja, u potpunosti izostaje.

Na početku tranzicionog puta Beogradske berze, država je raspolagala obiljem kapitala koji je mogao biti uposlen u korist razvoja tržišta, ali i privrede u celini. Istina, privatizacioni proces, orijentisan na pronalaženje strateških investitora, nije nudio veliki potencijal za berzansko tržište s obzirom da su strateški partneri inicijalno postajali vlasnici 70 odsto kapitala. Ipak, značajan broj državnih preduzeća izuzet je iz procesa privatizacije, dok je vrednim manjinskim paketima akcija privatizovanih firmi upravljao državni Akcijski fond. Takođe, javni dug države mogao je biti stavljen u funkciju razvoja tržišta, ali se od lansiranja obveznica stare devizne štednje nije mnogo odmaklo.

Nepostojanje dovoljno alternativnih vidova ulaganja svakako je jedan od glavnih razloga zašto još uvek veliki deo akumuliranih sredstava domaćeg stanovništva nije u legalnim tokovima ili se nalazi u bankama po mizernim kamatnim stopama. U uslovima nerazvijenog berzanskog poslovanja ne samo da nisu promovisani interesi manjinskih akcionara niti su građani motivisani da kupuju akcije na berzi, već se za svoju sigurnost brinu i većinski vlasnici koji teže stoprocentnom vlasništvu u kompanijama kojima upravljaju. Ovaj efekat „pražnjenja tržišta“ naročito je intenziviran u poslednjih nekoliko godina, dok s druge strane u suprotnom smeru (izlazak na berzu), nakon listiranja Naftne industrije Srbije (2010) i Aerodroma „Nikola Tesla“ (2011), nije zabeležena niti jedna značajnija berzanska kotacija.

Višedecenijski period odsustva tržišne privrede ustalio je u javnosti i pogrešne principe poslovanja kompanija, dok o funkcionisanju javnih preduzeća najviše govori rasnodna strana državnog budžeta. Objavljivanje nerealnih bilansa, skrivanje dobiti, zanemarivanje interesa akcionara, poverilaca i drugih zainteresovanih strana, samo su neke od stvari na čije ispravljanje bi moglo da utiče efikasno tržište kapitala.

Svi ovi problemi osujetili su znatne pozitivne uticaje berze na samu ekonomiju, ali i društvo u celini. Osim standardnih funkcija koje tržište kapitala nudi, a to su jeftinije finansiranje privrede, alociranje kapitala na profitabilne projekte (kompanije), podsticanje tržišta kadrova (menadžera, pre svega), društvo je moglo izvući koristi i kroz: unapređenje transparentnosti u poslovanju, podsticanje građana na štednju, razvoj demokratije.

### 3. Javna preduzeća i berza

Svih ovih godina gotovo da nije bilo visokih nosilaca ovdašnje izvršne vlasti koji nisu zagovarali reformu, korporativizaciju ili transparentnije poslovanje najvećih javnih preduzeća, no u stvarnosti malo se odmaklo po tom pitanju. Glavni uzrok nesklada između ovih reči i dela leži u neiskorenjenoj partijskoj privredi odnosno moći koju političke elite i dalje crpe iz javnih preduzeća. Transparentnost koju bi kompanije zagovarale da su kotirane na tržištu, makar nedovoljno razvijenom kao što je Beogradska berza, u velikoj meri bi dovele u pitanje skrivene relacije partija i državnog dela privrede. U tako listiranim državnim kompanijama sigurno bi se i dalje zadržala partijska imenovanja direktora, ali bi tromesečni finansijski izveštaji, mogućnost uvida u





poslovne knjige i druga pitanja koja bi interesovala pojedinačne akcionare uveliko narušili postojeću idilu. Stoga i nije bilo očekivano da se u prvim tranzicionim godinama otvori pitanje ovih privrednih subjekata, te je privatizacioni zakon ostavio po strani rešavanje sudbine najvećih javnih preduzeća. Ipak ni najveći pesimisti nisu očekivali da će nedodirljivost javnih preduzeća opstati u toliko dugom vremenskom periodu, koji se u pojedinim slučajevima graniči sa totalnim urušavanjem ovih privrednih subjekata usled nedomaćinskog poslovanja.

Kruna razvoja svakog tržišta kapitala odnosno potvrda da se na berzanskom putu ide u pravom smeru dolazi sa lansiranjem inicijalnih ponuda akcija (IPO – Initial Public Offering), ali se ovaj postupak još uvek nije sproveo putem Beogradske berze. Time je ovdašnja berza svrstana u više nego uzan krug tranzicionih tržišta na kojima nije ostvarena nijedna kotacija akcija na ovaj način, tačnije nijedna kompanija nije prikupila kapital putem tržišta, što je njegova bazična funkcija. A to je moglo biti učinjeno već sa paketima akcija u posedu Akcijskog fonda, u ranoj fazi uzleta berzanskog tržišta kada su se množili portfeljni investitori. Umesto ove strategije, upravljači manjinskim paketima akcija mahom su se opredeljivali da vlasničke udele prodaju strateškim investitorima (sadašnjim ili budućim većinskim vlasnicima), čime su direktno podriivali dalji interes za ovim finansijskim instrumentima. U jeku ekspanzije tržišta (2006–2007) boljeg tajminga za lansiranje inicijalnih ponuda akcija nije bilo, što se moglo videti i na primeru berzi iz neposrednog okruženja.<sup>14</sup> Ovdašnjim kreatorima ekonomske politike strategija je bila krajnje drugačija. Tako je preuzimanje Telekomu Srpske 2006. godine ovdašnji nacionalni operater, Telekom Srbija, finansirao putem komercijalnih kredita, ne razmotrivši uopšte korišćenje bujice kapitala koja je u to vreme na berzi postojala. Ista kompanija bila je predmet razmatranja za potencijalnu inicijalnu ponudu na berzi i pre nekoliko godina, ali su problemi budžetskog deficita i istinska naklonost svake vlasti ka etatičkoj privredi ovaj proces u samoj najavi zadržali.

Prvi zakonski okvir koji je pokušao dovesti u vezu javna preduzeća i berzu bio je Zakon o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu,<sup>15</sup> ali je njegov populistički karakter već u startu prizemljio očekivanja racionalnih učesnika na tržištu. Od šest javnih preduzeća planiranih za podelu akcija građanima, dva su već na samom početku bila problematična u pogledu visine kapitala zbrisanog neefikasnim poslovanjem (Galenika i Jat Airways), dok je kredibilitet zakona dodatno urušen njegovim više nego učestalim izmenama. Pojedine, pak, odredbe su toliko rastegljivo tumačene da se, primera radi, nacionalni telekomunikacioni operater, Telekom Srbija, nije pojavio na Beogradskoj berzi ni tri godine nakon što je izvršena podela akcija.

Premda je više nego očito da istinski cilj ovog Zakona nije bio razvoj tržišta kapitala, te ostali pozitivni nus-efekti koji bi zadesili novonastala akcionarska društva, on je ipak doneo kakav-takav napredak u podizanju akcionarstva i berzanske svesti. Primer Naftne industrije Srbije, koja je bila deo ovog zakonskog okvira, pokazao je kakav bi uticaj valjana korporativna praksa mogla imati na javne finansije ove zemlje. Ne računajući sam proces privatizacije ove kompanije koji je odigran izuzetno netransparentno i putem neposredne pogodbe, ostatak razvojnog puta NIS-a mogao bi predstavljati model za korporativizaciju i drugih javnih preduzeća. Od nacionalne naftne kompanije koja je, uprkos monopolističkom položaju dovedena na rub opstanka, nastala je moderna firma čiji je doprinos budžetu (putem direktnih i indirektnih davanja, te dividende) višestruko prevazišao vreme kada je bila u stoprocentnom državnom vlasništvu. Ovakvi rezultati umnogome imaju zahvaliti uspostavljanju efikasnog korporativnog upravljanja, poslovanju pod lupom investicione javnosti i velikim investicijama koje je doneo renomirani strateški partner.

S druge strane, većina javnih preduzeća koja posluje pod kontrolom države uglavnom nastavlja lošu poslovnu praksu koja se ponajviše ogleda u negativnom doprinosu po javne finansije. Ove kompanije ne samo da ne ostvaruju pozitivno poslovanje, pa samim tim ne uplaćuju deo dobiti osnivaču, već su subvencionisane na teret budžeta bez ikakve tendencije da se rđavo stanje stvari popravi. Jasno je, ovakve kompanije

najpre zahtevaju organizaciono i finansijsko restrukturiranje kako bi uopšte mogle postati samoodrživi privredni subjekti, pa bi se tek onda moglo govoriti o podizanju njihove efikasnosti kroz korporativizaciju i berzanski mehanizam. Nagoveštaji da bi se ovi procesi mogli sprovesti kroz tutorstvo međunarodnih finansijskih organizacija bude nadu da će se stvari ipak pomeriti sa mrtve tačke pre nego što kapital ovih preduzeća i definitivno „sagori“ pod višegodišnjim teretom partijskog i nekompetentnog menadžmenta.

S obzirom da je Telekom trenutno državno preduzeće sa najboljim poslovnim rezultatima i relativno efikasnim upravljanjem, ova kompanija bi najlakše mogla utabati stazu za korporativizaciju preostalih javnih preduzeća. Uprkos tome, aktuelni model privatizacije Telekoma ponovo pretpostavlja tendersku prodaju nakon prikupljanja neobavezujućih ponuda. Model inicijalne ponude akcija očitno opet nije naišao na veću pozornost nosilaca izvršne vlasti, dok bi eventualno iskazivanje slabog interesa na tenderu ponovo otvorilo mogućnost za preispitivanje modela privatizacije. Osim što bi inicijalna ponuda akcija omogućila kompaniji da prikupi sredstva za dalji razvoj, ona bi državi kao najvećem akcionaru omogućila gradualni postupak privatizacije. U prvoj fazi, Telekom bi tržištu mogao ponuditi 20 odsto sopstvenih akcija koje se nalaze u njegovom vlasništvu, dok bi se ovom procesu država mogla pridružiti sa manjim delom svojih akcija. Ulazak portfeljnih investitora u vlasničku strukturu ove kompanije doprineo bi većoj transparentnosti poslovanja, profesionalizaciji menadžmenta i njegovoj boljoj kontroli. Ovi procesi vodili bi povećanju vrednosti kompanije, pa bi država direktno ostvarila lukrativni efekat, a uporedo bi mogla sagledavati najbolji tajming za eventualnu prodaju dela akcija ili celokupnog vlasničkog udela.

Još bolji kandidat za sprovođenje inicijalne ponude akcija, nakon okončanja restrukturiranja, mogla bi biti Elektroprivreda Srbije (EPS), s obzirom na višedecenijski trend smanjenog obima investiranja u ovoj kompaniji. Kapitalni projekti EPS-a mogli bi biti finansirani sredstvima portfeljnih investitora, budućih akcionara, što bi bilo kudikamo povoljnije od aktuelnih kreditnih aranžmana koje država mahom uspostavlja sa međunarodnim kreditorima. Razvoj energetske infrastrukture zemlje ne bi morao biti ograničen na dobijanje novih zajmova, što bi u uslovima visoke zaduženosti zemlje bilo više nego značajno, a cena tog kapitala bila bi odgovorno i kontrolisano poslovanje kompanije.

Kotacija javnih preduzeća na berzi donela bi višestruke koristi poreskim obveznicima. Njihova potpuna korporativizacija u krajnjoj liniji bi značila finansiranje razvojnih projekata putem novih emisija akcija umesto dosadašnjim skupim zajmovima. Eliminisanje poslovične zatvorenosti prema investicionoj javnosti povećala bi efikasnost u poslovanju, dok bi bolji rezultati imali direktan uticaj na visinu budžetskih prihoda. Posledično, kotacija najvećih domaćih preduzeća na tržištu stvorila bi atraktivan investicioni ambijent koji bi podstakao i lansiranje dužničkih hartija države, gradova i opština čime bi se popravilo stanje ruinirane infrastrukture.

## 4. Zaključci i preporuke

Teško se odupreti utisku da su brojne prilike za afirmaciju tržišta kapitala u Srbiji propuštene, a pojedine i nepovratno izgubljene. Nejasna strategija u pogledu transformacije planske, kvazitržišne privrede u tržišnu ekonomiju imala je pogubne efekte

i po tržište kapitala koje nakon skoro petnaest godina tranzicionog puta nije mnogo odmaklo od ranih početaka. Nizak nivo razvoja ovog alternativnog puta finansiranja došao je naročito do izražaja nakon izbijanja svetske finansijske krize kada je postalo očito da finansiranje većine privrednih subjekata i same države zavisi od banaka, dominantnih učesnika na finansijskom tržištu.

I dok gorući problemi domaće privrede (visok nivo zaduženosti, niska uposlenost, neatraktivni investicioni ambijent, visok nivo loših kredita i dr.) pitanja kao što je razvoj tržišta kapitala stavljaju duboko u drugi plan, još jedna otežavajuća okolnost stoji na putu razvoja Beogradske berze.

Proces uspostavljanja efikasnog i kvalitetnog tržišta kapitala, koje bi se zasnivalo na sigurnosti i poverenju ulagača, višegodišnji je proces koji uveliko premašuje vreme trajanja izbornog ciklusa. Stoga nije realno očekivati bilo kakve rezultate po ovom pitanju sve dok među vladajućim političkim elitama ne sazri svest o neophodnosti postojanja efikasnog tržišta kapitala mimo uskogrudih partijskih interesa. Prevazilaženje ove barijere otvorilo bi vrata za preduzimanje neophodnih aktivnosti:

**Donošenje strategije razvoja tržišta.** Prvi korak u tom smeru bi moglo biti, istina okasnelo, donošenje strategije razvoja tržišta kapitala u kojoj bi bile definisane ključne tačke koje se tiču institucionalne reforme odnosno vraćanja kredibiliteta osnovnim institucijama na tržištu kapitala.

**Institucionalne reforme.** Osim pozicioniranja Komisije za hartije od vrednosti kao istinskog vrhovnog regulatornog tela, to podrazumeva i prepuštanje berzanskog mehanizma samim berzanskim posrednicima, što je prirodno i jedino održivo stanje. Deo sveobuhvatne reforme morala bi biti i zakonska regulativa, sa posebnim naglaskom na njenu efikasnu primenu, što su procesi koji zavise i od drugih institucija neophodnih za funkcionisanje berzanskog poslovanja (efikasno pravosuđe, pre svega, što je deo evropskog puta Srbije ispunjavanjem poglavlja 23).

**Obezbeđivanje kvalitetnih finansijskih instrumenata.** Stvaranje „kostura“ efikasnog tržišta kapitala na dnevni red dovodi i pitanje tržišnog materijala koji je trenutno više nego neodgovarajući, kako po pitanju širine investicionih alternativa, tako i po pitanju kvaliteta. Ne postoji nijedna razumna prepreka da se dugoročne državne dužničke hartije Trezora odmah ne listiraju na berzi, dok bi u budućnosti takvu razvojnu putanju mogle imati i obveznice restitucije. Stvaranje tržišta državnog duga otvorilo bi vrata emisiji obveznica gradova i opština, dok bi svoje mesto na tržištu našle svakako i korporativne obveznice. S druge strane, velike državne kompanije koje ne zahtevaju finansijsko i organizaciono restrukturiranje (npr. Telekom Srbija, EPS, itd.) mogle bi postati predmet inicijalne ponude akcija na berzi, što je privatizacioni model koji bi kudikamo više koristio državi od proste tenderske prodaje. Veći broj javnih preduzeća koji zahteva svaku vrstu restruktutiranja, nakon okončanja ovog procesa, ili samostalno ili zajedno sa strateškim partnerima, mogao bi postati deo berzanskog tržišta i, što je još važnije, predmet primene valjane prakse korporativnog upravljanja.

**Podizanje kredibiliteta javnih finansija.** Ovako reformisano tržište kapitala ubrzo bi ostvarilo napredak u zadobijanju poverenja ulagača, što bi podiglo i kredibilitet i održivost javnih finansija. Građani bi pozitivne efekte sagledali kroz manje budžetske rashode, ali i kroz direktni angažman na strani pojedinačnih investitora (postojanje većeg broja investicionih alternativa koje se sada svode na štedni depozit). Postojanjem većeg broja korporacija na berzi koje bi poštovala principe korporativnog upravljanja, podigla bi se svest u domaćoj ekonomiji o načinu na koji treba da funkcionišu akcionarska društva (i ne samo ona). Fer i transparentno tržište kapitala moglo bi podstaći građane na štednju, gde bi osim njihovih samih, i nacionalna ekonomija imala velike koristi.

**Razvoj demokratskog potencijala stanovništva.** Postojanje akcionarstva i berzanske trgovine u pravom smislu povećali bi i demokratski potencijal domaćeg stanovništva promovisanjem i korišćenjem u zakonu omogućenih akcionarskih prava. Industrijska demokratija koja predstavlja gotovo preslikano funkcionisanje demokratskog, političkog sistema doprinela bi i razvoju demokratske svesti kod građana i povećanju njihove privrženosti demokratskim principima. Ovo su samo neki od pozitivnih efekata koji bi domaće tranziciono društvo osetilo da je profunkcionisala berza sa glavnim subjektima domaće ekonomije.

**Reforma penzijskog sistema.** Poseban doprinos razvijeno tržište kapitala moglo bi dati na polju reforme penzijskog sistema, koji je i dalje neodrživ uprkos nedavnom smanjenju davanja njegovim korisnicima. Istinska korporativizacija državnog dela privrede znatno bi povećala njenu vrednost, koja bi delimično mogla biti usmerena na reanimaciju iscrpljenog penzionog fonda, koji bi mogao postati nosilac vlasničkih udela u svim značajnijim akcionarskim društvima (dojučerašnjim javnim preduzećima), dok bi profesionalni menadžment vodio računa o efikasnom upravljanju ovog portfelja. Nije realno očekivati da bi ovi procesi odmah doprineli oporavku penzionog fonda, ali bi njegovo postavljanje na zdrave osnove na dug rok vodilo otklanjanju trenutne neravnoteže prihoda i rashoda.

Eliminisanjem ili ublažavanjem ključnih rashoda javne blagajne (trošak javnih preduzeća, davanja penzijskom fondu), uz povećanje prihoda efikasnijim poslovanjem privrede (ubiranje dividendi iz profitabilnih preduzeća), javne finansije bi prevalile golem korak ka ozdravljenju, što bi, u krajnjoj liniji, vodilo uspostavljanju makroekonomske stabilnosti naše zemlje.

Bibliografske  
napomene

(Endnotes)

1. Zakon o regulisanju javnog duga Savezne Republike Jugoslavije po osnovu devizne štednje građana („Službeni list SRJ”, br. 59/98, 44/99 i 53/2001).
2. Devizna štednja građana trenutno je blizu devet milijardi evra, što je teško bilo i zamisliti na početku tranzicije bankarskog sektora.
3. Zakon o svojinskoj transformaciji („Službeni list SRJ”, br. 32/97).
4. Zakon o privatizaciji („Službeni list SRJ”, br. 38/2001).
5. Investitori koji nisu zainteresovani za upravljanje kompanijom, već zaradu traže kroz dividendu i rast cene akcija.
6. Fiskalni savet je procenio da je državna intervencija za spasavanje loših banaka u periodu 2012–2014. koštala poreske obveznike oko 800 miliona evra.
7. Zakon o berzama i berzanskom poslovanju („Službeni list SRJ”, br. 90/94).
8. Zakon o privatizaciji („Službeni list SRJ”, br. 38/2001).
9. Zakon o preduzećima („Službeni list SRJ”, br. 29/96, 33/96 – ispravka, 29/97, 59/98, 74/99, 9/01 – SUS i 36/02 i „Službeni list SRJ”, 125/04).
10. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata („Službeni list SRJ”, broj 65/02 i „Službeni glasnik RS”, br. 57/03, 55/04, 45/05, 85/05 i 101/05).
11. Prva sednica Anketnog odbora održana je 10. januara 2005. godine ([www.parlament.gov.rs](http://www.parlament.gov.rs)).
12. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata („Službeni glasnik RS”, br. 47/06).
13. Zakon o tržištu kapitala („Službeni list SRJ”, br. 31/2011).
14. Vlada Hrvatske je septembra 2007. godine putem IPO-o na Zagrebačkoj berzi prodala 32,5 odsto akcija Hrvatskog Telekomu, a 25 odsto je bilo po povlašćenim uslovima namenjeno hrvatskim građanima.
15. Zakon o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu („Službeni list SRJ”, br. 123/2007, 30/2010 i 115/2014).

## *Razvoj berze u službi uvođenja reda u javni sektor i ozdravljenja javnih finansija*

Izdavač

Evropski pokret u Srbiji  
Kralja Milana 31  
Beograd  
www.emins.org

Za izdavača

Maja Bobić

Autor

Nenad Gujaničić

Urednik

Ivan Knežević, predsednik Istraživačkog foruma

Izvršni urednici

Jelena Ribač  
Aleksandar Bogdanović

Lektura i korektura

Vesna Pravdić

Dizajn i prelom

Dunja Šašić

Beograd, oktobar 2015.

*Rad Istraživačkog foruma Evropskog pokreta u Srbiji je delimično je podržan od strane Fondacije Institut za otvoreno društvo u saradnji sa Think Tank Fund programom Fondacija za otvoreno društvo. Mišljenja i stavovi izraženi u ovom radu predstavljaju stavove autora i ne odražavaju neophodno i zvanične stavove Evropskog pokreta u Srbiji, Fondacije Institut za otvoreno društvo niti Fondacija za otvoreno društvo.*