



Centar za liberalno-demokratske studije

Center for Liberal-Democratic Studies

Projekt

KORPORATIVNO U PRAVLJANJE: PET GODINA KASNIJE

nota br. 1

KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I TRANZICIJA U SRBIJI

juli 2008.

KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I TRANZICIJA U SRBIJI

Osnovna pitanja korporativnog upravljanja

Korporativno upravljanje ćemo definisati na uobičajen način, kao u Kadberijevom izveštaju:¹ 'korporativno upravljanje je sistem kojim su kompanije upravljane i nadzirane'. Na taj način je korporativno upravljanje definisano kao skup mehanizama kroz koje firma funkcioniše kada je svojina odvojena od upravljanja.

Uobičajeno shvaćeni problemi korporativnog upravljanja ne javljaju se u svakom tipu firme, već samo tamo gde postoji veći broj vlasnika i odvojenost svojine od upravljanja.

Dva su centralna pitanja korporativnog upravljanja, a njihovo i postojanje i rešavanje zavisi od strukture vlasništva u preduzeću. Sa jedne strane, u akcionarskim društvima sa disperziranom svojinom osnovna teškoća je kontrola performansi menadžera od strane spoljnih akcionara koji nemaju dovoljno moći da na njih utiču. Sa druge strane, u firmama sa malim brojem vlasnika menadžeri su obično kontrolisani od strane najvećeg/najvećih vlasnika, pa je osnovno pitanje dobrog korporativnog upravljanja kako da manjinski vlasnici onemoguće kontrolnog vlasnika/vlasnike da izvlači/e preterane koristi kroz mahinacije na štetu manjinskih vlasnika. Pogledajmo detaljnije.

Prvo pitanje je sledeće: kako obezbediti da profesionalni menadžment u preduzećima sa disperziranim vlasništvom radi u interesu vlasnika, a ne u svom sopstvenom (principal-agent problem)? Jer, vlasnici obično nisu u stanju (nisu profesionalci, nemaju dovoljno informacija) ili nemaju dovoljno interesa (poseduju malo akcija preduzeća) da valjano nadziru rad menadžmenta. Kako u takvim okolnostima – odvojenost vlasništva od profesionalnog upravljanja, disperziranost vlasništva nad modernim korporacijama – obezbediti da vlasnik ne samo ne izgubi glavnicu investicije, već i da ostvari prinos? Radi se, dakle, o pitanju poverenja investitora u korporacijski sektor, koji se pokazuje najdinamičnijim u razvijenim zemljama, ali i potencijalno rizičnim za malog ulagača.

Moguće rešenje pomenutog problema obično se traži kroz različite mehanizme koji ga mogu ublažiti. To su:

- oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju,
- usklađivanje interesa menadžmenta sa interesom korporacije i njenih vlasnika kroz podsticajne šeme nagrađivanja menadžera;
- delegiranje kontrole nad menadžmentom upravnom odboru, kao predstavniku vlasnika koji bi trebalo da donosi strateške odluke i kontroliše menadžment;
- jasno definisanje fiducijarne dužnosti menadžera prema korporaciji, praćene tužbama pred sudovima kada je menadžer prekrši;

¹ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Cadbury Report), 1992

- delimična koncentracija svojine i kontrole u rukama jednog ili par većih investitora, čime se ublažava problem koji donosi disperzija vlasništva;
- tržište kapitala, kao signalnog instrumenta za loš rad menadžmenta;
- preuzimanje firme (takeovers) od strane drugih onda kada se vrednost firme spusti ispod realne, a zbog lošeg rada uprave;
- borba za zastupničke glasove na skupštini akcionara, gde dolazi do privremene koncentracije vlasništva ili glasova kada je to potrebno;
- razne oblike zaštite manjinskih akcionara.

Nijedan od ovih mehanizama nije perfektan, ali njihova kombinacija obično donosi željene rezultate, iako ne uvek i na svakom mestu.

Drugo pitanje je sledeće: kako u preduzećima sa koncentrisanim vlasništvom obezbediti da kontrolni vlasnik ne zloupotrebljava svoju kontrolu nad firmom kako bi iz nje izvukao više nego što mu pripada (principal-principal problem)? Ovde, naime, imamo konflikt između jednog, možda većinskog vlasnika koji u potpunosti kontroliše firmu (uključujući i menadžment) i većeg broja malih akcionara koji nisu u stanju i nemaju ni interesa da se bave pokušajem suprotstavljanja akcijama većinskog vlasnika i od njega postavljenog menadžmenta.

Klasični načini zloupotrebe kontrole nad firmom na račun manjinskih vlasnika su:

- preterana zarada menadžera/kontrolnog vlasnika,
- poslovi kontrolnog vlasnika, sa njim povezanih lica ili njegove druge firme sa društvom koji su nepovoljni za društvo,
- upotreba insajderskih informacija u ličnom interesu i
- dilutiranje manjinskih paketa akcija kroz integraciju firmi.

Ta je opasnost naročito velika u zemljama kao što je Srbija, gde su i pravna i vanpravna (tržište kapitala, banke) ograničenja akcijama uprave kompanije skromna.

Postoje razni sistemi i metodi zaštite manjinskih akcionara:

- jačanje položaja manjinskih vlasnika kroz:
 - a. pravilo 'jedna akcija jedan glas', tj. nepostojanje specijalnih glasačkih privilegija koje bi posedvali pojedini vlasnici,
 - b. mogućnost sazivanja skupštine akcionara, čime bi trebalo da se omogući pokretanje akcije u vanrednim prilikama,
 - c. korišćenje kumulativnog načina glasanja² za upravni odbor, kojim se olakšava izbor predstavnika manjine,
 - d. pravo preče kupovine akcija iz nove emisije, što treba da manjinskom vlasniku omogući zadržavanje učešća u vlasništvu itd;
- jačanje unutrašnjeg upravljanja:
 - a. jačanje efikasnosti upravnog odbora,
 - b. čvrsta regulacija transakcija između povezanih lica;
- precizna regulacija konflikta interesa;
- precizna regulacija o kompenzacijama menadžmenta;

² Kod kumulativnog glasanja broj glasova kojim raspolaže svaki pojedinačni akcionar množi se sa brojem članova upravnog odbora, pa akcionar ima pravo da ukupan broj tako uvećanih glasova dodeli jednom kandidatu ili ih po svojoj volji rasporedi na više kandidata.

- mogućnost podnošenja tužbi protiv kontrolnog vlasnika za zloupotrebe, a u ime društva, pred pravosuđem sposobnim da donese pravednu odluku, uključujući načelo jednakog položaja svih akcionara;
- detaljno i pravovremeno informisanje javnosti i akcionara o poslovima kompanije;
- razvijen sistem nezavisnog oditovanja knjiga akcionarskih društava, uključujući i mogućnost vanrednih odita;
- mogućnost borbe za glasove na skupštini društva (potrebna pretpostavka je da kontrolni vlasnik nije i većinski) i slično.

Problem sa mnogim metodima zaštite manjinskih vlasnika je sledeći: što je zaštita manjine veća to su upravljačka prava većinskog vlasnika više ugrožena, što nije uvek dobro pošto ugrožava jednakost prava akcionara, odnosno demokratsko načelo jedna akcija jedan glas. Stoga je osnovni izbor i u korporacijama i, posebno, među regulatorima sledeći: kako regulisati velike aktivne akcionare, a da se dobije najbolja ravnoteža između menadžerske diskrecije i zaštite malih akcionara. Jer, najdirektniji način rešavanja principal-agent problema jeste podsticanje stvaranja velikih aktivnih vlasnika, koji bi mogli da kontrolišu menadžment u sopstvenom i interesu drugih, manjih akcionara. Međutim, time se stvara mogućnost da se dogovorom par krupnih akcionara i menadžmenta iza scene ugroze prava i interesi vlasnika sa malim blokom akcija. Zato je potrebna njihova zaštita, a to znači ograničavanje uloge krupnih akcionara, što opet vodi neželjenom širenju diskrecije menadžmenta.

Osnovne crte tranzicije 2000-2008.

Tokom poslednjih sedam-osam godina tranzicije srpsko zakonodavstvo je potpuno reformisano u pravcu uobičajenog za tržišne ekonomije. Doneti su, ranije ili kasnije, svi zakoni koji regulišu poslovanje i ekonomsku aktivnost u celini. Izvesno zakašnjenje u donošenju nekih od njih bilo je uzrokovano kako nepovoljnim političkim okolnostima u zemlji, tako i činjenicom da je privredno zakonodavstvo u pretodnom periodu (tokom 1990-tih godina) bilo u delimično reformisano i moglo je da posluži bar za neko vreme.

Tako Srbija danas ima novo ekonomsko zakonodavstvo: od finansijskih propisa, preko zakona koji regulišu registraciju firmi i stečaj, do zakona u svim drugim oblastima (porezi, carine, banke, osiguranje, računovodstvo i revizija itd), kao i novi ustav koji na moderan način okvirno reguliše osnovne ekonomske odnose.

Kvalitet ekonomskog zakonodavstva je nejednak. Postoje zakoni koji su vrlo dobro napisani (na primer, Zakon o privrednim društvima), dok ima i onih koji nisu na jednakom nivou (na primer, neki iz finansijske oblasti). Bilo je i brzine u pisanju više njih, pa se naknadno unapređuju kroz izmene i dopune.

I pored slabosti, zakoni iz ekonomske oblasti nisu osnovni problem: važnije su manjkavosti u njihovoj implementaciji. Posebno su izražene slabosti u izvršnoj vlasti i sudstvu.³

³ Detaljnije, *Reforme u Srbiji: dostignuća i izazovi*, CLDS, 2008

Pozitivne okolnosti za uspešnost tranzicije bile su dve. Prva je prilično iskustvo koje je prikupljeno tokom tranzicija koje su ranije sprovedene u istočnoevropskim zemljama i koje je moglo biti, i delimično je bilo, iskorišćeno prilikom koncipiranja i sprovođenja tranzicije. Druga je želja nekih međunarodnih finansijskih institucija, a posebno Svetske banke, da se pokažu u boljem svetlu nego ranije, pa je stoga Srbiji pružana bolja tehnička i veća finansijska podrška.

Tranziciona dinamika je imala cik-cak kretanje. Pomenuli smo izvanredan start 2001/2002. godine, kao posledicu reformskog elana, i usporavanje 2002/2003. godine, što je donela politička sfera. Tome je sledilo novo ubrzanje 2004/2005. godine, koje je rezultat pritiska MMF-a i Svetske banke, da bi tokom 2006/2007. godine nastalo usporavanje, pošto je pritisak MMF-a prestao, a državna pitanja zakomplikovala situaciju.

Velika dilema 'liberalno ili socijaldemokratski' rešena je kompromisom. Ekonomija je reformisana na pretežno liberalan način, dok je socijalna politika naglašeno korišćena kao način kompenzacije velikih gubitnika tokom tranzicije, prvenstveno onih koji izgube zaposlenje. Finansiranje ovih dosta velikodušnih davanja vršeno je dobrim delom iz privatizacionih prihoda.

Pogledajmo ukratko razvoj događaja u nekoliko važnijih oblasti. Jedan od najvažnijih zakona iz ekonomske oblasti je **Zakon o privrednim društvima**, koji je usvojen u parlamentu u novembru 2004. godine. On je potpuno moderan i odgovara tržišnoj privredi, za razliku od prethodnog Zakona o preduzećima (iz 1996), koji je polusocijalistički, sa mnogim slabim ili nedovoljno jasnim rešenjima. Osnovne odlike ovog zakona su harmonizacija sa pravom EU, kompletnost regulative, fleksibilnost i mogućnost izbora, unapređenje korporativnog upravljanja, unapređenje prava manjinskih akcionara, transparentnost otvorenih društava, tranzitni status društvenih i javnih preduzeća, usklađenost sa drugim zakonima, modernost i liberalnost.

Radno zakonodavstvo je liberalizovano 2001. godine i postalo u osnovi komplementarno sa tržišnom privredom. Poreski sistem je radikalno reformisan, a u odnosu na stari koji je imao oko 230 različitih dažbina. Posebno je uspešno uveden porez na dodatu vrednost, zarade su bitno rasterećene i poreza i doprinosa za socijalno osiguranje, a oporezivanje preduzeća zasnovano je na stopi od 10%. Poreska administracija je bitno unapređena. I finansijski sistem je restrukturiran i revitalizovan. Bankarstvo je postavljeno na zdrave osnove likvidacijom starih državnih banaka i modernom regulacijom, kao i ulaskom stranih banaka.

Tržište hartija od vrednosti je u Srbiji prevashodno mehanizam preraspodele svojinskih prava, a manje ili gotovo zanemarljivo mehanizam finansiranja sektora preduzeća i javnog sektora. Osnovni materijal trgovine su akcije iz privatizacije po zakonu iz 1997. godine. U tom procesu promene vlasništva, odnosno njegove koncentracije, važnu ulogu ima i preuzimanje. Više važnih pitanja nije dobro ili nije uopšte regulisano u Zakonu o preuzimanju (objavljivanje javne ponude, obavezujuća javna ponuda, konkurentska javna ponuda, nadzor itd).

Za sadašnju strukturu korporativnog vlasništva, koja bitno određuje i problematiku korporativnog upravljanja, odgovoran je metod privatizacije. U Srbiji je izabran donekle modifikovan model klasične prodaje. Osnovni uzrok takvog

izbora bili su dotadašnje tranziciono iskustvo drugih istočnoevropskih zemalja i iskustvo i okolnosti u samoj Srbiji. Osnovne odlike izabranog modela su bile sledeće:

Prodaja, a ne besplatna podela. Ovaj metod bio je izabran sa namerom da se pokušaju naći pravi kupci, tj. oni koji će iz privatizovanih preduzeća (ekonomskih resursa) izvući najviše. Pošlo se od uobičajenog ekonomskog rezona da da onaj ko plaća zna zašto toliko plaća i da onaj ko najviše plati najverovatnije ume da najbolje iskoristi te resurse. A to donosi efikasnost.

Prodaja kao privatizacioni metod ima i jednu slabost: obično je sporija nego alternativni sistemi, jer podrazumeva pripremu svakog preduzeća pojedinačno, a to je, posebno u okolnostima ograničenih kapaciteta državne administracije, vremenski vrlo zahtevan proces.

Prodaja strateškim investitorima. Kod ovog pitanja dilema je bila: prodaja akcija javnim upisom ili strateškom, većinskom investitoru. Pri izboru se pošlo od toga da u zemlji u tranziciji sa slabim institucijama nije svejedno da li je vlasništvo raspršeno ili koncentrisano, odnosno da u Srbiji još dugo neće biti izgrađeni oni fini mehanizmi koji obezbeđuju dobro korporativno upravljanje u u firmama čije je vlasništvo vrlo disperzirano, tako da bi prednost trebalo dati koncentrisanom vlasništvu. I vlada je, prilikom izbora privatizacionog modela, s pravom pridala veliku važnost korporativnom upravljanju u postprivatizacionom periodu, te je optirala za prodaju većinskog paketa (70%) društvenog/državnog kapitala jednom investitoru. Time je omogućeno preuzimanje pune kontrole nad privatizovanim preduzećem od strane jednog većinskog vlasnika, koji tako može, u sopstvenom interesu, upravljati preduzećem bez posebnih komplikacija. Sporedna ideja bila je da se na ovaj način olakša složen proces restrukturiranja preduzeća u postprivatizacionom periodu.

Manji deo se poklanja građanima i zaposlenima. Ipak, politički motivi su i ovom prilikom doveli do uključenja poklona u društvenom kapitalu zaposlenima i građanima Srbije, a u visini od 30% kapitala koji se privatizuje.

Konkurentski metodi prodaje. Naime, Zakon o privatizaciji predvideo je dva metoda prodaje, oba konkurentska: aukciju, za manja i slabija preduzeća, i tender, za veća i bolja, namenjena stranim investitorima. Pri tome, u oba slučaja prodaje se 70% neprivatizovanog kapitala, dok se ostatak poklanja zaposlenima i građanima. Dobro je to što među metodima prodaje ne postoji direktna pogodba između države i kupca, jer je ona, iako načelno pogodna i naizgled nužna za loša preduzeća za koja ne postoji tražnja, ipak suviše rizična sa stanovišta države pošto omogućuje, čak podstiče, korupciju. Za loša preduzeća model predviđa uređeno restrukturiranje ili stečaj.

Efekti dva skorašnja modela privatizacije po korporativno upravljanje i tržište hartija od vrednosti bili su veoma različiti. Po modelu iz 2001. godine pojavljivao se većinski vlasnik sa 70% svojine kapitala kao dominantna ličnost. Prometa akcijama tih preduzeća praktično nije bilo po privatizaciji, osim ukoliko je postojalo nešto malo akcija iz ranijih privatizacija (zakoni iz 1990. ili 1991. godine) po modelu radničkog akcionarstva. Nasuprot tome, privatizacije po modelu 1997. godine baš su dovele do disperziranog vlasništva zaposlenih, a i državnog penzijskog fonda, što je vodilo priličnoj trgovini. U stvari, praktično jedini promet akcijama na Beogradskoj berzi zasniva se na akcijama preduzeća privatizovanih po zakonu iz 1997. godine.