

UNIVERZITET SINGIDUNUM

Doktorska disertacija

PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA U SRBIJI

Kandidat
mr Branka Paunović

Beograd, 2009. godine

Komisija

- 1. Prof. dr Zoran Jeremić**
- 2. Prof. dr Milovan Stanišić**
- 3. Prof. dr Nebojša Savić**

Datum odbrane

PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA U SRBIJI

REZIME

U radu su trasirani pravci razvoja tržišta kapitala u Srbiji koji zahtevaju da se kao polazna tačka prati stanje u ovoj oblasti u svetu. Akcenat se stavlja na uvažavanje pravaca razvoja za naredni period koji su u Evropi postavljeni kao standard, a zatim se definišu domaće okolnosti i pravci privatizacije javnih preduzeća i razvoja tržišta kapitala. Ukoliko naše tržište, ostane kritično nelikvidno (bez akcija javnih preduzeća), to će imati implikacije i na njegovu sudbinu (zamiranje) i na potencijale eksternog finansiranja preduzeća. Nivo očekivane likvidnosti, uključujući privatizaciju javnih preduzeća, će uticati na formiranje kritične mase zainteresovanih investitora na strani tražnje. Znači, bez uključivanja akcija javnih preduzeća neće biti moguće razviti kvalitetno i likvidno tržište kapitala u Srbiji.

Javna preduzeća u Srbiji su raznolika, pa se i njihovo restrukturiranje i privatizacija, moraju raznoliko tretirati i tempirati. Kada je u pitanju Telekom „Srbija“, sasvim je sigurno da ovo nije dobra godina za privatizaciju i izlazak na berzu. Što se tiče takozvanih prirodnih monopola, poput „Nikola Tesla“ aerodroma, EPS-a i sl. po svemu sudeći trebalo bi još neko vreme da ostanu u većinskom državnom vlasništvu. Ne smemo zaboraviti da je svrha privatizacije, na početku svake tranzicije da se obezbedi efikasnost preduzeća, njihova profitabilnost, kao i ukupan razvoj realnog i finansijskog sektora.

Smatramo da bi u srednjem roku trebalo privatizovati većinu javnih preduzeća, koristeći mehanizme tržišta kapitala. Ova godina (2009.), ipak, nije najpogodnija za privatizaciju, jer je svetska finansijska kriza prouzrokovala pad akcija na svim berzama, a sa stanovišta EBIDA, zaduživanje je trenutno povoljnija varijanta za Srbiju od prodaje javnih preduzeća, koja bismo sada prodali znatno ispod cene.

Ključne reči: privatizacija, javna preduzeća, tržište kapitala, investicije

PRIVATIZATION OF PUBLIC ENTERPRISES IN SERBIA

SUMMARY

Directions of development of the capital market in Serbia are marked in work and they demand monitoring the situation in this area in the world as the starting point. Emphasis is put on respect of directions for the next period that are set in Europe as a standard, and then define the local circumstances and directions of the privatization of public enterprises and development of capital markets. If the market remains critically not liquid (without the action of public enterprises), this will have implications on its fate (vanishing) and the potential external financing of enterprises. The expected level of liquidity, including the privatization of public enterprises, will influence the formation of a critical mass of investors interested in demand. So, without inclusion of shares of public enterprises, it will not be possible to develop high-quality and liquid capital market in Serbia.

Public enterprises in Serbia are varied so their restructuring and privatization must be treated and timed in diverse ways. When it comes to Telekom "Srbija", it is certain that this is not a good year for privatization, and taking the stock exchange. As for the so-called natural monopolies, such as the airport "Nikola Tesla", EPS, and so on, by all odds they should have some time to remain in majority state-owned. We must not forget that the purpose of privatization, at the beginning of each transition is to ensure the efficiency of enterprises, their profitability, as well as the overall development of the real and financial sector.

We believe that in the medium term should privatize majority of public enterprises, using the mechanisms of capital markets. This year (2009), however, is not the most appropriate for privatization, because the world financial crisis caused a drop in shares on all exchanges, and from the standpoint of EBIDA, debit option is more favorable for Serbia from the sale of public enterprises, which we would have now sold well below the prices.

Key words: privatization, public enterprises, capital market, investments

SADRŽAJ

UVODNA RAZMATRANJA

PRVI DEO

PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA KAO DEO EKONOMIJE JAVNOG SEKTORA

1. JAVNA DOBRA, TIPOVI JAVNIH PREDUZEĆA I ULOGA DRŽAVE U SAVREMENOJ PRIVREDI.....	11
1.1. JAVNA DOBRA I TIPOVI JAVNIH PREDUZEĆA	14
1.2. ULOGA I ZNAČAJ SAVREMENE DRŽAVNE REGULATIVE	15
2. PRISTUPI I MODELI PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA	15
2.1. STRATEGIJA PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA.....	16
2.2. PRISTUPI PRIVATIZACIJI- SLUČAJ PO SLUČAJ (<i>The Case-By-Case</i>)	16
2.3. KONKRETNI KORACI, KOJE TREBA DA PREDUŽME SVAKA DRŽAVA/VLADA U POSTUPKU PRIVATIZACIJE VELIKIH SISTEMA	19
2.4. MODELI PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA	21
3. PRIVATIZACIJA U JAVNOM SEKTORU KAO DEO MEĐUNARODNE EKONOMSKE POLITIKE	24
3.1. PRIVATIZACIJA KAO DEO EKONOMSKE POLITIKE U EU	24
3.2. PRIVATIZACIJA KAO DEO PAKTA O STABILIZACIJI I ASOCIJACIJI	25

DRUGI DEO

ISKUSTVA U RAZVOJU TRŽIŠTA KAPITALA I PRIVATIZACIJI JAVNIH PREDUZEĆA RAZVIJENIH I TRANZICIONIH PRIVREDA – POUKE ZA SRBIJU

4. ANALIZA JAVNIH PREDUZEĆA I TRŽIŠTA KAPITALA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA.....	29
4.1. JAVNI SEKTOR U RAZVIJENIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA	29
4.2. ISKUSTVA U PRIVATIZACIJI JAVNIH PREDUZEĆA RAZVIJENIH TRŽIŠNIH PRIVREDA	30
4.2.1. Telekomunikacione kompanije sa posebnim akcentom na British Telecom (BT) , Velika Britanija.....	34
4.2.2. Energetski sektor sa posebnim akcentom na British Petroleum – Velika Britanija	38
5. ANALIZA JAVNIH PREDUZEĆA I TRŽIŠTA KAPITALA U TRANZICIONIM ZEMLJAMA-NOVIM ČLANICAMA EU	41
5.1. PRIVATIZACIJA TELEKOMUNIKACIONIH KOMPANIJA SA POSEBNIM AKCENTOM NA MATAV – MAĐARSKA.....	41
5.2. PRIVATIZACIJA KOMPANIJA U SEKTORU NAFTE I GASA SA POSEBNIM AKCENTOM NA: GASPROM- RUSIJA, MOL-MAĐARSKA I INA-HRVATSKA.....	46

TREĆI DEO

POSTUPAK PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA U SRBIJI

6. DOSADAŠNJI TOK PRIVATIZACIJE U SRBIJI.....	55
6.1. VLASNIČKE PROMENE PO ZAKONSKIM REŠENJIMA DO STUPANJA NA SNAGU ZAKONA O PRIVATIZACIJI.....	55
6.2. PRAKTIČNI ASPEKTI PRIMENE ZAKONA O PRIVATIZACIJI.....	57
7. OPŠTE NAPOMENE O PRIVATIZACIJI INFRASTRUKTURE U SRBIJI-SMERNICE ZA BUDUĆNOST	59
8. TELEKOMUNIKACIONI SISTEM SRBIJE-PRIVATIZACIJA TELEKOMA I PTT-a.....	61
8.1. RAZDVAJANJE POŠTE I TELEKOMA	61
8.2. STRATEGIJA RAZVOJA POŠTE	62
8.3. RESTRUKTURIRANJE I IZDVAJANJE SPOREDNIH DELATNOSTI.....	62
8.4. PREDLOG MODELA PRIVATIZACIJE JAVNOG POŠTANSKOG OPERATORA.....	64
8.5. PRIVATIZACIJA, FINANSIJSKA ANALIZA I POSLOVANJE PREDUZEĆA TELEKOM „SRBIJA“ A.D.	66
8.5.1. Finansijska analiza.....	66
8.5.2. Poslovanje i privatizacija.....	68
9. ENERGETSKI SEKTOR U SRBIJI	70
9.1. POZICIJA EPS-a I NIS-a MEĐU OSTALIM JAVNIM PREDUZEĆIMA U SRBIJI	70
9.2. RESTRUKTURIRANJE NAFTNE INDUSTRIJE (NIS-a) I IZBOR OPTIMALNE LOGISTIČKE KONCEPCIJE I STRATEGIJE.....	73
9.3. CENA NAFTE NA SVETSKOM TRŽIŠTU I FORMIRANJE CENE NAFTNIH DERIVATA U SRBIJI-BUDUĆE PROJEKTOVANJE	77
9.4. PREDLOG MOGUĆEG PRAVCA PRIVATIZACIJE ENERGETSKOG SEKTORA.....	80

10. JAVNA KOMUNALNA PREDUZEĆA U SRBIJI.....	82
10.1. POSTOJEĆE STANJE U OKVIRU KOMUNALNIH DELATNOSTI I ZAKONSKI OKVIRI.....	82
10.2. POSLOVANJE I PERSPEKTIVE JAVNIH KOMUNALNIH PREDUZEĆA-PRIMER GSP BEOGRAD	84
10.2.1. Analiza poslovanja GSP-a	84
10.2.2. Perspektive razvoja GSP-a	86
10.3. DUGOROČNE PROMENE U KOMUNALNIM DELATNOSTIMA I REFORMA ZAKONODAVSTVA.....	88
10.3.1. Privatizacija komunalnih delatnosti.....	88
10.3.2. Primena metoda i politika privatizacije komunalnih preduzeća	89
 ČETVRTI DEO	
MOGUĆNOSTI FINANSIRANJA JAVNIH PREDUZEĆA NA TRŽIŠTU KAPITALA	
11. MOGUĆI PRAVAC FINANSIRANJA JAVNIH PREDUZEĆA NA TRŽIŠTU KAPITALA	92
11.1. OPŠTE NAPOMENE O FINANSIRANJU PREDUZEĆA	92
11.2. POJAVLJIVANJE KOMPANIJE NA BERZI.....	92
11.3. FINANSIJSKI INSTRUMENTI KOJE KORISTE KOMPANIJE ZA FINANSIRANJE NA ORGANIZOVANOM TRŽIŠTU	94
11.4. EMITOVANJE AKCIJA U FUNKCIJI FINANSIRANJA PREDUZEĆA.....	97
11.5. NADZOR I KONTROLA U PREDUZEĆU- PROGRAMI I PROCEDURE. ZA SPROVOĐENJE STRATEGIJE.....	98
11.6. IZBOR TIMA ZA SPROVOĐENJE EMISIJE JAVNE PONUDE AKCIJA PREDUZEĆA.....	99
11.6.1. Izbor investicionog bankara.....	100
11.6.2. Izbor računovodstvene firme	101
12. PRIVATIZACIJA I FINANSIRANJE VELIKIH SISTEMA, KROZ JAVNU PONUDU AKCIJA I UTICAJ NA TRŽIŠTE KAPITALA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA	101
13. PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA I RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U ZEMLJAMA U TRANZICIJI	105
14. RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U SRBIJI I PREDSTOJEĆE PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA.....	108
15. BUDUĆE SMERNICE INVESTIRANJU – JAVNA PREDUZEĆA U SRBIJI I ZEMLJAMA U OKRUŽENJU.....	111
15.1. NAFTNE KOMPANIJE	111
15.2. TELEKOMUNIKACIJE.....	116
15.2.1. Komparativna analiza: Magyar-Mađarska, Telefonica 02 –Češka Republika i TPSA-Poljska	116
15.2.2. Analiza HT Hrvatske Telekomunikacije.....	137
15.2.3. Komparativna analiza i izračunavanje tržišnih koeficijenata za javna preduzeća u Srbiji	144
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	151
PRILOG.....	155
LITERATURA.....	162

UVODNA RAZMATRANJA

Proces tranzicije u Centralnoj i Istočnoj Evropi krajem XX veka, doveo je do promena realnog i finansijskog sistema. Reformski procesi su bili usmereni na privatizaciju, rast investicija, razvoj tržišta kapitala i sl. Međutim, Srbija se i danas suočava sa dva osnovna problema kada je u pitanju privatizacija i finansijsko tržište:

1. tržište kapitala je nerazvijeno i
2. privatizacija javnih preduzeća nije sprovedena, a ne postoji ni jasan koncept njenog sprovođenja

Budući da su ova dva pitanja povezana, **predmet** analize ovog rada je privatizacija javnih preduzeća u Srbiji, primenom mehanizma tržišta kapitala. Privatizacija nekih kompanija u Srbiji, iz javnog sektora, mogla bi se sprovesti veoma uspešno i preko tržišta kapitala, čime bi i ono dobilo značajan zamah za razvoj. Javni sektor i tržište kapitala su aktuelni problemi ali i velika enigma svih privreda, kako razvijenih tako i onih koje žele to da postanu. Analizom privatizacije javnog sektora koju prati razvoj tržišta kapitala, kako u zemalja u tranziciji tako i razvijenim zemaljama, sa posebnim akcentom na Srbiji, se želi sagledati trenutno stanje, sličnosti i razlike, kao i buduću pravcu privatizacije javnog sektora i njihov uticaj na razvoj tržišta kapitala u Srbiji. Svaka zemlja nosi posebna obeležja, međutim praksa je pokazala da se iskustva prenose sa većim ili manjim uspehom u realizaciji. Zato se u radu posebno želi istaći, da je komparativna analiza različitih iskustava i transfera znanja u ovoj oblasti neophodna.

Cilj rada je da se na osnovu teorije i međunarodnog iskustva, kao i na osnovu saznanja stečenih u toku analize odrede mogući pravci privatizacije javnih preduzeća u Srbiji, kao i dalji razvoj tržišta kapitala. Ambicija je da se stečena znanja u što većoj meri implementiraju u privatizaciji javnih preduzeća u Srbiji, kako bi se unapredio ceo proces.

Osnovna **hipoteza** od koje se polazi jeste da su javna preduzeća po svojoj prirodi neefikasna, te da je potrebna njihova privatizacija. Sledeća hipoteza jeste da se jedan broj javnih preduzeća može uspešno privatizovati koristeći mehanizme tržišta kapitala, od kojih je za njih potencijalno najznačajnija Inicijalna ponuda akcija (IPO). Sledeća hipoteza jeste da bi pojava akcija kompanija iz sektora telekomunikacija i naftne industrije, kao i nekih drugih javnih preduzeća, na Beogradskoj berzi, značajno unapredila postojeće tržište akcija u Srbiji, jer bi se na njemu pojavile najbolje kompanije, čime bi se postojeće plitko tržište proširilo i produbilo. Time bi došlo i do privlačenja velikih institucionalnih investitora, koji do sada nisu bili dovoljno zainteresovani za ovo tržište upravo iz razloga što na njemu nisu bile prisutne velike kompanije.

Stoga je cilj rada i identifikovanje kvaliteta u poslovanju kompanije i njenom tržišnom potencijalu za budućnost. I obrnuto, identifikovati nedostatke i potencijalne opasnosti u sadašnjem i budućem poslovanju kompanije, ali i sektora, grane i grupacije kojoj pripada, da bi se takvi problemi izbegli.

Da bi se to postiglo, korišćena je **komparativna metoda**, odnosno vršeno je upoređivanje pozicije javnog sektora u Srbiji u odnosu na pozicije javnog sektora u odabranim zemaljama. Za analizu su korišćeni svi javno dostupni podaci, od bilansa do izveštaja svih izabranih kompanija, informacija koje su dospele u javnost putem štampanih medija i interneta.

Primenjena metodologija zasniva se prevashodno, na „Top to Bottom“ modelu fundamentalne analize. Započinje se pregledom makroekonomskih pokazatelja u razvijenim zemljama, ZUT i Srbiji. Prelazi se na sektorsku analizu i analizu grane kojoj kotirane kompanije na berzi pripadaju, porede se međusobno na tržištu u periodu od poslednje dve, tri ili pet godina. Nakon toga se pristupa pojedinačnoj analizi svake od njih posebno i izvlače se pouke za privatizaciju javnih preduzeća u Srbiji.

Fokus na analizu akcija uslovio je da se za ključne parametre i racija izabere set pokazatelja koji akcenat stavlja na poslovne prihode i poslovne rashode, operativni profit i stavke koje su rezultat kontinuiranog poslovanja, a ne jednokratnih operacija. Zbog toga su u analizama dosta zastupljeni prihodi od prodaje (sales), zatim operativni prihodi i odgovarajuća racija. Tako je, na primer, kao jedan od ključnih racija izabrana EBITDA i EBITDA Margin, jer oni bolje odražavaju i novčani tok i profitabilnost, u kontekstu posmatranih parametara analize. Data je svuda i Du Pont analiza kao nezaobilazni set pokazatelja.

Predviđanje preokreta trenda je neodvojiva i ključna aktivnost svakog investicionog odlučivanja. Za donošenje dobrih investicionih odluka potrebno je, dakle, kvalitetno analizirati i kompaniju i tržišne trendove. Pri tome se imalo u vidu da za analizu akcija nisu primarne klasične finansijske kategorije, već prevashodno kapitalni dobitak. Stoga je izbor podataka, tržišnih i računovodstvenih veličina i indikatora, kao i ključne ocene u radu, prevashodno određen prema poslovanju izabranih kompanija. U radu, za svaku kompaniju, dati su najrelevantniji pokazatelji i akcentirani najvažniji elementi, trendovi i karakteristične pojave, kako bi se pružila analitička osnova za sagledavanje tržišnih performansi kako tržišta u celini, tako i perspektiva celih sektora i kompanija kojima one pripadaju.

Rad je strukturiran na sledeći način:

I deo: Privatizacija javnih preduzeća kao deo ekonomije javnog sektora – Prvi deo rada je teorijske prirode jer su u njemu obrađena najznačajnija pitanja vezana za privatizaciju javnih sistema, kao što su: javna dobra i tipovi javnih preduzeća, regulacija prirodnih monopola, metodi i modeli privatizacije javnih preduzeća i privatizacija javnih sistema kao deo međunarodne ekonomske politike.

II deo: Iskustva u razvoju tržišta kapitala i privatizaciji javnih preduzeća razvijenih i tranzicionih privreda - pouke za Srbiju – Drugi deo ima za cilj da analizira privatizaciju reprezentativnih javnih preduzeća iz oblasti energetike i telekomunikacija, kao i da prikaže najnoviji razvoj tržišta kapitala kod razvijenih zemalja Zapada i ZUT (naprednih tranzicionih zemalja i zemalja u neposrednom okruženju). Naša je namera da na primerima teorije i prakse ovih zemalja, potvrdimo postavljene hipoteze i izvučemo pouke za Srbiju. Cilj tranzicije je da transformiše privredu u skladu sa načelima na kojima funkcionišu moderne i visoko razvijene tržišne privrede. Stoga je izvršena i komparativna analiza iskustava ne samo tranzicionih, već i razvijenih zemalja. Osnovna pitanja koja su obrađena u poglavlju su: analiza privatizacije u oblasti telekomunikacija, sa posebnim osvrtom na British Telecom (BT); privatizacija energetskog sektora sa akcentom na British Petroleum (BP) i OMV; b) U okviru analize javnog sektora u tranzicionim zemljama i razvoja tržišta kapitala, obrađene su sledeće teme: privatizacija telekomunikacionih kompanija sa posebnim osvrtom na MATAV; energetski sektor, kompanije u sektoru nafte i gasa sa posebnim akcentom na MOL, INA i GASPROM.

III deo: Postupak privatizacije javnih preduzeća u Srbiji - Treće poglavlje je ujedno i centralni deo, sa stanovišta odgovora na temu i postavljene hipoteze u radu. Ovoj deo treba da pokaže kako i u kom pravcu treba da ide proces privatizacije javnih preduzeća u Srbiji. Isto tako, dati su predlozi metoda i modela privatizacije u komunalnoj delatnosti, sektoru energetike i telekomunikacija. Ključna pitanja u strukturi trećeg dela su: analiza dosadašnjeg toka privatizacije u Srbiji; telekomunikacioni sistem u Srbiji, privatizacija „Telekoma“ Srbije i JP PTT „Srbija“; energetska sektor u Srbiji pozicija i privatizacija NIS-a ; javna komunalna preduzeća u Srbiji privatizacija i pespektive javnih komunalnih preduzeća-primer GSP „Beograd“

IV deo: Mogućnosti finansiranja javnih preduzeća na tržištu kapitala - Četvrti deo rada je možda i najvažniji sa stanovišta odgovora na temu i osnovne hipoteze postavljene u radu. Ovaj deo treba da pokaže moguće pravce finansiranja javnih (i privatizovanih) preduzeća na tržištu kapitala, pa se zato i postavljaju kao ključna pitanja u strukturi četvrtog dela: kako finansirati preduzeće na tržištu kapitala; privatizacija velikih sistema kroz javnu ponudu akcija i uticaj na tržište kapitala u razvijenim zemljama; privatizacija javnih preduzeća i uticaj na razvoj tržišta kapitala u zemljama u tranziciji; uticaj privatizacije na razvoj tržišta kapitala u Srbiji-samo profit privlači kapital; buduće smernice investitorima na tržištu kapitala; i javna preduzeća u funkciji jačanja tržišta kapitala.

V deo: Zaključna razmatranja – Peti deo rada se bavi sumarnim rezultatima izvršene analize efekata privatizacije na razvoj tržišta kapitala u Srbiji.

Manje uspešne tranzicione zemlje, među kojima je i Srbija (privatizovano je 20 odsto kapitala Telekoma i 51 odsto NIS-a), imaju skromne rezultate u privatizaciji javnih preduzeća, ali i veoma nerazvijeno tržište kapitala i po širini i po dubini. Imajući sve to u vidu, mišljenja smo da rad tretira vrlo aktuelna pitanja tranzicije koja su od izuzetnog značaja za Srbiju koja se priprema za privatizaciju javnog sektora i reforme finansijskog sektora. Rezultati analize stoga mogu predstavljati skroman doprinos razvoju saznanja u ovoj dragocenoj ali, ipak nedovoljno istraženoj oblasti tranzicione ekonomije.

PRVI DEO
PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA KAO DEO
EKONOMIJE JAVNOG SEKTORA

1. JAVNA DOBRA, TIPOVI JAVNIH PREDUZEĆA I ULOGA DRŽAVE U SAVREMENOJ PRIVREDI

1.1. JAVNA DOBRA I TIPOVI JAVNIH PREDUZEĆA

Država može da poveća ekonomsko blagostanje vršeći dve svoje osnovne funkcije, zaštitnu i produktivnu. Cilj zaštitne funkcije je zaštita života građana, njihovih sloboda i njihove svojine. Produktivna funkcija države obuhvata proizvodnju javnih dobara. U pitanju su sva ona dobra koja se ne mogu ili teško mogu obezbediti preko tržišnog mehanizma jer poseduju specifične karakteristike.

Dve su osnovne karakteristike javnih dobara:

1. raspoloživost
2. neisključivost

Ponuda i kvalitet javnih dobara zavise od materijalnih mogućnosti države odnosno od materijalne, tehničke i kadrovske opremljenosti njenih javnih službi. Tražnja za ovom vrstom dobara je neelastična, a cene ne utiču bitno na odnose ponude i tražnje. Zbog ograničenih resursa u svakom društvu tražnja javnih dobara uglavnom prati ponudu kojoj se prilagođava. Kod javnih dobara ne postoji direktan uticaj tražnje na ponudu. Zbog toga na ponudu javnih dobara i na uspostavljanje ravnoteže manji uticaj imaju ekonomske kategorije, a veći političke odluke jedne države.

Odluke recimo u vezi s tim da li će se subvencionisati poljoprivredna proizvodnja, ulagati u nauku, ili koliko potrošiti na obrazovanje, donose se kroz politički proces. Kako možemo da objasnimo koja će se alternativa izabrati? Ekonomisti indentifikuju različite grupe koje od nekog državnog programa imaju koristi ili štetu i analiziraju podsticaje skojima su one suočene kada pokušavaju da pokrenu politički proces u cilju postizanja po sebe povoljnog ishoda. Oni takođe postavljaju pitanje kako na ishode utiče struktura državne uprave.¹ Šta određuje način na koji se biraju pravila igre? Prilikom odgovora na ova pitanja dolazi do spajanja ekonomije i politike. Međutim, ekonomisti u tu analizu unose jednu posebnu perspektivu: oni naglašavaju značaj ekonomskih podsticaja za ponašanje učesnika u političkom procesu, odnosno lični ekonomski interes u utvrđivanju krajnjih rezultata.²

Ponudu javnih dobara obezbeđuje javni sektor. U priručniku o državnoj finansijskoj statistici u izdanju MMF (Manual on Government Finance Statistice) pod javnim preduzećima podrazumevaju se privredni subjekti (korporacije) u državnom vlasništvu ili pod državnom kontrolom koja pružaju industrijska ili komercijalna dobra i usluge širokoj javnosti. Javna preduzeća mogu biti u državnom vlasništvu i pod državnom kontrolom. Vlasnik preduzeća može biti država ili privatni vlasnik ako ima sve ili većinu (preko 50 odsto) akcija ili nekog drugog oblika trajnog kapitala. Kontrola javnih vlasti se određuje kao stvaran uticaj države na tok poslovanja. Manjinsko vlasništvo države može biti kombinovano sa dominantnom državnom kontrolom. Preduzeće u privatnom vlasništvu može biti javno preduzeće ako ispunjava uslove državne kontrole i proizvodi za širi krug potrošača.³

Pravno posmatrano pojam javnog preduzeća se različito interpretira. Kontinentalno pravo (npr.

¹ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004

² Isto

³ (CEPIS-OPS-2: „Regulation of the private provision public water-related“ 2005)

Francuska) razgraničava javna preduzeća i industrijske, trgovinske usluge bez subjektiviteta javne službe. Javna preduzeća se dele na preduzeća nacionalnog i lokalnog značaja. Preduzeća koja objedinjuju delatnosti od opšteg interesa mogu se osnovati u obliku javne ustanove sa industrijskim ili trgovačkim karakterom. Za razliku od kontinentalnog pravnog sistema, u SAD su se javne službe razvijale u obliku anglosaksonske pravne tradicije (public utilities, public services). Javne službe posluju kao privredne delatnosti za koje je značajan veći ili manji stepen javnog interesa. Vlada Sjedinjenih Država neposredno se angažuje u proizvodnji nekih dobara, uglavnom onako kao što slične aktivnosti obavljaju privatne firme. Na primer i privatna i državna preduzeća proizvode i prodaju električnu energiju (najpoznatija među ovim drugim je Uprava za dolinu reke Tenisi). Federalna vlada u skladu sa Ustavom, zadužena je za upravljanje poštanskom službom kao i za štampanje novca.⁴

Znači, da bi se neko preduzeće moglo smatrati javnim potrebno je da je ispunjen najmanje jedan kriterijum, prirodni monopol, državno vlasništvo ili državna kontrola. U savremenoj ekonomskoj literaturi na zapadu za javna preduzeća koristi se termin „private company“ ili „public company“ (otvorena akcionarska društva kojima se trguje na berzi). Ovakvo shvatanje nije preporučljivo u kontekstu ovog rada. Javna preduzeća su na početku tranzicionog procesa samo jedna specifična grupa preduzeća u državnom vlasništvu. U ovom radu ćemo pod javnim preduzećima podrazumevati preduzeća koja obavljaju delatnost od opšteg interesa i u državnom vlasništvu, delimično ili potpuno. Da svojina nije primarna osobenost javnih preduzeća i u Srbiji, potvrđuje član 9. Zakona o javnim preduzećima i obavljanju delatnosti od opšteg interesa u kome se kaže da javna preduzeća „... mogu koristiti sredstva u državnoj i drugim oblicima svojine...“

Upoređujući javni i privatni sektor u različitim zemljama, vidimo da neke privredne grane često pripadaju javnom sektoru, a neke veoma retko. Poljoprivreda i trgovina na malo retko se nalaze u javnom sektoru. S druge strane u većini zemalja, bar deo radio-difuznih aktivnosti pripada pod javni sektor. Granica između javne i privatne proizvodnje vremenom se menjala. Tokom poslednjih 15 godina, mnoge evropske zemlje su transformisale javna preduzeća u privatna, kroz proces koji se naziva privatizacijom.⁵

Prihvaćeni argumenti koji idu u prilog osnivanju javnih preduzeća u državnom vlasništvu jesu:

- Postojanje privrednih grana koje imaju karakteristike prirodnog monopola.
- Javnom sektoru se pripisuju i širi socijalni ciljevi. Na primer, kroz ograničenja socijalne politike nametnute su javnim preduzećima značajne obaveze u pogledu zapošljavanja. Te obaveze se svode na poboljšanje uslova života zaposlenih, razvoj zaposlenosti i njen geografski raspored;
- Ponekad odbrambeni razlozi mogu biti opravdanje osnivanja javnih preduzeća, kada se radi o proizvodnji i distribuciji strateški važnih proizvoda.

U Srbiji u strukturi javnog sektora označene su sledeće delatnosti:

1. infrastruktura (elektroprivreda, železnički saobraćaj, PTT, radio televizija, vazdušni saobraćaj, i sl.)
2. komunalne delatnosti,
3. druge delatnosti od opšteg i strateškog značaja za Republiku Srbiju, kao i delatnosti neophodne za rad državnih organa (pojedine agencije) i organa jedinica lokalne samouprave.

Javna preduzeća objedinjuju i elemente javne službe i elemente tržišnosti. Elementi javnosti su svojstveni svim javnim službama i odnose se, pre svega, na donošenje strateških poslovnih odluka od strane države, na činjenicu da njihova dobit ili gubitak pripada celoj društvenoj

⁴ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004

⁵ Isto

zajednici i na njihovu odgovornost pred celim društvom. Elementi tržišnosti odvajaju javna preduzeća od ostalih javnih službi (obrazovanje, zdravstvo, sudstvo i sl.) i odnose se na stalnu tržišnu proveru ovih preduzeća.⁶

Teorija javnih preduzeća na Zapadu smatra da svojina nije primarna osobenost ovih preduzeća, već tu ulogu dodeljuje cenama javnih preduzeća koje su najbolji indikator kombinovanja različitih ciljeva. Ono što javna preduzeća čini drugačijim je veliki broj političkih i ekonomskih determinanti koje utiču na njihovo poslovanje, za razliku od uglavnom komercijalnih delatnosti aktivnosti privatnih preduzeća.⁷ Veoma je širok spektar političkih ciljeva koji se postavljaju pred javna preduzeća: investiranje u nerazvijene regione, održavanje zaposlenosti na veštački visokom nivou, doprinos očuvanju socijalnog mira itd. Javna preduzeća, s jedne strane, su često prinuđena da zadovoljavaju tražnju po određenoj ceni čak i ako im to stvara gubitak. S druge strane nisu suočena sa tržišnim pritiskom koji disciplinuje privatna preduzeća da smanje troškove (kao i cene) već svoje troškove mogu da prebace na poreske obveznike.

Preovlađujući ciljevi javnih preduzeća su se vremenom menjali. Istorijski posmatrano, javna preduzeća su najpre imala pretežno neekonomske ciljeve. Od njih se nije zahtevalo da ostvaruju profit. Sledio je duži period kada je preovladavalo shvatanje „ni profit ni gubitak“. Ekonomska ciljna funkcija javnog preduzeća je bila pokrivanje troškova poslovanja. Smatralo se da je dovoljno da javna preduzeća isporučuju javna dobra i obavljaju javne usluge. Kapitalne investicije su dobijane od države, a ekonomska ciljna funkcija bila je obezbeđenje proste reprodukcije. Kako su kapitalni izdatci postajali sve veći, izdvajanja preduzeća za amortizaciju mala, a mogućnosti oporezivanja skromne, to se vremenom prihvatilo stanovište da i javna preduzeća treba da ostvaruju profit.

Organizacione forme, svojinske osnove i funkcije izvršilaca javnog interesa zavise od: specifičnosti i ciljeva ostvarivanja svake javne funkcije, od istorijskih prilika i ideoloških opredeljenja društva. Javna preduzeća mogu imati sledeće pojavne oblike:⁸

1. Agencije ministarstva nisu posebno pravno lice i njihov bilans je uključen u vladin budžet, obično u vrlo složenom obliku. Primer za ovaj oblik je Agencija za privatizaciju RS, Akcijski fond i sl.
2. Javne korporacije su javno-pravne institucije sa posebnom pravnom odgovornošću, obično osnovane posebnim zakonom ili ukazom kojim se definišu prava i odgovornosti korporacije i vlade. Javne korporacije imaju karakterističan način finansiranja putem zajmova ili raspodele kapitala, i putem akcija. U Velikoj Britaniji su sve nacionalizovane industrije javne korporacije, a brojne su i u Francuskoj, Italiji i SAD.
3. Državne privatno pravne institucije osnovane u okviru kompanija koje na osnovu udela u akcijama, potpunog ili delimičnog, kontrolišu vlade. Ovaj oblik javnog preduzeća je rasprostranjen je na primer kao: Lufthans - Nemačka, Air France i Elf Aquitaine - Francuska sl.
4. Već je rečeno da se javna preduzeća između ostalog osnivaju u oblastima koje predstavljaju prirodni monopol.

U sprovođenju kontrole nad javnim preduzećem brojni su hijerarhijski nivoi: javnost, političari, javni službenici i menadžeri u javnim preduzećima. Institucije i organi nadležni za regulisanje javnih preduzeća, u različitim zemljama imaju izvesne specifičnosti. Ali u većini zemalja to su: to su parlament i njegovi organi, nadležna ministarstva, specijalizovane vladine organizacije

⁶ The Economist, 2004.

⁷ Isto

⁸ Dieter Boss, - Public Enterprise Economics, North-Holland, 2005

i agencije, sudovi i sl.⁹

Postoji nekoliko osnovnih instrumenata kojima se utiče na javna preduzeća. To su kontrola cena i tarifa, kontrola ulaska u granu kao i propisivanje standarda kvaliteta proizvoda i usluga.¹⁰ Pored toga, država može da kontroliše javna preduzeća i na brojne druge načine, kao što su: davanje saglasnosti za izbor i razrešenje direktora, predsednika i članova upravnog odbora, davanje saglasnosti na akte preduzeća kao i kontrolom izdatih hartija od vrednosti.

1.2. ULOGA I ZNAČAJ SAVREMENE DRŽAVNE REGULATIVE

Osnovna uloga države jeste da obezbedi pravni okvir u kojim će se obavljati sve privredne aktivnosti. Aktivnosti države mogu se razvrstati u četiri kategorije. To su:

- a) proizvodnja dobara i usluga;
- b) regulisanje i subvencionisanje proizvodnje;
- c) nabavke dobara i usluga, (od raketa do čišćenja ulica);
- d) preraspdelu nacionalnog dohotka, tj. pomoć (kao što je naknada za vreme nezaposlenosti i sl).¹¹

Obim, metodi i konkretni oblici državne intervencije suštinski se razlikuju među zemljama i zato nema univerzalnih rešenja primenjivih za sve zemlje. Različita su gledišta na poželjan obim i spektar funkcija državne intervencije. Jedino oko čega je postignuta saglasnost je da nauka ne može definisati optimalni obim državnog sektora, već on zavisi od konkretnih uslova svake zemlje.¹²

U razvijenim tržišnim ekonomijama, kao osnovne funkcije državne regulative mogu se izdvojiti sledeće:

1. stvaranje pravne osnove,
2. sprovođenje politike makroekonomske stabilizacije – kao centrale funkcije države
3. alokativna funkcija države – u pitanju je uticaj na raspodelu i razmeštaj resursa sa ciljem povećanja njihove efikasnosti
4. ostale aktivnosti od opšte društvenog interesa.

U tranzicionim zemljama, ekonomski sistemi su u traganju za ravnotežom pod novim uslovima poslovanja. Država treba da doprinese da se taj put skрати i učini lakšim. Kod ekonomskih subjekata koji su decenijama poslovali u ambijentu planskih privreda stvorila se „prirodna“ vezanost za državu i potreba da se ponašanje uskladi sa njenim zahtevima. Zbog toga prelazak na samostalno odlučivanje mora biti postepen proces, aktivno vođen od strane države kako bi se minimizirale negativne posledice.

Država mora doprineti stvaranju, a potom i biti garant jednakih konkurentskih uslova za sve subjekte. Na ovom polju državna politika mora biti dovoljno fleksibilna.¹³ Rezovi ne smeju biti do te mere oštri da ugroze integracione procese i uslove pad privredne aktivnosti. Od države se očekuje da doprinese stvaranju konkurentnosti i na međunarodnom planu. Međutim, otvaranje privrede treba da bude postepeno i dozirano kako ne bi uništilo domaću industriju ili je potisnulo na margine. Država treba da preduzme i mere antimonopolske politike koje treba da spreče gušenje konkurencije i zloupotrebu tržišnog položaja. Ove mere, ipak, ne smeju otići u drugu krajnost jer od njih se očekuje zaštita konkurencije, a ne konkurenata.

⁹ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004

¹⁰ Isto

¹¹ Isto

¹² Maksimović Lj: „Transformacija društvenog proizvoda- svojinski aspekti“ Ekonomske teme, 2000.

¹³ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004

U razvijenim tržišnim privredama državne funkcije se mogu grubo grupisati na: alokativnu, distributivnu, stabilizacionu i razvojnu strukturnu. U teoriji se mogu naći stavovi koji državnoj ulozi u tranzicionim ekonomijama pristupaju analogno sa njenom ulogom u razvojnim tržišnim privredama. Međutim, pre nego što postane regulator tržišne ekonomije, država u post-socijalističkim privredama mora da reguliše prelazak jednog ekonomskog sistema u drugi.¹⁴ Država u prelaznim ekonomijama ima veliki uticaj i odgovornost za sprovođenje privatizacije kao centralne faze tranzicije. Kao pokretač privatizacije, država (vlada) je osnovna institucija koja utiče na tip i brzinu privatizacije.¹⁵ U velikoj meri, od snage države zavisi uspeh privatizacionog procesa i razvoja finansijskog tržišta. Otežavajuća okolnost je što, uporedo sa svojom ulogom na polju ekonomije, države u tranziciji moraju odžavati balans na socijalnom planu, odnosno sprovođenju socijalnog programa. Tranzicioni troškovi su visoki, a njihova cena se plaća upravo na socijalnom planu. Smatra se da je za uspeh reformi ključno iznalaženje efikasne pravedne ekonomije.

2. PRISTUPI I MODELI PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA

2.1. STRATEGIJA PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA

Javna preduzeća u Srbiji organizovana su kao državna preduzeća koja su 100 odsto u državnom vlasništvu (osim Telekoma koji je 80 odsto, i NIS-a 49 odsto). Njima upravlja Republička Vlada, koja imenuje upravne odbore, dok je jedino u slučaju komunalnih delatnosti upravljanje u nadležnosti lokalnih vlasti. Iako su javna preduzeća formalno posmatrano samostalna pravna lica s visokim stepenom autonomije u donošenju poslovnih odluka, njihovo rukovođenje je veoma blisko ponašanju državne uprave. Najčešće snažan uticaj političkog faktora ispoljava se u sprovođenju eksterno i interno donetih, politički motivisanih poslovnih odluka.

U cilju definisanja strategije privatizacije javnih preduzeća u Srbiji potrebno je prethodno razmotriti postojeću organizaciju i motive za privatizaciju ovih delatnosti. Zati bi trebalo, najpre definisati strategiju privatizacije u užem smislu, što se, usled izraženih specifičnosti, odvojeno čini za svaku oblast: elektroprivredu, telekomunikacije, putnu privredu, komunalne delatnosti itd. Nakon toga se definišu metodi i postupci privatizacije, i na kraju se identifikuju najznačajniji očekivani efekti predložene privatizacije.

Postojeća organizacija javnih preduzeća u Srbiji govori da se nije vodilo puno računa o činjenici da su samo neki delovi javnih preduzeća pravi prirodni monopoli, tako da su brojne delatnosti, sa komercijalnim efektima, ostale inkorporirane u javno preduzeća. Zato, državna svojina, kao neodgovarajući svojinski oblik, ne stvara podsticaje za ekonomsku efikasnost, što je očigledno iz rezultata poslovanja većine javnih preduzeća, mada su pojedina javna preduzeća u Srbiji efikasna i profitabilna (na primer: Telekom, mešovito vlasništvo). Niska ekonomska efikasnost u javnim preduzećima posledica je i postojeće strukture grane, budući da konkurencija gotovo nigde nije uspostavljena, a postoje administrativne barijere ulaska u delatnost. Naime u određenim delatnostima konkurencija je moguća, odnosno društveno poželjna, ali je zakonom zabranjena. Nedostatak konkurencije, stvarne ili potencijalne, uklanja preostale podsticaje za ekonomsku efikasnost.

Dugogodišnje nedovoljno investiranje u Srbiji u javna preduzeća, dovelo je do zastarevanja

¹⁴ Pohl, Anderson, Claessens, and Dankov: "Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe" World Bank

¹⁵ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004

osnovnih sredstava u tim delatnostima i do njihovog tehnološkog zaostajanja. Deo elektroprivrednih kapaciteta često nije u stanju da proizvodi zbog neadekvatnog investicionog održavanja. JAT leti zastarelim avionima, rafinerija najveći ekološki zagađivač i sl. Obim ponude usluga je nedovoljan. Na primer. potrošnja električne energije, još uvek, u zimskom periodu prevazilazi mogućnosti domaće proizvodnje. Kvalitet usluga koje se pružaju u javnim preduzećima još uvek je nezadovoljavajući.

Neizvesnost za sve korisnike usluga prirodnih monopola veoma je velika. Velika je neizvesnost i za same proizvođače tj. javna preduzeća. Promene cena neregularne su i politički često motivisane, naročito u izbornim godinama. Cene ovih usluga koje su značajne za porodične budžete veštački su depresirane kako bi se očuvala popularnost vlasti, a javna preduzeća u tim delatnostima beleže finansijske gubitke.¹⁶

Efekti postojeće organizacije javnih preduzeća krajnje su nezadovoljavajući. To nameće potrebu za reformom, a ključni segment te reforme jeste privatizacija. Osnovni razlozi za privatizaciju u Srbiji, koji bi trebalo da pruže dodatne podsticaje za ekonomsku efektivnost i efikasnost jesu:

1. Uvođenje konkurencije u svim segmentima u kojima je to ekonomski opravdano.
2. Izgradnja modernog regulatornog sistema (zakonska regulativa i institucije).
3. Neminovnost restrukturiranja postojećih javnih preduzeća u procesu privatizacije, pa čak i nezavisno od same promene svojinske strukture.
4. Priliv svežeg kapitala, budući da je reč o velikim investicionim poduhvatima.
5. Kroz privatizaciju javnih preduzeća, obezbediti pristup međunarodnom tržištu kapitala.
6. Pristup znanju (know-how), uključeni su strani partneri (strateški investitori), naročito u domenu vođenja finansija, unutrašnje organizacije i međunarodnog poslovanja i dr..
7. Budući da se javna preduzeća značajno razlikuju, za svako od njih potrebno je formulisati posebnu strategiju privatizacije. U okviru svake strategije, privatizacija se manje ili više oslanja na mehanizme tržišta kapitala, opisuje se postojeće stanje, definišu se ciljevi privatizacije i daju elementi strategije za svako javno preduzeće posebno.

2.2. PRISTUPI PRIVATIZACIJI - SLUČAJ PO SLUČAJ (*The Case-By-Case*)

Svetska Banka održava jak interes u unapređenju privatizacije kao načina restrukturiranja ekonomija u tranziciji, promoviše slobodno tržište i povećava ekonomsku efikasnost. Stručnjaci Svetske Banke smatraju da je Slučaj po slučaj (*The Case-By-Case*) privatizacija, velikih (javnih) državnih preduzeća od suštinskog značaja za ekonomske reforme. Šta više smatra se, da ovaj pristup privatizaciji može doneti značajna finansijska sredstva državi, uz smanjenje ekonomskih i finansijskih rizika koje stvaraju ova preduzeća.

Program Slučaj po slučaj (*The Case-By-Case*) omogućava vladi (državi) rešenje nekih političkih pitanja, (kao što su zakoni i pitanje zaposlenih); omogućava prodaju firmi po tržišnim cenama; obezbeđuje transparentnost u procesu prodaje; i tamo gde je potrebno može dovesti menadžment i kapital iz inostranstva. Poznavanje ovog pristupa znači i dobro donet privatizacioni program i dobro sprovođenje tog programa od strane vladinih službenika koji upravljaju tim programom. Takav privatizacioni program, kao deo strukturnih reformi, ublažava budžetske probleme prodaje velikih državnih sistema. Na taj način mogu se značajno smanjiti tokovi javnih rashoda u tim preduzećima. Takođe, može doneti značajn priliv prihoda u

¹⁶ Joseph E. Stiglitz: „Ekonomija javnog sektora“, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.

državni budžet u formi planiranih prihoda od prodaje i budućih poreskih prihoda od privatizovanih firmi.¹⁷

Program Slučaj po slučaj (The Case-By-Case) privatizacije velikih sistema, se zasniva na sledećim pravilima:¹⁸

1. *Ne postoji «pravi» pristup.* Privatizacija, mora biti skrojena prema okolnostima date države i preduzeća. S obzirom da postoji više metoda i pristupa, jedino metod privatizacije zasnovan na pragmatizmu, fleksibilnosti i volji da se pokažu nova rešenja, je garancija uspešne privatizacije.
2. *Jaka politička podrška i vođstvo su od vitalnog značaja.* Privatizacija velikih sistema, mora dobiti podršku od najviših krugova u državi, sa najvišeg državnog nivoa kako bi prevazišla inerciju i otpor birokratizma i posebnih interesa.
3. *Investitori će odgovarati na solidno pripremljene transakcije.* U današnje vreme često se tvrdi da investitori (domaći ili inostrani) imaju mali interes za privatizaciju, a naročito velikih sistema. Ali, ipak došlo je do velikog upisa akcija, nakon ponude istih (u Britaniji, Latinskoj Americi, Africi (Nigerija i Senegal). Sa prvim podsticajima domaći i strani investitori biće „nestrpljivi“, da kupe preduzeća. U tom smislu države/ vlade moraju izbeći postavljanje nerealnih cena, a umesto toga preduzeće koje se privatizuje treba da vredi po tržišnoj, a ne knjigovodstvenoj vrednosti.
4. *Transparentnost i pravednost* su osnovni nivo «igre» i od suštinskog značaja za uspeh privatizacije velikih sistema.
5. *Uključenje spoljne ekspertize.* Konsultanti, a naročito finansijski savetnici treba da odigraju jasnu ulogu u privatizaciji. Mada mogu biti angažovani i domaći i strani konsultanti. Vlada ne bi trebala da okleva u angažovanju stranih eksperata za privatizaciju, investicioni bankarski konsalting, računovođe, advokati imaju osnovnu ulogu u privatizaciji ovim programom. Mnogi programi privatizacije pretrpeli su štetu, jer vlada zbog nedostatka kvalifikovanih kadrova nije mogla da upravlja procesom privatizacije.
6. *Strukturne reforme treba da budu sinhronizovane* sa privatizacijom. Vlada treba da primenjuje privatizacioni program u okruženju u kome će biti pojačane ekonomske reforme. Uključujući makroekonomsku stabilnost, trgovinsku liberalizaciju, reformu finansijskog sektora, javnog sektora i zakonodavstvo. Ako, ove reforme idu sporo privatizacija neće biti sposobna da restrukturira ekonomiju.
7. *Pred-privatizaciono restrukturiranje treba izvesti brzo i defanzivno,* treba da bude ograničeno na ojačavanje bilansne pozicije i organizacione promene, kao što su smanjenje radne snage i izdvajanje za socijalne usluge. Tehnološke promene kapitalne investicije i velike kupovine treba da budu prepuštene novim vlasnicima, a ne vladinim/državnim zvaničnicima.
8. *Programi privatizacije treba da budu atraktivni za strane investitore.* Sve države/ vlade se žestoko bore za strane investicije u privredi. Da bi vlada/država privukla strane investitore, oni moraju imati isti tretman kao i domaći investitori. Bez savremene istrajne i ofanzivne politike pri dobijanju stranih investicija, privatizacioni programi mogu doneti nedovoljne prihode, ili obeshrabriti investitore, koji obezbeđuju tržišni uspeh nove tehnologije i ekspanzije rukovođenja i upravljanja. Drugim rečima, država/vlada mora da ubedi strane investitore da neće koristiti svoju političku snagu u negativnom pravcu.
9. *Privatizacija u tranšama* ili putem kombinovane prodaje može pomoći u maksimiziranju državnih prihoda od privatizacije. Nova tržišta koja se pojavljuju

¹⁷ Welch D., Fremont O. : "The Case- by- Case, Approach to Privatization Techniques and Examples", The World Bank , Washington , no. 403.

¹⁸ Isto

mogu imati problem u apsorbovanju velikih paketa akcija odjednom. U tim slučajevima prodaja za akcije trebala bi biti podeljena na tranše i prema prethodno utvrđenom rasporedu. Kombinovane prodaje mogu povećati domaću i stranu tražnju i poboljšati upravljanje uvođenjem jakih akcionara.

10. *Vlade bi trebalo da smanje uslove vezano za privatizaciju.* Razrađeni uslovi prodaje će smanjiti vrednost i atraktivnost preduzeća i mogu ugroziti pogodbu (posao). Vlada/ država bi trebalo da utvrdi zakonske propise, kontrolu cene, analize i druge promene pre nego što dođe do prodaje.
11. *Vlade ne trba da se oslanjaju na fiksirane vremenske rokove,* mada postoji konstantan pritisak. Nerealni vremenski rokovi mogu vrlo malo, poslužiti svrsi. Jedan koristan pristup je, da u skladu sa uslovima tržišta, šta više vlada/ država treba da ima na umu da ne mogu baš sve transakcije biti uspešne, da će možda biti neopravdano odbijena ponuda i treba ponovni proces.
12. *Kampanja informisanja javnog mnjenja je od vitalnog značaja.* Mnogi uspešni privatizacioni programi su stavljali akcenat na informisanju javnosti i reklamiranju očekivanih prodaja. Posebne napore treba činiti da se informišu institucionalni investitori, da bi mogli uzeti učešće u privatizaciji.
13. *Privatni monopoli mogu biti opasniji od javnih.* Pre privatizacije prirodnih monopola vlade /države treba da restrukturiraju svoje industrije, kako bi promovisali konkurenciju koju prate jasni zakonski propisi i kredibilitet.
14. *Želja da se maksimiziraju efekti prodaje* treba da bude usklađena sa ostalim prioritetima. Mada Agencija za privatizaciju ima dužnost da prodaje državnu, društvenu imovinu po njenim fer tržišnim cenama. Ona ipak mora uskladiti svoju želju sa maksimalnim efektima od prodaje sa ostalim prioritetima kao što su širenje akcionarskog vlasništva produbljivanje domaćeg tržišta kapitala i promovisanje konkurencije.
15. *Za sprovođenje Zakona o privatizaciji nadležno je Ministarstvo za privatizaciju, i Agencija za privatizaciju, koja ministarstvu redovno podnosi izveštaj.*
16. *Zakon o privatizaciji od pomoći je, ali nije uvek najvažniji.* Države sa nekim građanskim tradicionalnim zakonima teže da pristupe privatizaciji pripremajući opšti privatizacioni zakon. Takvi zakoni definišu pravila privatizacionog programa i uvode i ovlašćuju institucije koje će ih sprovoditi. U prilog tome navešćemo primer Velike Britanije. Kao zemlje sa tradicijom običajnog prava, a koja je neke privatizacije sprovodila bez privatizacionog zakona, a koristila taj zakon samo tamo gde je bilo neophodno. Dok, zemlje sa slabijim institucijama i slabijom skalom zakona mogu da ne budu u mogućnosti da obezbede transparentnost privatizacije bez striktnog pridržavanja zakona o privatizaciji. Takve zemlje trebalo bi da naprave nacrt zakona o privatizaciji koji jasno definiše sam postupak privatizacije.

Razvijene zemlje podržavaju i primenjuju britanski model The Case–By–Case privatizacije. Taj program se primenjuje od 1978. godine, a do sada u svetu je doneo milijarde dolara prihoda od privatizacije velikih državnih preduzeća, na taj nači privatizovani su elektroenergetski sistemi, vodovodne kompanije i u najskorije vreme železnica. Britanski model The Case–By–Case privatizacije velikih sistema koriste i zemlje Centralne i Istočne Evrope, kao i neke zemlje Latinske Amerike. ZUT pomerene su od svojih početnih privatizacionih programa malih preduzeća i masovne vaučerske privatizacije i krenule sa The Case–By–Case privatizacijom velikih i srednjih infrastrukturnih kao i velikih strateških preduzeća.¹⁹

Dolazimo do zaključka, da je većina privatizacionih programa u svetu bila sprovedena ovim programom. U suštini The Case–By–Case programi teže da povećaju efikasnost, izlože

¹⁹ Welch D., Fremond O. : "The Case- by- Case, Approach to Privatization Techniques and Examples", The World Bank , Washington , no. 403.

državno preduzeće tržišnoj disciplini, promovišu šire akcionarsko vlasništvo i preduzetništvo, smanje državni uticaj u ekonomiji i ojačaju konkurenciju, oslabe monopole, razviju domaće tržište kapitala, i smanje budžetske deficite i javne i spoljne dugove.

2.3. KONKRETNI KORACI, KOJE TREBA DA PREDUZME SVAKA DRŽAVA/VLADA U POSTUPKU PRIVATIZACIJE VELIKIH SISTEMA

Početak privatizacije (priprema) počinje identifikacijom preduzeća, kandidata za privatizaciju od strane vlade odnosno države. Drugi korak je kompletiranje studije o izvodljivosti i donošenje odluke o opciji privatizacije i prodaje i treći korak je pokretanje prodaje preduzeća. Znači, priprema kreće, prepoznavanjem kandidata za privatizaciju po kriterijumima državnih ciljeva privatizacije i zakonskih okvira. U najmanju ruku ovi kriterijumi treba da budu postavljeni tako da se zna šta treba da bude privatizovano, a šta treba da ostane pod državnom upravom. Na primer, načelni test bio bi, da li je to državno preduzeće od ključnog značaja za državu, odnosno da li postoji potreba za državnim vlasništvom, ili da li postoji potreba za tim proizvodima. To znači, da ona preduzeća koja obavljaju čiste državne funkcije neće biti kandidati za privatizaciju. Kada se završi identifikovanje preduzeća vlade prave listu koja preduzeća će preći u drugu etapu, izradu feasibility study.²⁰ Pošto identifikuje kandidata vlada će shvatiti da neka državna preduzeća imaju komercijalne potencijale. I na kraju, sprovođenje prodaje gde vlada/država i njeni savetnici realizuju prodaju putem javne ponude (preporučuje se tender za glavnu delatnost i aukcija za sporednu). Sada ćemo konkretne korake,²¹ koje vlada/država treba da preduzme u postupku privatizacije velikih sistema, prikazati šematski (šema 2.3.1. – konkretni koraci).

Prva faza – biti spreman, podrazumeva inicijativu i mogućnost subjekta da uđe u postupak privatizacije, znači potrebno je identifikovati preduzeća odnosno subjekte privatizacije. *Stepen drugi*-država / vlada mora da odredi kriterijume kojima će se rukovoditi prilikom identifikacije subjekta. Potrebno je precizno definisati, velika preduzeća po kriterijumu kapaciteta, broja radnika i sl. Nakon toga treba utvrditi da li preduzeće ima cenu za državu, jer postoje preduzeća koja su od vitalnog značaja za državu, kao što su neka javna preduzeća u oblasti energetike ili na primer preduzeća u vojnom sektoru.

²⁰ Welch D., Fremont O. : "The Case- by- Case, Approach to Privatization Techniques and Examples", The World Bank , Washington , no. 403.

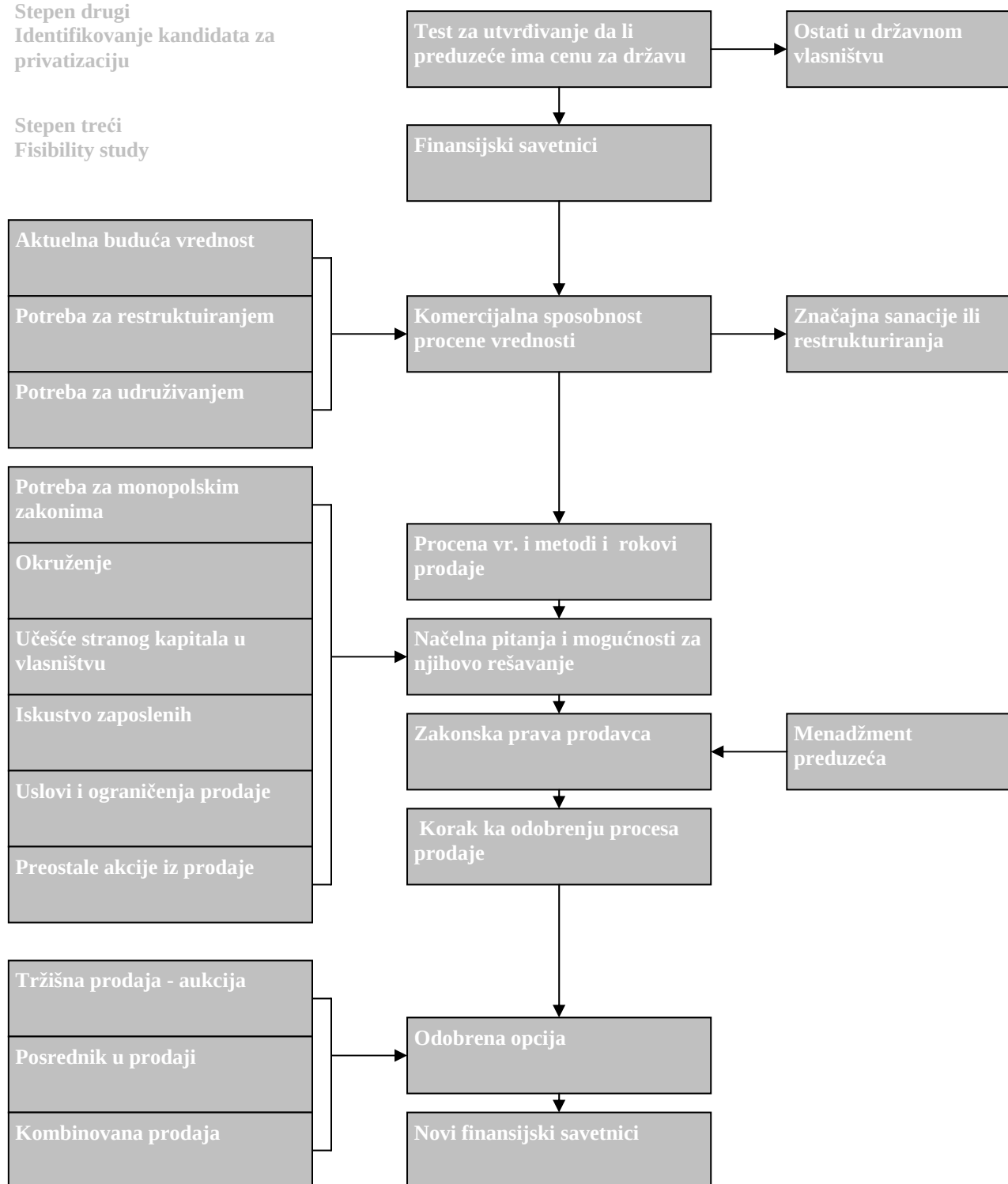
²¹ Isto

Šema 2.3.1. Koraci u privatizaciji velikih sistema

Prva faza – biti spreman

Stepen drugi
Identifikovanje kandidata za
privatizaciju

Stepen treći
Fisibility study



Izvor: Welch D., Fremond O. : "The Case- by- Case, Approach to Privatization Techniques and Examples", The World Bank , Washington , no. 403.

Stepen treći – kada se precizno identifikuje kandidat za privatizaciju, pristupa se izradi fisibility study i odabiru finansijskih savetnika. Praksa je pokazala da je poželjno da to budu strani eksperti koji su radili na projektima međunarodnih institucija. Fisibility study sadrži tri dela. Prvi uvodni deo sadrži definisanje potrebe za restrukturiranjem i udruživanjem kao i aktuelne buduće vrednosti. Drugi centralni deo studije definiše potrebu za monopolskim zakonima, okruženje, nivo stranog učešća u vlasništvu, iskustvo zaposlenih, uslove i ograničenja prilikom prodaje, i moguće preostale akcije iz prodaje. Na osnovu toga, donosi se odluka o metodu procene vrednosti kapitala, roku prodaje i odobravanju procesa prodaje. Na kraju pristupa se komercijalnoj prodaji, odnosno aukciji ili tenderu uz prisustvo odabranog posrednika u prodaji, najčešće je to Agencija za privatizaciju.

2.4. MODELI PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA

Privatni investitori su zainteresovani za ulaganja u delatnosti koje obavljaju javna preduzeća, naročito u telekomunikacije, elektroprivredu i sl. U svetlu ovih novih okolnosti, pokazalo se, da privatizacijom se stiču sledeće prednosti:

- promena svojinskih prava stvara podsticaj za povećanje efikasnosti postojećih i novih resursa.
- privatizacija je pogodan način za privlačenje novih investicija
- uspešno sprovedena privatizacija, omogućava razvoj tržišta kapitala kao i transfer znanja u domenu marketinga, finansija i sl.

Imajući u vidu navedene povoljnosti, nije neuobičajeno da je privatizacija javnih preduzeća, kako u razvijenim tako i privredama u tranziciji, postala neophodan proces. Istraživači Svetske banke su zaključili da su privatizacije prirodnih monopola (javnih preduzeća) u izabranim razvijenim zemljama i zemljama u tranziciji dovele do uvećanja društvenog bruto proizvoda, razvoja tržišta kapitala itd.²²

Postoje osnovni modeli privatizacije javnih preduzeća:²³

1. ugovor o upravljanju i ugovaranje usluga,
2. ustupanje postrojenja,
3. koncesija i
4. privatizacija kapitala preduzeća.

Prva tri modela predstavljaju različite načine uključivanja privatnog kapitala u infrastrukturne delatnosti pri čemu ne dolazi do privatizacije državnog kapitala u javnim preduzećima. Zbog toga se oni ne mogu koristiti kao osnovni već isključivo kao pomoćni modeli privatizacije javnih preduzeća.

Ugovorom o upravljanju javnim preduzećima, novi menadžment se obavezuje da će postići definisane ugovorom poslovne rezultate. S druge strane, država se istim ugovorom obavezuje da će novom menadžmentu preduzeća obezbediti slobodu odlučivanja. Ugovori ovog tipa, najčešće se sklapaju na period od tri do pet godina. Osnovna ideja primene ugovora je da se stvore podsticaji, isključivo u domenu upravljanja, za ekonomsku efikasnost. Javna preduzeća u Srbiji, često su organizovana tako da pored svoje osnovne, delatnosti obavljaju još i veliki broj pomoćnih delatnosti. Veoma često je broj zaposlenih u pomoćnim delatnostima veći od broja zaposlenih u obavljanju osnovnih delatnosti javnih preduzeća. Većina pomoćnih delatnosti može funkcionisati na osnovama tržišne konkurencije. Zato je, poželjno da se izdvoje

²² Pohl, Anderson, Claessens, and Dankov: "Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe" World Bank

²³ B. Begović i grupa autora, -Principi modernog upravljanja lokalnom zajednicom-centar za liberalno-demokratske studije, Beograd,2002.

iz osnovnog poslovanja javnog preduzeća na osnovu ovog ugovora . Ugovor se sklapa između javnog preduzeća i privatnog preduzeća ili fizičkog lica, koje ponudi najpovoljnije uslove. Primenom ovog modela može da se privatizuje samo mali deo kapitala u javnim preduzećima.

U javna preduzeća je moguće uključiti privatni sektor ustupanjem postrojenja na eksploataciju. To znači, da osnovna sredstva ostaju u državnom vlasništvu ali se uglavnom ustupaju privatnom preduzeću na precizno utvrđeno vreme, najčešće na period između šest i deset godina, znatno kraće od koncesije. Ugovorom o ustupanju se definiše pravo korišćenja konkretnih postrojenja uz koje se dobija i pravo obavljanja osnovne delatnosti na određenom području. Ugovorom o ustupanju postrojenja se reguliše naknada koju privatno preduzeće plaća za korišćenje postrojenja u državnoj svojini i pravo (ekskluzivno) obavljanja delatnosti, a veoma često i cene koje to preduzeće može da naplaćuje korisnicima. Definisana naknada mora da bude veća ili barem jednaka iznosu amortizacije ustupljenog postrojenja, budući da se jedino na taj način može obezbediti očuvanje postrojenja u onom stanju u kome su predata na korišćenje.

Najčešće primenjivan model privatizacije javnih preduzeća je koncesija. Pod koncesijom se podrazumeva da država (koncedent), privatnom preduzeću (koncesionaru) predaje na upotrebu određena sredstva, što uključuje i dodeljivanje prava obavljanja osnovne delatnosti na tim sredstvima, kao i pravo naplaćivanja usluge od krajnjih korisnika. Privatno preduzeće preuzima obavezu da investira i obnovi osnovna sredstva koja se nakon isteka koncesionog ugovora vraćaju državi. Za vreme korišćenja postrojenja, koncesionar državi plaća koncesionu naknadu. Na početku korišćenja koncesije, koncesionar formira novo privatno preduzeće koje postoji tokom trajanja koncesionog ugovora. Trajanje koncesionog ugovora ide i do trideset godina i uvek je znatno duže od ugovora o ustupanju. Da ovaj oblik uključivanja privatnog sektora može dati dobre rezultate, navešćemo primer: date koncesije na vodosnabdevanje u Obali Slonovače, koja je dodeljena privatnoj multinacionalnoj kompaniji, koja je rezultirala, da iznos gubitka vode na mreži bude ispod odgovarajućeg iznosa gubitka u mnogim evropskim vodovodima.

Privatizacija kapitala javnih preduzeća, prodajom kapitala odvija se prema važećim zakonskim propisima, kojima se garantuje javnost i regularnost postupka prodaje kapitala, obezbeđuje transparentnost samog postupka privatizacije, zato je najčešće poželjno, isključivanje mogućnosti za direktnu pogodbu prodavca i kupca. Pogodbena prodaja redukuje broj direktnih učesnika. Kada je ovaj mehanizam korišćen, vlade su predočavale uslove, specifikacije, kao i cenu, i podnosile investitorima direktnom pogodbom. Imajući to u vidu, nije teško razumeti saopštenja koja izlaze u javnost, da je privatizacija NIS-a, bila atipična.

Privatizacija kapitala javnih preduzeća može se izvesti primenom različitih metoda privatizacije:²⁴

1. javna prodaja akcija,
2. prodaja institucionalnim, odnosno, finansijskim investitorima,
3. prodaja strateškim investitorima (stranim i domaćim) i
4. vaučerska privatizacija.

Javna prodaja akcija je često primenjivana kao metod privatizacije prirodnih monopola u razvijenim zemljama. Međutim, ukoliko je izrazito nerazvijeno tržište kapitala, ovaj metod privatizacije, praktično nije lako sprovesti. Načelno posmatrano, javna prodaja akcija može da obezbedi velike privatizacione prihode preduzeću, odnosno veliki iznos svežeg kapitala. Ovaj metod je primenjivan u nekim od najvećih privatizacija u razvijenim tržišnim privredama, ali i

²⁴ World Bank – Internet: www.worldbank.org

u nekom od zemalja u tranziciji. Primena ovog metoda zahteva značajnu tražnju za kapitalom kao i uređeno finansijsko tržište. Sama procedura privatizacije koja zahteva pripremanje javnih preduzeća za izlazak na berzu je veoma složena i zahteva preciznu zakonsku regulativu. Zato je u zemljama u razvoju neophodno najpre usvojiti zakone koji precizno regulišu ovu oblast.

Prodaja javnih preduzeća institucionalnim, odnosno finansijskim, investitorima otklanja probleme vezane za nerazvijeno tržište kapitala i obezbeđuje poželjnu koncentraciju vlasništva. Međutim, u stvarnosti institucionalni investitori nisu skloni kupovini velikog udela akcija u javnim preduzećima, još manje kupovini takvih preduzeća u celini. Pored navedenog institucionalni investitori, po svojoj prirodi, ne mogu da budu nosioci restrukturiranja javnih preduzeća i ne obezbeđuju uslove za transfer savremenih znanja. Privatizacija prodajom stranim finansijskim investitorima ima slične karakteristike kao prethodni metod. Finansijski investitori retko žele da se bave restrukturiranjem javnih preduzeća, tako da je mala verovatnoća njihovog samostalnog učešća u privatizaciji. To mogu da urade samo u okviru konzorcijuma sa strateškim investitorima. U nekim slučajevima međutim, primena ovog metoda nije izvodljiva, u javnim preduzećima, jer strateški investitori nisu zainteresovani za investiranje ukoliko nije sprvedeno restrukturiranje, zbog njihovog zatečenog stanja.²⁵

Uobičajeno je da se privatizacija prodajom strateškim investitorima vrši raspisivanjem međunarodnog tendera za prodaju udela u javnom preduzeću. Precizni kriterijumi za definisanje statusa strateškog investitora moraju se formulisati pre raspisivanja tendera. U prvoj fazi privatizacije poželjno je strateškom investitoru prodati manjinski udeo, odnosno paket akcija, uz mogućnost da u nastavku privatizacije strateški investitori postaju većinski vlasnici. Često se strateškom partneru u početku zabranjuje da prodaje akcije iz svog paketa, kako bi se u najvećoj meri iskoristile prednosti ovog metoda privatizacije. Možemo slobodno reći da prodaja domaćim investitorima može obezbediti dobre rezultate u privatizaciji manjih javnih preduzeća, kao na primer u oblasti komunalnih delatnosti.²⁶

Besplatna podela imovine građanima, relativno je novijeg datuma i svoj značaj je dobila u procesima privatizacije istočnoevropskih privreda. Od metoda prodaje razlikuje se po sledećem: privatizacija se obavlja brzo, alokacija imovine stanovništva se manje više obavlja besplatno i ovom tehnikom se obično obuhvata veliki deo imovine jedne privrede. Da bi program masovne vaučerske privatizacije bio atraktivan, za široke slojeve stanovništva on bi trebao da zadovolji nekoliko osnovnih zahteva:²⁷

1. Program se mora doživeti kao pravedan i nepristrastan, a ne kao mehanizam za alokaciju nacionalnih resursa malom broju pripadnika vladajuće nomenklature.
2. Zainteresovane grupe treba da dobiju svoj deo, i svaki građanin treba da dobije nešto od privatizacije.
3. Program mora da zainteresuje građane i da produbi njihovu radoznalost. Najbolji način na koji se može obezbediti zainteresovanost građana jeste da im se ostavi mogućnost da sami biraju imovinu koju će dobiti kroz proces privatizacije. Sloboda izbora i princip jednakih šansi dodatno motiviše građane na takmičenje i učestvovanje.

²⁵ B. Begović, B. Živković, B. Mijatović: -Novi model privatizacije u Srbiji - Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd 2002.

²⁶ Isto

²⁷ Medojević N. „Vaučerska privatizacija“, Podgorica 2005.

Tabela 2.4. 1. Efekti metoda prodaje javnih preduzeća

Metodi privatizacije	Ekonomska efikasnost	Nove investicije	Razvoj tržišta kapitala	Transfer znanja
Javna prodaja akcija	O	*	*	O
Institucionalni i finansijski investitori	O	O	-	-
Strateški investitori	o	*	-	*
Vaučeri	O	-	O	-

Legenda: * Snažni efekti, O Umereni efekti, - Skromni efekti ili ne postoje

Tabela 2.4.1. pokazuje slikovito, efekte različitih metoda prodaje javnih preduzeća na razvoj tržišta kapitala, na priliv svežeg kapitala, odnosno novih investicija, transfer znanja i na ekonomsku efikasnost. Ova tabela pokazuje da je prodaja strateškom partneru dala dobre rezultate. Zatim javna prodaja akcija, metod najviše primenjivan u razvijenim zemljama ali i u nekim zemljama u tranziciji, sa aspekta izabranih kriterijuma daje najbolje rezultate. Podjednaki su efekti metoda finansijski i institucionalni investitori, i na kraju besplatna podela ili vaučerska privatizacija.

3. PRIVATIZACIJA U JAVNOM SEKTORU KAO DEO MEĐUNARODNE EKONOMSKE POLITIKE

3.1. PRIVATIZACIJA KAO DEO EKONOMSKE POLITIKE U EU

Sredinom osamdesetih je počelo empirijsko studiranje privatizacije, posebno u Velikoj Britaniji. Rad na empirijskom studiranju je sugerisao da privatizacioni procesi vode ka produktivnijoj formi državnog sektora, ali dokazi nisu garantovani. Pitanja koja su se urgentno postavljala pred Evropsku Uniju u procesu dalje privatizacije su:²⁸

- Da li proces privatizacije ima poslednji input na industrijsku kompetenciju i koliko preciznu, i koji su efekti privatizacije velikih sistema na konkurenciju u EU i između EU i ostatka sveta?
- Implikacije procesa privatizacije za nastavak državne intervencije u ekonomiji
- Efekti procesa privatizacije u odnosu na industrijske strukture u Evropi, uključujući investicije.
- Implikacije procesa privatizacije na socijalna kretanja i socijalnu koheziju u Evropi s obzirom na dolazeće efekte koje privatizacija proizvodi.
- Konačno kako može privatizacija da se smesti u kontekst ekonomske moći. Da li ona pomera koncentracije ekonomske moći države ka velikim centrima kapitala, transnacionalnim i multinacionalnim kompanijama? U celokupnom tom kontekstu privatizacija velikih sistema bila je deo globalnih trendova i proširenja tržišta.

²⁸ Welch D., Fremont O. : "The Case- by- Case, Approach to Privatization Techniques and Examples", The World Bank , Washington , no. 403.

Globalizacija ekonomskih i razvojnih tokova postala je dominantni proces koji pomera privredne aktivnosti van nacionalnih granica ka svetskoj privredi. U uslovima privatizacije velikih državnih sistema i globalizacije sve više dolazi do:²⁹

1. porasta direktnih stranih investicija,
2. veće integrisanosti i rasta robnih i finansijskih tržišta,
3. veće uključenosti zemalja u međunarodne tokove trgovine, investicija i tehnologije,
4. delimičnog smanjenje suvereniteta nacionalnih država i jačanja međunarodne saradnje,
5. prihvatanje kriterijuma uspešnosti nacionalnih ekonomskih politika, i
6. jačanje regionalne ekonomske saradnje.

Istraživanje je pokazalo, da su ključna područja globalizacije proizvodnja, trgovina i finansije. Sve veći deo društvenog proizvoda u svetu³⁰ stvara se po osnovu međunarodne razmene (brži rast svetske trgovine od svetske proizvodnje) i međunarodne proizvodnje (proizvodnje u mreži TNC lociranih u različitim zemljama), kao i po osnovu proširenja i ubrzanja međunarodnih tokova novca i kapitala. Globalno posmatrano u posleratnom periodu do 70-ih, zabeležene su vrlo visoke, bez presedana u ranijoj istoriji, stabilne stope rasta svetskog GDP, a zatim je došlo do usporavanja rasta svetske privrede zbog dva naftna šoka, tako da je svetski GDP zabeležio niže prosečne stope rasta. Svetski GDP je od 50-ih do 70-ih rastao po visokoj stopi između 6 odsto do 8,5 odsto, a zatim je u periodu 1979–84. godine rastao po niskoj stopi od 1,2 odsto godišnje. U periodu osamdesetih godina pokrenut je i talas privatizacije velikih sistema koji je zahvatio ceo svet, i već u periodu 1985–90. godine zabeležen je ekonomski rast po godišnjoj stopi od 5,6 odsto. Rastuću međuzavisnost između zemalja i povećan intenzitet tokova robe, usluga, kapitala i znanja pokazuju podaci o rastu međunarodne trgovine i svetskog GDP, stranih direktnih investicija i finansijskih transakcija. Učešće stranih direktnih investicija u svetskom GDP u periodu 90-ih poraslo je sa 4,8 odsto na 9,6 odsto. Obim međunarodnih transakcija obveznicama i akcijama u najrazvijenijim zemljama (SAD, Japan, Nemačka) porastao je sa oko 5 odsto (1970. godina) na preko 90 odsto³¹.

3.2. PRIVATIZACIJA KAO DEO PAKTA O STABILIZACIJI I ASOCIJACIJI

Pakt o stabilizaciji i asocijaciji za Jugoistočnu Evropu je politička deklaracija potpisnika i osnovni ugovor vezan za međunarodnu saradnju u okviru 40 zemalja, organizacija i regionalnih grupa za razvoj i učestvovanje u strategiji za sigurnost stabilizacije i ekonomskog razvoja u Jugoistočnoj Evropi (SEE).

Pakt o stabilizaciji i asocijaciji obuhvata sledeće grupe zemalja: Zemlje Jugoistočne Evrope, zemlje EU, 22 zemlje OECD-a, članice grupe G-8, zatim, finansijske institucije kao što su: Svetska banka (WB), Međunarodni monetarni fond (IMF) i Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD), kao i regionalne organizacije kao što su: Centralna evropska inicijativa i Jugoistočno evropska inicijativa za saradnju.

Revitalizacija ekonomskog sistema Jugoistočne Evrope se odvija kroz Investicioni pakt. On promoviše nove investicije u regionu i pomaže strukturnim reformama i uspostavljanju određenih institucija sistema u deset komplementarnih oblasti:³²

²⁹ Bernsten J., Sappington D., -Setting the X factor in price cap regulationi plani, National Bureaux of Economic Research; 2000

³⁰ European Investment Bank (EIB): site www.eib.org

³¹ Isto

³² Isto

1. privatizacija (pre svega privatizacija velikih državnih sistema),
2. strane direktne investicije (SDI),
3. promocija SDI strategije i programa,
4. razvoj finansijskog tržišta,
5. bankarsko poslovanje,
6. fiskalne reforme,
7. zakonska regulativa,
8. korupcija i siva ekonomija,
9. konkurencija i
10. obezbeđenje udruživanja i međunarodne saradnje.

Uporedo sa multilateralim mehanizmima međunarodne ekonomske saradnje (IMF, WTO) u svetu se razvijaju regionalne ekonomske integracije, tako da se oko 2/3 svetske trgovine odvija unutar regionalnih ekonomskih grupacija. Pokretači ovih integracija, u dobroj meri su privatizacija, investicije i trgovina, koji se sve više odvijaju u znaku tržišne „utakmice“. Na tim osnovama se dimenzioniraju procesi regionalnog ekonomskog povezivanja, odnosno kroz integraciju vođenu investicijama i liberalizaciju trgovine i plaćanja. Koristeći kupovinu, spajanje i preuzimanje firmi na međunarodnom nivou, koja sve više dolaze do izražaja, stvaraju se uslovi za efektiviranje ekonomije obima u okviru sektora istraživanja, proizvodnje i marketinga, i kao posledica dolazi do stalnog rasta tokom 90-ih, zajedničkih poduhvata (joint ventures) i strateškog partnerstva u istraživanju i razvoju.

Liberalizacija u međunarodnim ekonomskim odnosima tokom protekle decenije bila je osnova ekonomske politike većine zemalja. U privredama u tranziciji uslovlila je potpunu promenu ekonomskog režima, dok je u razvijenim zemljama Evrope značila prilagođavanje uloge države u mešovitoj privredi. Liberalizacija je napredovala različitom brzinom i na različite načine u pogledu cena, trgovine, investicija i finansija. Proces regionalne ekonomske integracije praćen je liberalizacijom finansijskih i tehnoloških tokova, koja je dovela do:

1. stvaranja sistema slobodnog formiranja cena, uz kontrolu malog broja proizvoda,
2. liberalizacije spoljnotrgovinskih režima,
3. liberalizacije režima priliva stranih investicija i
4. liberalizacije finansijskih transakcija.

Liberalizacija cena se ogleda u stvaranju sistema slobodnog formiranja cena uz vrlo skromnu kontrolu cena malog broja proizvoda. Sistem u kome nije izvršena liberalizacija cena, bar ne u potpunosti (mešoviti cenovni sistem), stvara probleme u tom smislu što daje pogrešne signale i alokira resurse u pogrešnom pravcu i otežava kontrolisanje inflacije u slučajevima kada cenovna kontrola utiče na veličinu fiskalnog deficita, a time i na proces kreiranja novca.

Liberalizacija investicione aktivnosti odvija se neujednačeno, tako što su uglavnom sve razvijene zemlje liberalizovale svoje unutrašnje i spoljne režime za direktne investicije, a većina zemalja Centralne i Istočne Evrope se tek nedavno pridružila ovom procesu. Liberalizacija trgovinskih režima i režima priliva stranih direktnih investicija je praćena liberalizacijom finansijskih transakcija

Koncept humanog i održivog razvoja treba da zauzme sve značajnije mesto u strategijama razvijenih zemalja i zemalja u razvoju. Afirmacija koncepta humanog i održivog razvoja podrazumeva da sve zemlje u buduću više uvažavaju međuzavisnost ekonomskog i socijalnog razvoja i istovremeno ostvarivanje ekonomskih i socijalnih ciljeva, kao i da u većoj meri stavljaju kvalitet života i zdravu životnu sredinu u prvi plan razvojnih procesa. U tom pogledu treba da se povećava broj zemalja koje, u okviru svojih strategija i politika razvoja, promovišu

koncept humanog razvoja koji podrazumeva sveobuhvatni razvoj i uvažavanje međuzavisnosti ekonomskog i socijalnog razvoja i koncept održivog razvoja koji obezbeđuje svim generacijama pravo na zdravu životnu sredinu. Radi toga od suštinskog značaja za kvalitet privrednog rasta je primena Agende 21, utvrđene na Međunarodnoj konferenciji UN o održivom rastu.

DRUGI DEO
ISKUSTVA U RAZVOJU TRŽIŠTA KAPITALA I
PRIVATIZACIJI JAVNIH PREDUZEĆA RAZVIJENIH
I TRANZICIONIH PRIVREDA – POUKE ZA SRBIJU

4. ANALIZA JAVNIH PREDUZEĆA I TRŽIŠTA KAPITALA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA

4.1. JAVNI SEKTOR U RAZVIJENIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA

Izvozna orijentacija i tehnološki razvoj 60-tih godina prošlog veka usloveli su nastanak velikih evropskih kompanija koje bi uspešno parirale američkoj konkurenciji. Osamdesete godine i kraj XX veka obeležila je privatizacija. Najpre tržišno razvijene privrede, a zatim i privrede ZUT zahvaćene su procesom demonopolizacije i deregulacije pojedinih segmenata javnog sektora kao što su: energetika, distribucija električne energije i gasa, saobraćaj, telekomunikacije i komunalne delatnosti.

Kroz sve evropske vlade je odigrala politika stimulacije industrijskog razvoja kroz investicije u nove tehnologije u oblasti elektronike, telekomunikacija, i sl. U tabeli 4.1.1. možemo videti učešće državnog kapitala u ekonomiji EU u 2007. godini.

Tabela 4.1.1. Udeo zaposlenih, dodatne vrednost i državnog kapitala u javnim preduzećima u zemljama EU u 2007. godini

Zemlja	Udeo zaposlenih u %	Dodatna vrednost u %	Udeo kapitala u %
Francuska	3	1	3,7
Grčka	9,8	10	10
Irska	8,7	11,5	14,9
Italija	4	6	9
Holandija	3,1	1,8	9,2
Portugalija	8,6	9,5	10,0
Španija	6,0	7,5-8,5	12,5-13,5
VB	0,5	–	1,0

Izvor: www.imf.org; podaci iz zvaničnih statističkih zavoda navedenih zemalja

Veoma je jasno da je aktivnost privatizacije u EU država osnivača, bila različita i sa različitim efektima od države do države. Tabela 4.1.2. pruža uvid u rast privatizacije kod zemalja osnivača EU u periodu najvećih privatizacija. Porast privatizacije, u navedenom vremenskom periodu, je bio veoma bitan u Velikoj Britaniji, slede Francuska, i Italija, a manji porasti su zabeleženi u Portugaliji i Nemačkoj.

Tabela 4.1.2. Obavljene najveće privatizacije u periodu od 1985 do 2007. godine u EU

Zemlja	Iznos u USA, \$ mil.	Kao % od DBP
Austrija	9,961	5,5
Danska	7,563	5,5
Francuska	51,199	11,5
Nemačka	32,000	5,1
Italija	16,971	5,1
Holandija	19,250	2,7
Portugal	15,304	7,8
Španija	18,555	7,6
VB	96,692	19,0

Izvor: www.imf.org; podaci iz zvaničnih statističkih zavoda navedenih zemalja

Sve u svemu, privatizacija u Evropi obavljena je sa ogromnim privatizacionim prihodima na tržištu kapitala, ali konfrontirala je i nekoliko dilema. Tradicija i zvanična politika EU, imale su refleksije na neutralne odnose vlasništva u industriji i prihvatanja mešovine državnog i privatnog sektora u celoj Evropi.

4.2. ISKUSTVA U PRIVATIZACIJI JAVNIH PREDUZEĆA RAZVIJENIH TRŽIŠNIH PRIVREDA

Osamdesetih i devedesetih godina prošlog veka pristupilo se izradi, a zatim i sprovođenju nacionalnih programa privatizacije javnog sektora u velikom broju zemalja. Kao najznačajniji primeri privatizacije navode se u Velikoj Britaniji, Francuskoj i dr. razvijenim zemljama.

Osnovni pravci nove ekonomske politike u Velikoj Britaniji, zemlji koja je najviše odmakla u sprovođenju reformskih procesa, bili su:

1. prodaja kapitala javnih preduzeća privatnom sektoru,
2. uspostavljanje brojnih tržišnih restrikcija postojećem monopolističkom sektoru privrede i uspostavljanje tržišne konkurencije,
3. ugovaranje javnih usluga i dobara sa privatnim sektorom i zamena finansiranja iz fiskalnih prihoda naplatom troškova od neposrednih korisnika.

Tabela 4.2.1. Najveće privatizacija javnih preduzeća u Velikoj Britaniji-mereno ostvarenim prihodom od prodaje

Naziv kompanije	Privatizacioni prihodi u mil. F.
British Aerospace	144
Coble&Wireless	281
Enterprise Oil	382
Jaguar Cars	297
British Telecom	4.890
Coble&Wireless	871
British Gas	1.996
British Airways	815

Izvor: Heming R.- „Privatization and Public Enterprises“ IMF, Washington

Program privatizacije u Velikoj Britaniji počeo je 1981. godine (tabela 4.2.1.) ponudom kompanije British Aerospace na aukciji.³³ U 1986. i 1987. godini privatizacija je proširena na sektor nafte i gasa prodajom kompanija British Gas i British Petroleum, vazduhoplovne kompanije British Airways i British Airport Authority. Privatizacija British Gas pokazala se nezadovoljavajućom, zbog konkurencije i zakonske regulative u oblasti energetike.³⁴

Telekomunikacije u kojima je stopa rasta tražnje visoka, a potreba za investiranjem konstantna, pokazale su se kao netipičan monopol. Zbog ubrzanog tehnološkog progresa, razvoj konkurencije je najbolji način za identifikovanje uspešnih tržišnih učesnika. U početku British Telecom (sk.BT) je delio konkurenciju sa Mercury Communication, a osam godina posle privatizacije držao je 95 odsto tržišta telekomunikacija.³⁵

U ostalim zemljama zapadne Evrope privatizacija se odvijala umerenije. U okviru programa privatizacije u Nemačkoj 1985. godine država je smanjila vlasničke delove, prodajom akcija. U Austriji je privatizacioni program počeo 1987. godine, a uključio je redukciju državnog vlasništva u velikim kompanijama, bankama i javnim službama. Država je smanjila vlasništvo i u naftnoj kompaniji OMV.³⁶

U Španiji tri glavna metoda su bila upotrebljavana u privatizaciji: javna aukcija i tender, i u manjem obimu, pogodbeni prodaja. U svakom od ovih metoda, vlada je morala da odluči sa kojim procentom rizika da izađe. U nekim slučajevima, kada opstanak kompanije zavisi od tehnološke ili distributivne mreže, koju vlada ne može da obezbedi, ili nije u javnom interesu, solucija je bila prodaja 100 odsto akcija. U ostalim slučajevima bile su delimične prodaje, a cilj je bio konsolidovati firme kroz traženje strateškog partnera, ili direktno kroz redukciju javnog deficita kroz naknadu javnog duga (Telefonija).³⁷

Francuska spada u zemlje sa tradicijom jakog državnog sektora. Ovaj sektor obuhvata velike kompanije u oblasti energetike, komunikacija, transporta: Charbonnages de France, Gaz de France, Air France, La Poste i sl. Sredinom osamdesetih godina francuski državni sektor je bio najveći u Evropi. Upravo zbog toga je njegova privatizacija posebno atraktivna za izučavanje. Javne kompanije su imale različite finansijske rezultate. U periodu od 1981. godine do 2000. godine, od 17 javnih kompanija, njih 9 je zabeležilo deficit od 98 mil FFr, i 8 profit od 39 mil FFr, a u 2007. godini profit od 53 mil evra.³⁸

Na osnovu Zakona od 31. jula 1986. godine otpočinje talas privatizacije javnih kompanija u Francuskoj (tabela 4.2.2.). Program privatizacije je trebao da se sprovede za pet godina, a obuhvatio je 65 kompanija definisanih Zakonom. Privatizacija u Francuskoj se bazirala na sledećim tehnikama: javnoj ponudi za prodaju akcija putem licitacije po fiksnoj ceni, direktnoj prodaji državnog preduzeća nekoj privatnoj firmi i na prodaji potvrda o ulaganju i hartija sa pravom učešća.

³³ Nawbery David- Regulation of the Electricity Sector: Comments on some Alternative Models, University of Cambridge, 2000.

³⁴ Internet site: www.britishgas.com

³⁵ Internet site: isto

³⁶ Internet site: www.omv.com

³⁷ Horvatin Nevenka: „What is the future of public utilities in Western Europe“ International Center for Public Enterprises in Developing Countries, 2005

³⁸ Accounting Valuation and Privatization, United Nations, New York, 2007.

Tabela 4.2.2.– Najveće privatizacije u Francuskoj-(mereno privatizacionim prihodima)³⁹

Naziv kompanije	Privatizacioni prihod u mil. E.
St. Gabaun	790,2
Paribas	1200,6
Credit Commercial de France	212,0
Compagnie Generale de Electri-cite	110,0
Havas	222,22
Societe Generale	819,0

Kreatori francuskog programa privatizacije su uvažavali negativno britansko iskustvo donošenja posebnih zakona za svaku privatizaciju. Prethodno donet Zakon je pružao široko zakonsko ovlašćenje ministru privrede i finansija u izboru konkretnih rešenja. Ministar je određivao konkretne rokove, cene i načine privatizacije svake kompanije koja je bila na spisku. Posebna komisija za privatizaciju je, na bazi pregleda bilansa i mišljenja finansijskih revizora, određivala minimalnu vrednost preduzeća. Na bazi toga je ministar privrede i finansija određivao definitivnu cenu koja je obično bila za 5 odsto do 10 odsto viša. Praksa je pokazala da je u većini slučajeva cena koju je predlagao ministar bila niža od ravnotežne cene koja se kasnije formirala na tržištu vrednosnih papira.

U privatizaciji je učestvovalo više grupa investitora. Namera kreatora programa je bila da se spreči preuzimanje kontrole nad kompanijama od strane inostranih investitora. Zbog toga je međunarodna tranša ograničena i nije mogla da pređe 20 odsto kapitala preduzeća. Radnicima privatizovanog preduzeća je zagarantovano pravo preče kupovine najviše do 10 odsto od ukupnog broja akcija. Zainteresovanost stanovništva za privatizaciju je bila ogromna „Za godinu dana je kod stanovništva prikupljeno više od 15 miliona zahteva za upisivanje akcija, odnosno prosečno 1.500.000 po jednoj javnoj ponudi za prodaju za deset prvih privatizacija“.⁴⁰

Udeo inostranih investitora u kapitalu privatizovanih preduzeća nije zanemarljiv i vremenom se uvećavao otkupom akcija. Specifičnost francuskog procesa privatizacije je traženje „stabilnog jezgra“ investitora. U pitanju je nekoliko stabilnih akcionara koji zajedno poseduju između 15 i 30 odsto od ukupnog broja akcija. Smatralo se da će se na ovaj način izbeći usitnjavanje kapitala i osigurati stabilnost kapitala i kontrole preduzeća. Pri izboru novih vlasnika nije bio bitan samo njihov finansijski potencijal već i drugi kriterijumi, kao što je ugled investitora, izbegavanje usitnjavanja vlasništva, ponuđeni razvojni i ekološki planovi i sl.

Možemo izvući zaključke da je neophodno, da bi privatizacija javnih preduzeća uspela imati:

1. nezavisnu i kredibilnu državnu komisiju za privatizaciju,
2. odrediti jasnu strategiju šta treba prvo privatizovati,
3. privatizaciju sprovoditi u kombinaciji sa mehanizmima tržišta kapitala
4. imati podršku od radnika u preduzeću,
5. privatizovati velika preduzeća po tranšama, a ne odjednom i
6. imati jasnu strategiju po pitanju dugova preduzeća—bolje je prvo sanirati dug pa privatizovati preduzeće.

Prihodi ostvareni privatizacijom treba da idu na poseban državni račun, za razvoj preduzeća, za restrukturiranje javnih preduzeća pre prodaje, delom za popunjavanje socijalnih fondova, za specijalne infrastrukturne projekte i sl.

³⁹ Hemming R. & Mansoor A. M: „Privatization and Public Enterprises“ Occasional IMF Washington

⁴⁰ Maksimović Lj. „Transformacija državnog preduzeća- svojinski aspekt“ Ekonomski fakultet Kragujevac, 2000. god

Generalno, posledice procesa privatizacije javnih preduzeća u razvijenim zemljama ogledale su se u : 1) povećanju disperzija vlasništva što je rezultiralo velikim brojem malih akcionara kao na pr. u BT gde je od 2,2 miliona akcionara u 1984. godini njih 500.000 prodalo svoje akcije za šest meseci, do ukрупnjavanja tržišta akcija došlo je 1999. kada se ukupan broj akcionara sveo na 500000 ⁴¹ Proces privatizacije rezultirao je redukcijom zaposlenosti, sniženjem troškova, realnih cena i povećavanjem profitabilnosti. ⁴²

Na osnovu dosadašnjeg izlaganja mogu se izvući sledeći zaključke kada je u pitanju privatizacija javnih preduzeća:

- a) javna preduzeća u Evropi su bila uglavnom nekonkurentna, neprofitabilna i finansijski nedisciplinovana uključujući monopolsko ponašanje
- b) potreba za većom profitabilnosti je bio glavni motiv za restrukturiranjem,
- c) došlo je do širenja međunarodnih poslovnih aktivnosti i saradnje sa privatnim preduzećima
- d) uvode se finansijska disciplina i razvija se tržište kapitala
- e) privatizacija ovih preduzeća nije uvek izvodljiva ali je moguće restrukturiranje
- f) ograničenja tržišnih sloboda u javnim preduzećima mogu biti ozbiljan anti-konkurentski efekt u uspostavljanju liberalizacije tržišta.

Teza da konkurenciju treba uvesti svuda gde je to moguće i da subjekte sa dominantnom tržišnom snagom, treba ograničiti, izražena je kroz član 13 Direktive Evropske komisije (Article 13 EU Access directive 2002/13/EC) koji zahteva da nacionalna regulatorna tela obezbede takav mehanizam pokrića troškova ili takvu cenovnu metodologiju tako da promovišu efikasnost, stalno prisustvo konkurencije i maksimalnu potrošačku korisnost.

Uvođenje ex ante regulacije pokazalo se realnim u slučaju telekomunikacionog tržišta. U oblasti električne energije i gasa to često nije moguće zato jer, često postoji tzv. kolektivna odgovornost. Na ovim tržištima primenjuje se princip dodeljivanja licenci, a vremenom se mogu modifikovati tržišna pravila i uslovi poslovanja, jer je teško osigurati da velikoprodajno tržište električne energije funkcioniše po strogo konkurentskim principima. ⁴³

Dominantna svojina u početku privatizacije u najznačajnijim granama može se sistematizovati na primeru najrazvijenijih zemalja. Pogledajmo tabelu 4.2.3.

Tabela 4.2. 3. Javna svojina u zemljama OECD-a u početnim fazama privatizacije⁴⁴

Zemlja	Avio saobraćaj	Elek. energija	Gas	Nafta	Pošta	Željenica	Čelik	Telekomunikacije	Prosek zemlje
Austrija	3	5	5	1	5	5	1	5	3,2
V. Britanija	4	5	5	1	5	5	4	1	3,9
Kanada	4	5	1	1	5	4	1	2	2,4
Francuska	4	5	5	-	5	5	4	5	4,4
Nemačka	5	4	3	2	5	5	1	5	3,4
Holandija	4	4	4	-	5	5	2	5	3,7
Italija	5	4	5	-	5	5	4	5	4,3
Japan	2	1	1	-	5	4	1	3	2
Španija	5	1	4	-	5	5	3	3	3,4
Švedska	3	3	5	-	5	5	4	5	3,9
Švajcarska	2	5	5	-	5	5	1	5	3,6
SAD	1	1	1	1	5	2	1	1	1,5
Prosek grane	3,7	3,6	3,6	1,8	5	4,6	2,5	3,9	3,4

Nivoi javne svojine: 1=ispod 25%, 2=25%, 3=50%, 4=75%, 5=preko 75%

⁴¹ Internet site: www.britishtelecom.com

⁴² Isto

⁴³ World Development Report 2001., The World Bank, Washington,

⁴⁴ Izvor: Mayer Colin., "Public Ownership: Concepts and Applications", 2000. g.

Sa prvim znacima jenjavanja visokog privrednog rasta predimenzioniranost javnog sektora izbija u prvi plan. Javni sektor otpočinje da produkuje gubitke pa zahtevi za subvencijama postaju sve izraženiji. Savremene države su se našle pred dilemom – kako ograničiti državni intervencionizam, a da se time ne smanji nivo zadovoljenja javnih potreba. Istina je, da zamerke na račun državnih firmi su često preuveličane, ponekad konfliktne i skoro uvek promenljive kada se smenjuju vlade. To predstavlja teškoću za menadžment da planira dugoročnu strategiju razvoja.

4.2.1. Telekomunikacione kompanije sa posebnim akcentom na British Telecom (BT)

Prvi talas privatizacije u oblasti telekomunikacija, započeo je prvim delimičnim prodajama kompanije British Telecom (1984), došlo je do mnogih akvizicija (DHL International Expres, Danzas, Dutch Nedlloyd). Mnoge vlade zemalja EU su prodale akcije svojih telekomunikacionih kompanija. Negde su akcije u većinskom javnom vlasništvu, a negde država drži manjinski deo, dok je u Velikoj Britaniji prisutno potpuno privatno vlasništvo.⁴⁵

Ukidanje monopola u oblasti telekomunikacija u Velikoj Britaniji obavljeno je postepeno. Tarife su se formirale u skladu sa troškovima, a razvijala se veća konkurencija između banaka i pošte (npr. prednost pošte u ruralnim oblastima u odnosu na broj banaka, a u urbanim sredinama obrnuto). U oblasti lokalne i međusobne mreže duopol je uveden 1984. godine kada je kompaniji Mercury Communication dozvoljena kontrola u svim osnovnim telefonskim uslugama, a otvorena je 1991. godine kada je uvedena potpuna liberalizacija, dok je duopol u međunarodnoj mreži uveden 1984. godine, a liberalizacija izvršena 1991. godine. Procesom restrukturiranja ostvareno je: a) usvajanje zakona o javnim uslugama i izmene u oblasti javnog prava, b) koncentrisanost na „ključne“ poslove, c) podela preduzeća na nezavisne poslovne jedinice, d) zatvaranje neprofitabilnih delova, e) redukcija troškova naročito smanjenje broja zaposlenih, f) formiranje plate prema učinku, g) nove forme menadžmenta i uvođenje novih performansi pri oceni menadžmenta, h) novi okviri industrijskih veza i radnih uslova.

British Telecom (BT), u Velikoj Britaniji je vodeći telekomunikacioni operater sa neverovatnom rasprostranjenom mrežom usluga. BT grupa (formalno nazvana British Telecommunications) koja posluje kao BT (u osnovi kao British Telecom) je privatizovani britanski telekomunikacioni operater. Motivi za privatizaciju BT bili su:⁴⁶

1. rešavanje fiskalnih problema,
2. povećavanje konkurentnosti,
3. međunarodno povezivanje (ili preuzimanja) i
4. modernizacija mreže i organizacije sa stranim investitorom (kupcem)

BT je dominantni fiksni telekomunikacioni i rasprostranjeni internet provajder u Britaniji, koji posluje u više od 100 zemalja. BT grupa je najviše rašireni telekomunikacioni servisni provajder u Britaniji i Evropi. Takodje je jedana od većih telekomunikacionih kompanija u svetu. Privatizacija počinje 1984-e. godine, sa prodajom većom od 50 odsto akcija kompanije, ostatak zadržan u kompaniji je prodat 1991.i 1993. godine. Devedesetih godina, BT ulazi na Irsko telekomunikaciono tržište kroz legalne špekulacije. Ova tako reći opasna zamisao, se zvala Ocean, napokon je pronašala uspeh kroz lansiranje prve Irske pretplate dial – up ISP oceanfree. net.⁴⁷

⁴⁵ European Investment Bank. (EIB) Internet sitte: www.eib.org

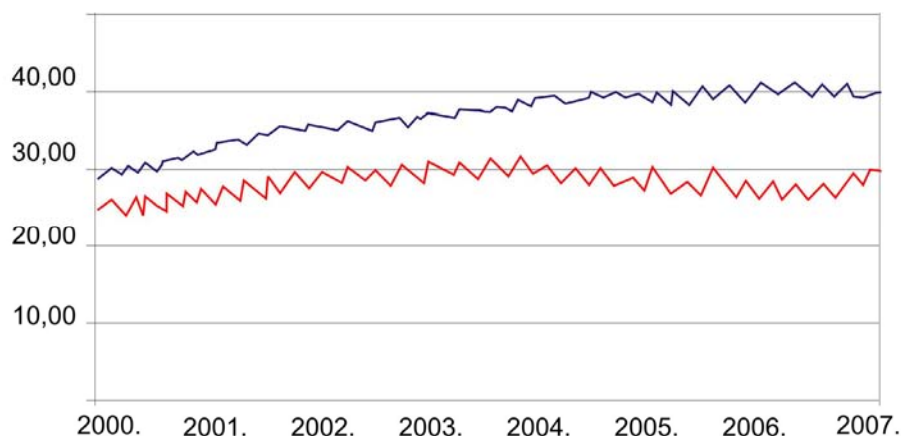
⁴⁶ British Telecom: internet sitte: www.britishtelecom.com

⁴⁷ Isto

Kao glavni rezultati privatizacije BT navode se:⁴⁸

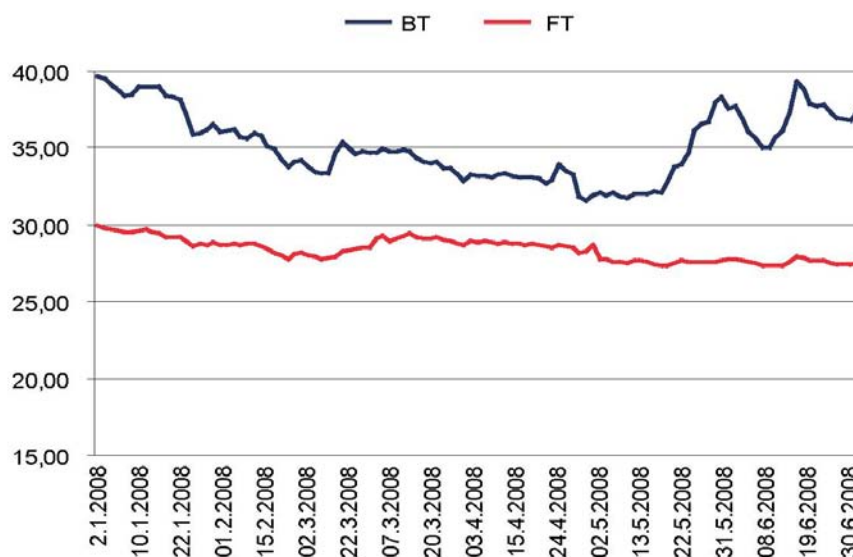
1. rast profita pre oporezivanja za 20 odsto,
2. uvećanje prihoda za akcionare i rast tržišne kapitalizacije,
3. BT je izgubio preko 40 odsto udele na tržištu međunarodnog saobraćaja u korist novih operatora, a prihod od međunarodnih poziva je bio isti kao u 1989. godini
4. novim operatorima fiksnih usluga kao i kablovskim operatorima date su licence za pružanje domaćih i međunarodnih usluga i
5. akcijama se trgovalo na Londonskoj, Pariskoj i Njujorškoj berzi. Kretanja cena akcija na tržištu kapitala pokazuju rast u 2006. godini, delimično u 2007. godini i pad u prvom kvartalu 2008. godine, da bi u drugom kvartalu došlo do blagog rasta. U prilog navedenom pogledajmo sledeće grafikone.

Grafikon 4.2.1.– Kretanje akcija BT i FT na berzi u Londonu za period 2000-2007. god.



Izbor: Berza u Londonu: internet site. www.londonstockexchange.com

Grafikon 4.2.2. Kretanje akcija BT i FT na berzi u Londonu za period 1.01.-30.06.2008.



Izbor: Berza u Londonu: internet site. www.londonstockexchange.com

⁴⁸ Claus Zanker: "Privatisation and liberalisation of the post and Telecommunication Sector – impact on Employees and trade Union" UNI, Berlin 2001

France Telecom je poznata telekomunikaciona kompanija u Francuskoj i jedna od većih kompanija u svetu. Primenu ima kod blizu 159 miliona korisnika u svetu (2007), a ostvareni prihod iste godine iznosi je US\$ 60.11 biliona.⁴⁹

Početkom 1988. godine, France Telecom je bio poznat kao DIRECTION GENERALE DES TELECOMMUNICATIONS. Privatizovan je za vreme trajanja Vlade čiji je premijer bio Lionel-Jospin, sa početkom privatizacije 1. januara 1988. godine. Sredinom 2000. godine France Telecom je kupio 100 odsto udela britanske kompanije Oringe (6. miliona pretplatnika), u belgijskom Mobistar u ima 50,9 odsto (1,1 milion pretplatnika), u PTK iz Poljske 34 odsto (0,9 miliona pretplatnika), u Globalu iz Slovačke 64 odsto (0,5 miliona pretplatnika), u rumunskom Mobilromu 67,8 odsto (0,7 miliona pretplatnika). France Telecom je pripojio New Oringu svoj domaći ogranak Intineris u kome ima 100 odsto učešća sa 1,9 miliona pretplatnika i kao i BT izašao na londonsku, parisku i njujoršku berzu⁵⁰

Španska Telefonica je četvrta u svetu po broju korisnika i šesta po tržišnoj vrednosti u svom sektoru. Telefonica zahvata 75 odsto domaćeg tržišta. Ima značajno prisustvo u 15, dok operiše u skoro 40 zemalja sveta. Godine 2006. Telefonica je kupila Telekom Češke, a u China Netcom poseduje pet odsto akcija. Najveći deo vlasništva nad kompanijom je u rukama države, ali akcionari su i veliki kapitalni investicioni fondovi kao JP Morgan Chase, BBVA, La Caixa, Citibank i Capital Group.⁵¹ Investicije u 2007. godini iznosile su više od 5,3 milijarde evra. Neto profit Telefonica-e je u 2007. godini porastao za 40 odsto u odnosu na godinu dana ranije, i iznosio je rekordnih 4,44 milijarde evra. Ukupan prihod iznosio je 37,88 milijardi evra.

Španska kompanija Telefonica zabeležila je u prvom tromesečju 2008. godine neto profit od 3,83 milijarde evra. Promet je u drugom tromesečju povećan za 6,5 odsto, na 14,079 milijardi evra. Telekomunikaciona kompanija „Telefonika“ ostvarila je u prvoj polovini ove godine 66,4 odsto veći profit nego u istom periodu prošle godine. Taj rast je pre svega rezultat dobrog poslovanja „Telefonikinih“ ogranaka za fiksnu i mobilnu telefoniju u Španiji. Što se tiče prometa, on je povećan za 10,6 odsto i dostigao je vrednost od 27,826 milijardi evra.⁵² Španska telekomunikaciona kompanija je zbog ostvarivanja pomenutih rezultata morala da poveća i predviđanja vezana za poslovnu 2009–2010. godinu, tako da sada planira rast prometa između 8 i 10 odsto, dok je prethodno predviđanje bilo između šest i devet odsto, a neto profita, koji je prema ranijim predviđanjima trebalo da bude između 14 i 20 odsto, za 19 do 23 odsto.

Grčka vlada će prodati još jedan deo vlasništva u kompaniji OTE, strateškom investitoru koji će učestvovati u upravljanju kompanijom. U nekadašnjem monopolu u sektoru telekomunikacija država sada ima svega 38,7 odsto vlasništva. Grčka vlada je želela da proda deo kompanije međunarodno priznatom operateru. Interesovanje za OTE pokazali su nemački, francuski i španski telekomunikacioni sistemi. Većinski paket akcija kupio je Deutsche Telecom. Država će, zadržati pravo glasa u OTE, kako bi obezbedila vitalne nacionalne interese u sektoru telekomunikacija. U prvom kvartalu 2008. godine OTE je zabeležio neto profit od 109,7 miliona evra, za 38 odsto veći nego u istom periodu 2007. godini.⁵³

Prema pisanju grčke štampe, država će prodati još 18 odsto akcija kompanije OTE. Ako se na to odluči, vlada će morati da izmeni važeće propise prema kojima država u OTE drži

⁴⁹ France Telecom., web site: www.francetelecom.fr

⁵⁰ Isto

⁵¹ Telefonica Španija. Web site: www.spanija.org/telecom

⁵² Isto

⁵³ Telekom Grčka: Internet site: www.ote.gr

minimalno 33 odsto. Ministar saobraćaja Grčke Mihalis Ljapis rekao je da će prodaja dela državnog kapitala u OTE „doneti bolji kvalitet i jeftinije usluge“ potrošačima. Telekomunikacijske usluge su u Grčkoj skuplje, kako u fiksnoj, tako i u mobilnoj telefoniji, nego u većini ostalih zemalja EU, dok je proboj širokopojsnog Interneta najmanji u EU.⁵⁴

U Nemačkoj je izvršena nagla liberalizacija, a rezultat tog procesa bili su:

1. lokalna mreža je otvorena 1998. godine, uvedena je potpuna konkurencija uz neograničen broj licenci,
2. Deutsche Telecom (DT) ima 40 konkurentskih telekom operatora međumesnih usluga,
3. uvođenje liberalizacije cene su naglo pale, za međunarodni saobraćaj cene su pale do 70 odsto,
4. u toku 1998. godine DT je izgubio 30 odsto na tržištu,
5. do 2003. godine propala je većina konkurenata iz fiksne telefonije, konkurencija je sada zasnovana na ograničenoj infrastrukturi (međunarodna PSTN),
6. agresivnom liberalizacijom došlo je do dramatičnog pada tarifa⁵⁵

DT je jedan od većih telekomunikacionih giganta, koji je u 2003. godini zabeležio neto gubitak u visini od 28 mld eura zbog otpisivanja skupih ulaganja i proširivanja na nova tržišta OTE, MATAV itd). Operativni gubici u DT iznosili su oko 8 mld eura. Kao kompenzaciju za takve gubitke DT je najavio prodaju akcija T-Online International, svoje internet jedinice, u kojoj je smanjio učešće sa 81,7 odsto na 73,5 odsto u cilju proširenja baze akcionara u T-Online International i povećanja likvidnosti akcija. U procesu restrukturiranja dugovanja DT odvajala delove poslovanja koji se ne odnose na osnovnu delatnost. Smanjenju duga doprinelo je poboljšanje novčanih tokova i prodaja imovine, kao i poboljšanje odnosa eura i dolara. DT u cilju racionalizacije poslovanja planirao je i otpuštanje oko 55.000 zaposlenih radnika, od toga 46.000 u Nemačkoj, a to očekuje i od mađarske telekomunikacione kompanije MATAV u kojoj ima većinski vlasnički udeo od 59,5 odsto. Razlog za primenu ovih mera racionalizacije je sve izraženija konkurencija na telekomunikacionom tržištu.⁵⁶

Generalno, poslednjih godina na tržištu telekomunikacija prisutne su i pored pozitivnih efekata i negativne tendencije. U svetskoj industriji telekomunikacija od početke 2001. godine došlo je do radikalnog smanjenja broja zaposlenih, dok su veliki proizvođači telekomunikacione opreme smanjili kapacitete za oko 50 odsto. Investicija u 2,5 generaciju mobilnih telefona (GPRS) pokazala se kao promašaj, tako da su mnoge kompanije počele da sužavaju obim poslovanja. Telekom operatori su utrošili ogromne iznose na licence za 3G usluge (UMTS – usluge mobilne telefonije treće generacije). Uprkos tome, Evropska Unija zastupa stav o strogo poštovanju principa konkurencije, što isključuje mogućnost da se državna pomoć koristi kao instrument konsolidacije poslovanja kompanija u telekomunikacionoj industriji, kao i spasavanje od pada cena akcija ovih kompanija.

U narednim tabelama pokazana su kretanja na telekomunikacionom tržištu tokom 1992– 2006. godine u segmentu državnog učešća u vlasništvu, liberalizaciji i privatizaciji javnih telekomunikacionih operatora, a kao rezultat tih procesa razvoj konkurencije i veći priliv stranih investicija.

⁵⁴ Telekom Grčka: Internet site: www.ote.gr

⁵⁵ Telekom Nemačka: Internet site: www.deutschetelecom.com

⁵⁶ Isto

Tabela 4.2.4. Vlasništvo i privatizacija javnih telekomunikacionih operatora

PTO		Državno	vlasništvo u %
Zemlja	Kompanija	1992	2006
Nemačka	DT	100	0
Francuska	FT	100	10
Grčka	OTE	100	40
Italija	Telecom Italia	50	5
Španija	Telefonica	35	0
Velika Britanija	BT	22	0

Izvor: Financial Times, 2007

Tabela 4.2.5. Pregled stepena liberalizacije poštanskog tržišta u zemljama članicama EU u 2007. godini

Zemlja	Rezervisani sektor obuhvata pismonosne pošiljke mase do:
Švedska	Nema monopola
Nemačka	200g
Italija	350g
Francuska	350g
Španija	350g
V. Britanija	350g
Grčka	350g

Otvaranje tržišta telekomunikacija zahtevalo je veću efikasnost prema potrošačima. U EU su ustanovljene univerzalne telefonske i poštanske usluge u cilju podizanja nivoa kvaliteta. Zemlje članice su do 2007. godine zadržale monopol nad pismenim pošiljkama (tabela 4.2.5.) ispod 350 gr. Monopoli su ocenjeni kao višestruko štetni, a ponovno razmatranje ograničenja monopola očekuje se 2009. godine.⁵⁷

4.2.2. Energetski sektor sa posebnim akcentom na British Petroleum – Velika Britanija

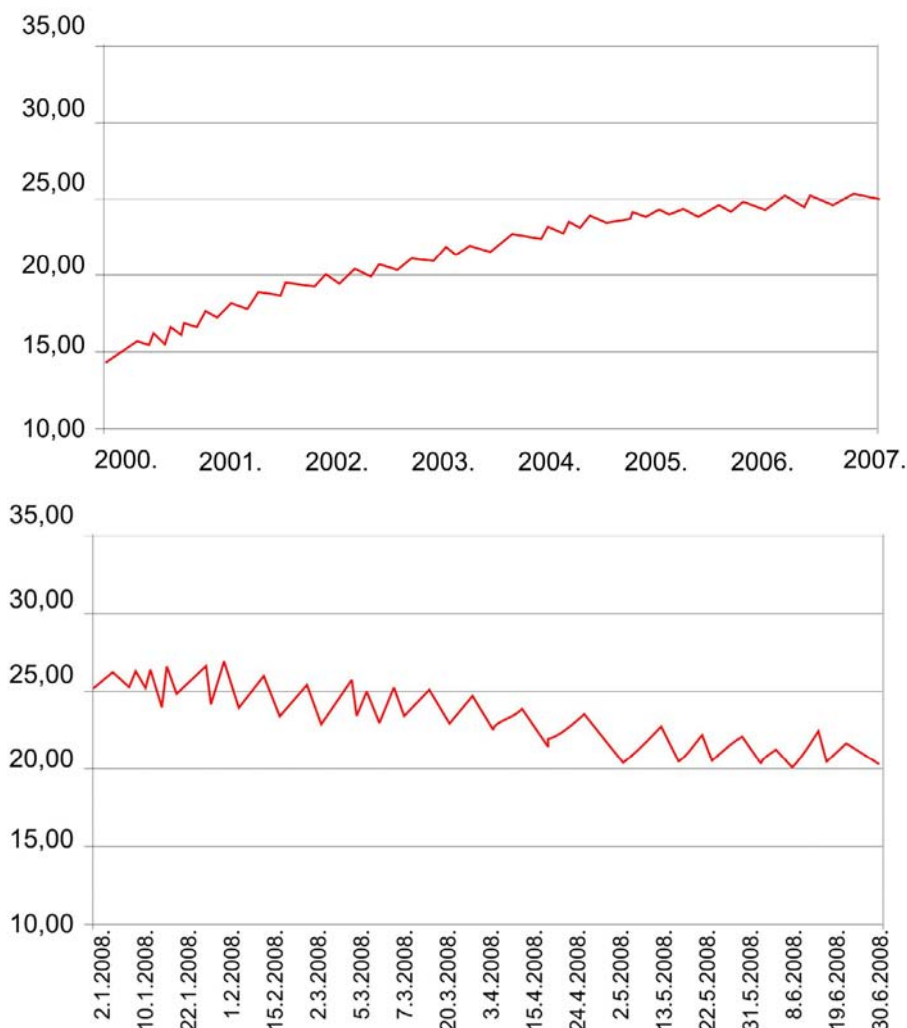
British Petroleum (BP), u britanskom energetskom sistemu, poznata multinacionalna naftna kompanija sa sedištem u Londonu, Engleska, UK. Jedna je od najvećih korporacija sa privatnim sektorom za energiju i među šest najvećih u svetu. British Petroleum (BP) je osnovan kao Anglo – Persian naftna kompanija 1909 godine. Na početku prva svojina BP (bušotine) su bile na teritoriji Iraka, Abu Dabija, Kuvajta i Katara. Između 1914–1955 godine, državna svojina je prelazila 50 odsto. Privatizacija BP je počela posle deset godina, kada je britanska vlada prodala oko 32 odsto kompanije javnosti. 1995 godine, i preostalih 18 odsto vladnih akcija od BP je prodano javnosti, tako je i potpuno privatizovan. BP je dvanaesti najveći proizvođač sirove nafte na svetu i najveća britanska industrijska kompanija.⁵⁸

⁵⁷ IB Revija, Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize i razvoj; Ljubljana 2008

⁵⁸ British Petroleum: Internet site: www.britishpetro.com

Pogledajmo kretanje cena akcija u odabranom periodu.

Grafikon 4.2.3. – Kretanje cena akcija British Petroleum-a na berzi u Londonu za period 2000.-30.06.2008.god



Izvor: Berza u Londonu: Internet site: www.londonstockexchange.com

Rezultat privatizacije je doveo do povećane zainteresovanosti stranih ulagača, naročito u SAD – na najvećem kapitalnom tržištu na svetu, 17 odsto BP su držali U.S.A. investitori, sa još 6 odsto vlasništva od 1991. Akcijama BP trgovalo se na berzama u Londonu, Njujorku, Parizu i Frankfurtu. Akcije BP na vodećim svetskim berzama pokazuju konstantan rast, blago usporavanje 2005. godine i stagnaciju 2006. i 2007. godine, a u prvoj polovini 2008. godine dnevne oscilacije i blagi pad.

Poseban akcenat u ovom radu stavili smo na BP, jer je Velika Britanija u sektoru energetike, kao i u svim ostalim sektorima prva započela proces privatizacije i po uzoru na britanski model, privatizovana je većina kompanija u sektoru energetike i u ostalim razvijenim zemljama kao i u nekim manje razvijenim. Osnovna ideja britanskog modela bila je da su delatnosti proizvodnje i trgovine u energetskom sektoru neopravdano prirodni monopoli i da se mogu prepustiti uticaju konkurencije.

Od dvanaest regionalnih kompanija iz oblasti elektronike u Engleskoj i Velsu koje su privatizovane 1990. godine u njih sedam su distributivne i prodajne aktivnosti bile u potpuno odvojenom vlasništvu. Britanska regulacija zahteva odvajanje distributivnih i prodajnih

aktivnosti na dve poslovne aktivnosti u svim aspektima. Prihvaćena je evropska regulacija kroz liberalizaciju tržišta od početka privatizacije u ovom sektoru.⁵⁹

Od 1995. godine dolazi do jačanja akvizicija, a vlada je ponovo intervenisala u cilju zaštite. Rezultati reformi u energetsom sistemu u Velikoj Britaniji su povoljno ocenjeni.

OMV je osnovan da bi sa austrijskom vladom ostao u naftnoj industriji, a pogotovo kada je u pitanu rafinerija Schwechat. U 1955. godini državni vlasnik Marthalanac usluga (pumpi) nosila je Aral brend, takodje postojao je mali nacionalni lanac koristeći OROP. Kasnih osamdesetih, OMV je vlasnik regionalnog lanca brenda Stroh iz Vijene i Istoka, i većinski vlasnik benzinskih pumpi u Austriji. Prateći delove privatizacije iz 1987. godine, OMV je zastupao Aral (ali Aral je zadržao smanjenu prisutnost na tržištu sve do 2003. godine). Od 2000. godine OMV-e, postaje veliki austrijski brend. Dalje, OMV se širio na susedno tržište uključujući Srbiju, Sloveniju, Česku i Slovačku, Hrvatsku, Mađarsku, Italiju i kupio Merk & Co, koje su formalno koristile BP i Deltin brend – Nemački. U 2002. prodato je 40 bivših DEA pumpi snabdevane od MARTIN, a u februaru 2003. je uzeto svih 313 bivših BP (ili ARAL) lokacija u Severnoj Nemačkoj, Mađarskoj i Slovačkoj, kao i BP akcije BAYERNOIL rafinerije. U aprilu 2003 OMV kupuje 141 izlaznu stanicu AVANTI lanca u Austriji, Mađarskoj, Českoj i Slovačkoj i Bugarskoj na kraju 2005, 70 Aral mesta u Českoj. Najznačajnije u 2006/07. godini, je to što je stekao 34 odsto maloprodaje Turske naftne kompanije, PETROL OFISI.⁶⁰

ENDESA je najveća španska energetska kompanija osnovana 1983. godine. A, od 1988. godine španska vlada otpočela je prodaju akcija. I, to na sledeći način 24,4 odsto u istoj godini, 8,7 odsto u 1994. godini, 25 odsto u 1997. godini, 33 odsto u 1999. godini. U 2000. godini Vlada Španije je kontrolisala 42 odsto proizvodnih kapaciteta i 36 odsto snabdevanja električne energije u Španiji. Druga po značaju je kompanija Iberdrola koja je u privatnom vlasništvu i kontroliše 34 odsto proizvodnje. Ostale značajne kompanije u Španiji su: Union Fenose 11 odsto u privatnom vlasništvu proizvodnje i 15 odsto snabdevanja. Španija je potpuno prihvatila direktive EU. Ubrzala je otvaranje tržišta od 2003. godine, a svi potrošači mogu slobodno izabrati snabdevača.⁶¹

Iz izloženog se može uočiti kompleksnost energetskog tržišta u okviru razvijenih zemalja. Svaka zemlja i njen energetski sektor imaju svoje specifičnosti i ne postoji unificirani model privatizacije energetskog sektora, koji se identičan može primeniti u nekoj drugoj zemlji. Komisija EU se zalaže za deregulaciju energetskog tržišta, monopole koji nepovoljno utiču na potrošače treba ukinuti. Svi budući tokovi promene vlasništva, liberalizacije i deregulacije kao i svi dogovori i sporazumi zavisiće od okvira utvrđenih zakonodavstvom EU. Osnovni problem u liberalizaciji tržišta energetskog sektora je smanjenje tenzija između želja za većom efikasnošću, adekvatne konkurencije na neregulisanim tržištima, dugoročne investicije i sigurnost snabdevanja. Liberalizacija tržišta dovodi do većeg tržišnog rizika u odnosu na prethodno vertikalno integrisani sistem, a rešenje za povećani rizik nalazi se u korišćenju hedžing instrumenata i povećanju efikasnosti. Decentralizovano energetsko tržište podstiče investicije, dok koncentracija tržišne moći i mali broj kompanija povećavaju mogućnost kontrole kroz cene.⁶²

⁵⁹ British Petroleum: Internet site: www.britishpetro.com

⁶⁰ Naftna kompanija OMV: Internet site: www.omv.com

⁶¹ Internet site: www.endesa.es

⁶² Newbery David, McDaniel „Auction and trading in energi market“ 2007

Tabela 4.2.6. Vlasništva preduzeća u oblasti električne energije i gasa u nekim razvijenim zemljama u 2006. godini

Zemlja	Proizvodnja	Distribucija	Prenos gasa
Velika Britanija	privatno	privatno	privatno
Austrija	D/ G-R	D/ G-R	P/D
Francuska	D/P	D	–
Portugalija	D/P	D/P	D
Španija	D/P	D/P	–
Švedska	D/P	D	–

Legenda: G-R – gradske ili regionalne, P-privatno, D-državno

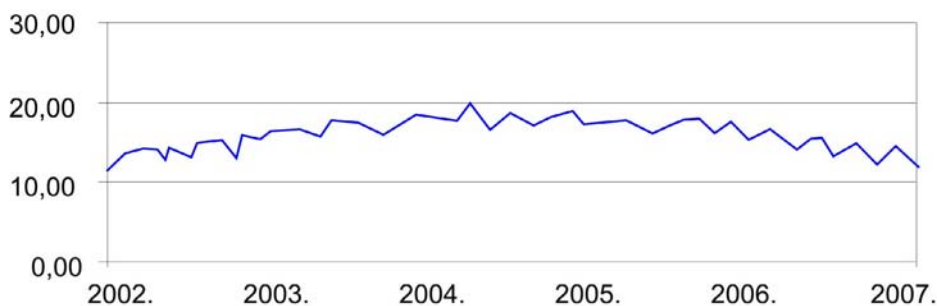
Izvor: Financial Times, 2006.

Tabela 4.2.6. jasno nam govori da privatni sektor energetike u razvijenim zapadno- evropskim zemljama, još uvek ne samo da nema dominantnu vlasničku ulogu. Izuzetak, je Velika Britanija gde je energetska sektor u privatnom vlasništvu.

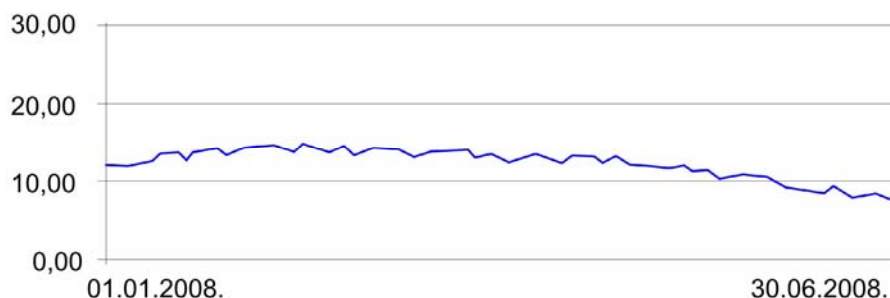
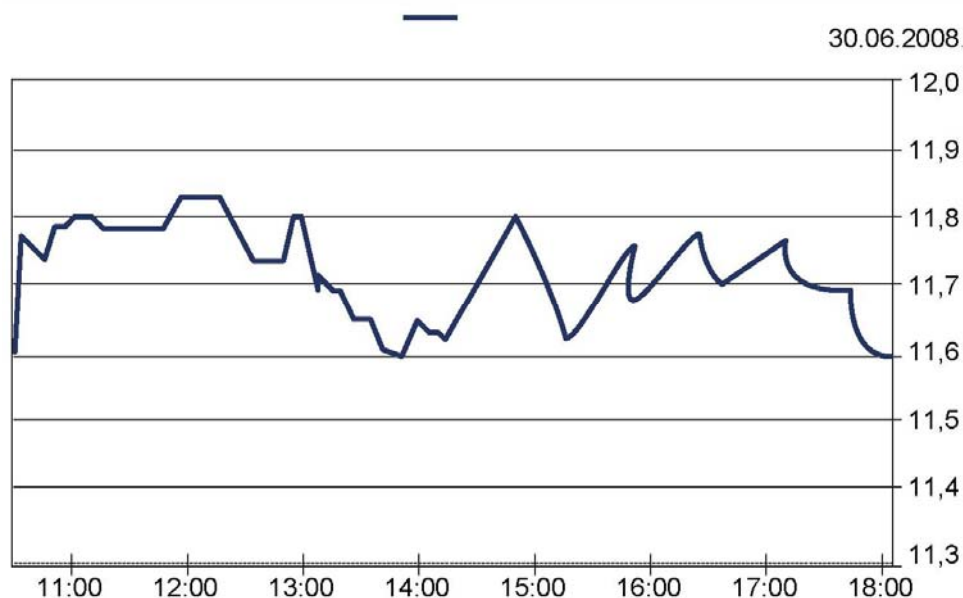
5. ANALIZA JAVNIH PREDUZEĆA I TRŽIŠTA KAPITALA U TRANZICIONIM ZEMLJAMA -NOVIM ČLANICAMA EU

5.1. PRIVATIZACIJA TELEKOMUNIKACIONIH KOMPANIJA SA POSEBNIM AKCENTOM NA MATAV - MAĐARSKA

Telekomunikacionu kompaniju MATAV iz Mađarske izdvajamo, jer su nam dobro poznati strogi kriterijumi koji moraju biti ispunjeni da bi se akcijama neke kompanije trgovalo na berzi u Njujorku. Mađarska telekomunikaciona kompanija MATAV je jedna od tih „velikih igrača“, i to najviše zahvaljujući uspešno izvedenoj privatizaciji. MATAV je jedna od prvih telekomunikacionih kompanija u Centralnoj Evropi čije su akcije kotirane na New York Stock Exchange.

Grafikon 5.1.1. Kretanje cena akcija MATAV-a za period 2002.- 2007.

Izvor: Budimpeštanska berza (Budapest Stock Exchange) Internet site: www.bse.hu

Grafikon 5.1.2. Kretanje cena akcija MATAV-a za period od 01.01.-30.06.2008.⁶³**Grafikon 5.1.3. Kretanje cena akcija na dan 30.06.2008. MATAV**⁶⁴

Na grafikonima prikazana je poslednja cena sa početnim datumom 07. 02. 2002. godine. Konstantna aktuelnost rasta kompanije je vidljiva na grafiku, kao i same akcije. Cena im je visoka, tj. bila visoka tokom čitavog preioda od pojavljivanja na berzi, pa sve do 2007. godine, kada cene akcija imaju tendenciju blagog pada. Loše je počela u 2008. godini, sa tendencijom pada. Deutsche Telekom postaje većinski vlasnik. 14. novembra 1997. godine MATAV počinje simultano trgovinu akcijama na berzama u Budimpešti i Njujorku (prvo preduzeće iz Istočne Evrope čijim akcijama se trguje po strogim pravilima New York Stock Exchange) sa 26.31 odsto. Sa ovim transakcijama MATAV postaje prva kompanija u Centralnoj i Istočnoj Evropi, sa akcijama po propisu New York Stock Exchange (berza u Njujorku). U leto 1999 APV rt (državna privatizaciona i holding kompanija) prodaje ostatak akcija u paketu od strane mađarske države.

Znači, privatizacija MATAV-a počinje 1990. godine, kada su mađarske telekomunikacije odvojene od pošte. Menadžment kompanije postavio je kao cilj nalaženje strateških partnera

⁶³ Izvor: Budimpeštanska berza (Budapest Stock Exchange) Internet site: www.bse.hu

⁶⁴ Izvor: Isto

koji mogu da garantuju ubrzani proces tehnološkog razvoja i transformaciju MATAV-a u tržišno orijentisanu kompaniju, za šta je trebalo obezbediti dodatna finansijska sredstva. Istovremeno, država je hitno morala da popuni praznine u svom budžetu, sredstava nikako nije bilo dovoljan za smirivanje socijalnih nezadovoljstava, to je već poznat uvodni scenario za zemlje u tranziciji.

Menadžment MATAV-a napravio je preliminarni koncept privatizacije i time povukao prvi potez. Odgovor države je bio zadovoljavajući prihvatanje teza i priprema terena za donošenje pravnih regulativa i koncepta privatizacije. Takođe, formirana je i državna Agencija za privatizaciju (AVY), institucija odgovorna za sadržaje i sprovođenje procesa čime je država (vlada) preuzela obavezu da omogući ostvarivanje ciljeva parcijalne privatizacije telekomunikacionog tržišta, i razvoj konkurentnog tržišta.⁶⁵

Ciljevi kompanije i države bili su konačno udruženi oko ideje da je uvođenje finansijskih, tehnoloških i resursa znanja esencijalno za razvoj mađarskih telekomunikacija. Izabran je model prodaje putem javnog tendera, a kompanija je transformisana u akcionarsku kompaniju sa nekoliko vlasnika. Ponude potencijalnih kupaca su pored cene morale biti potkrepljene kvalitetnim biznis planom, što je ujedno predstavljalo poseban kriterijum rangiranja.

Osvajanjem tendera 1993. godine, vlasnik 30 odsto kompanije postaje MAGYARCom, mešovita firma u vlasništvu Deutsche Telecom (DT) i Ameritech, čime je ostvaren prihod od 875 miliona dolara, od kojih je 400 milona direktno uloženo u kompaniju. Naredne dve godine bile su sasvim dovoljne da potvrde dobar izbor partnera, čija je inicijativa zaista okrenula kolo sreće u pravu stranu. U drugoj fazi, 1995. godine, vlada je rešila da smanji svoj udeo u kompaniji i opredelila se da dodatnih 37 odsto proda za sumu od 852 miliona dolara, takođe DT, suma je kompletno, za razliku od prve tranše prodaje, uplaćena u budžet države. Privatizacija MATAV-a bila je ujedno i najveća privatizacija u Istočnoj Evropi. Usledila je prodaja 2,7 odsto akcija zaposlenima i menadžmentu kompanije. Poslednja, treća faza nastupa godinu dana kasnije, inicijalnom prodajom 26,3 odsto akcija u vlasništvu države i MAGYAR-a, koje su istovremeno ponuđene Budapest Stock Exchange (berza u Budimpešti) i New York Stock Exchange (berza u Njujorku). Na kraju, Agencija za privatizaciju, prodala je i preostalih 5,75 odsto vlasništva. Sve tri faze privatizacije praćene su izmenama zakona, amandmanima statuta i revizijom ugovora o koncesijama, koji su time prilagođavani novim uslovima⁶⁶

To znači, da je danas MATAV najvećim delom u vlasništvu MAGYAR-a (koji je jula 2000. kompletno preuzeo Deutsche Telecom). Osim „zlatne akcije“, koje su ostale u vlasništvu države, preostali deo kompanije u posedu je hiljada domaćih i stranih akcionara. Šta na sve to kaže statistika? Što se MATAV-a tiče, nesumnjiva su poboljšanja u mnogim segmentima poslovanja (zapravo ispunjena obećanja i ostvareni planovi sa početka transformacije ove kompanije) – povećana produktivnost, najsavremeniji vidovi usluga, stalan porast prihoda i smanjenje troškova, itd. Što se države tiče, sticanje epiteta regionalnog telekomunikacionog lidera kao veoma privlačan mamac za potencijalne investitore koji žele moderan sistem poslovanja i prikupljanje značajnih sredstava za oživljavanje privrede, su sasvim dovoljni za pozitivne utiske. Ipak, najdirektniju korist osećaju potrošači, i mađarsko društvo u celini.

Ogroman porast broja korisnika telekomunikacionih usluga, edukacija i prihvatanje savremenih ideja poslovanja samo su gruba skica prisvojenih vrednosti. Sami akteri privatizacije MATAV-a priznaju da nisu bili sigurni u ovakav ishod, ali ističu da im nije nedostajalo hrabrosti i volje za ostvarivanje vizije. Liberalno tržište koje je istekom bazičnih

⁶⁵ MATAV. Internet site: www.matav.hu

⁶⁶ Isto

povlastica zaživelu početkom ove godine, za MATAV može predstavljati smanjenje procentualnog učešća u pružanju telekomunikacionih usluga, ali kako oni sami kažu, konkurentska trka dovešće do stalnog narastanja „kolača“, pa će i njihov deo biti dovoljno veliki. Kao dokaz, navodi se „osvajanje“ tendera u privatizaciji makedonskog Telekoma, što samo nagoveštava početak geografske ekspanzije ove kompanije.

Zahtevi ove telekomunikacione kompanije su sledeći:⁶⁷

- povećavanje broja fiksnih linija za najmanje 15,5 odsto godišnje;
- smanjenje liste čeka;
- razvoj Mađarske kao internacionalnog telekomunikacionog čvora, skretnice;
- poboljšanje kvaliteta usluga;
- angažovanje domaćih firmi (proizvoda i usluga) preko 50 odsto; itd.

Raspisivanjem tendera za privatizaciju, značilo je ostvarivanje sledećih ciljeva:⁶⁸

- strateški partner će garantovati realizaciju ciljeva koje je postavila mađarska vlada;
- zemlja poslovnog partnera poštovaće principe mađarske spoljne politike;
- sposobnosti partnera za uspešno vođenje projekata neće biti samo primenjene, nego i predstavljene i implementirane širom zemlje;

Republika Češka je u poslednjih dvadeset godina uspeła dostići zavidan napredak na području telekoma, što uključuje i proces privatizacije, velika kapitalna ulaganja u razvoj fiksne i mobilne infrastukture.

Tabela 5.1.1. Vlasništvo i privatizacija MATAV-a i ČT⁶⁹

		Državno	vlasništvo u %	God. potpune privatizacije
Zemlja	Kompanija	1992	1998	
Češka	Telecom Češke	100	51	–
Mađarska	MATAV	100	5, 75	2000

Češki Telekom (ČT) je nastao 1993. godine, po odvajanju od Češke pošte i nastao kao nacionalni monopolni telekomunikacioni operater, koji je bio odgovoran za napajanje, delovanje i obnovu telekomunikacione mreže i zagarantovano stvaranje fiksne mreže. Na početku 1994. godine ČT je poslovaao kao akcionarsko društvo, koje je bilo sto posto u državnim rukama. Krajem 1998 godine akcije u ukupnoj vrednosti 148 milijardi čeških kruna (danas približno 5.3 milijarde evra) su imale sledeće vlasnike:⁷⁰

- sklad nacionalnog vlasništva Češke Republike 51.1 odsto
- konzorcijum Telsource 33.5 odsto
- pojedini akcionari 15.4 odsto

Konzorcijum je sa ograničenim delom zagarantovao poseban uticaj na poslovanje firme. Taj uticaj je iskoristio u dogovoru sa češkom vladom koja je bila još uvek većinski vlasnik firme, da firmi zagarantuje monopolni status na tržištu telekomunikacija do kraja 2000. godine. Vlada je od strateškog partnera zahtevala delovanje koja bi garantovala razvoj tržišta telekoma. Morali su zagarantovati određeni broj novopostavljenih linija, smanjiti čeka na

⁶⁷ MATAV: Internet site. www.matav.hu

⁶⁸ Isto

⁶⁹ Isto

⁷⁰ Internet :Telekom Češke

novi priključak, poboljšati odzivno vreme operatera i popraviti servis.

Posebno treba istaći kada je u pitanju privatizacija da je, ČT bio 1. 1. 1994. godine reorganizovan u akcionarsko društvo koje je bilo 100 odsto u vlasništvu države. Odmah posle reorganizacije firme u akcionarsko društvo, interesovanje za otkup akcija firme pokazao je konzorcionalni inვენstitor Telsource (povezano društvo koje je u 51 odsto u vlasti KPN i ROYAL DUTCH Telekom i 49 odsto u vlasništvu SWISSCOM). TELSOURCE je svoje namere ispunio 1995. godine, kad je vlada preko javne ponude prodala 27 odsto akcija firme. Ukupan iznos od prodaje je iznosio 1.08 milijardi evra. Većinski vlasnik – država je pomenuti iznos investirala u firmu gde su pare namenili u obimno restruktuiranje infrastrukture i u razne investicione programe koje bi im omogućili dobru pripremu za dolazeću konkurenciju.⁷¹

Stateški investitor TELSOURCE je pored već pomenutih 27 odsto iz 1995. godine dobio još 6.5 odsto dela 1998 godine i tako svoj deo u preduzeću povećao na 33.5 odsto. Vlada je krajem 1998. godine kad se zaključila „prva faza privatizacije“ imala u vlasništvu 51.1 odsto dela i „zlatnu akciju“ preko nacionalnog sklada za vlasništvo (FNM). Ostatak 15.4 odsto akcija ČT su u vlasništvu imali privatni investitori, koji su akcije pridobili na praškoj i londonskoj berzi preko globalnih potvrda o vlasništvu (GDR).

Nastavak privatizacije ČT je išao preko Saveta Češke, koji je prodaju 51.1 odsto akcija češkog nacionalnog operatera prvi put objavio novembra 2002. godine. Za kupovinu su se takmičili strateški telekomunikacioni operateri i finansijski ulagači. Tadašnja Vlada Češke je sa prodajom očekivala 2.6 milijardi evra, ali nije našla pravog kupca jer je primila ponudu finansijskog konzorcija Deutsche Bank, danskog operatera TDC i Blackstone Group, koji bi dao 1.8 milijardi evra.

Oglas za prodaju su ponovo objavili krajem 2004. godine kad su se razmere na tržištu telekomunikacija popravile, pa su zatražili mnogo više nego što su bile ponude u 2002 godini. Tako se privatizacijski odbor, maja 2005. godine, odlučio da će se državni deo koji je činio 51.1 odsto, prodati Telefonici-Španija i to za 2.746 milijardi evra. Te iste godine Telefonica je otkupila od malih akcionara još akcija i uspela da poveća svoj deo na 69.4 odsto. Telefonica koji je treći najveći telekomunikacijski operater na svetu je sa kupovinom ČT videla priliku povećanja broja potrošača i sa tim postavljanje strateškog cilja, koji predviđa da će Telefonica do 2010 godine biti u grupi najvećih telekomunikacionih preduzeća u svetu.

Kao rezultat procesa privatizacije u Češkoj je povećan broj novih priključaka, redukovana je lista čekanja za dobijanje priključaka, planirano je investiranje u 480.000 novih linija i povećanje stope digitalizacije sa 33 odsto u 1997. godini na 100 odsto u 2002. godini. ČT je investirao oko 1 bil USD u novu digitalnu mrežu (SDH technology). U kompaniji je izvršena redukcija radne snage sa 25.000 krajem 1997. godine na 15.000 u 2000. godini. Pored proširenja mreže došlo je do povećanja produktivnosti kroz povećanje broja linija po zaposlenom, sa početnih 134 na 290 krajem 2000. godine, čime je premašen prosek EU koji od 205 linije po zaposlenom.

Proces privatizacije bugarske telekomunikacione kompanije (BTC) otpočet je u sklopu priprema za liberalizaciju tržišta telekomunikacija. Liberalizacija ovog sektora je postavljena kao jedan od preduslova koji Bugarska mora da ispuni ukoliko želi u EU. Stanje BTC sredinom devedesetih godina je bilo nezadovoljavajuće. Usluge BTC niskog kvaliteta, prodavane su na malom tržištu, uz istovremeno održavanje velike mreže. U navedenim okolnostima je postalo jasno da vlada neće moći sama, bez partnerstva sa nekim od velikih telekomunikacionih operatera. Zbog svega navedenog proces privatizacije je prihvaćen kao

⁷¹ Internet :Telekom Češke

neminovnost. On je u nekoliko navrata neuspešno otpočinjan. Socijalistička Vlada premijera Videnova je krenula sa privatizacijom BTC, u 1996. godini sa preovlađujućim ciljem smanjenja budžetskog deficita. Procene kapitala za 25 odsto kapitala kompanije pokazale su se kao nerealne, a da je realna cena daleko ispod očekivane i Vlada Bugarske je odustala od prodaje. Početkom 1999. godine došlo je do novog pokušaja privatizacije BTC. Za razliku od prethodne, za Vladu premijera Kostova privatizacija BTC je bila važna kao signal potencijalnim investitorima da je u zemlji nova klima.

U proceduri tenderske prodaje je stigla ponuda od holandsko-grčkog konzorcijuma KPN/OTE. Krenuo je dug proces pregovora sa konzorcijumom koji je krajem 1999. godine neuspešno okončan. Za razliku od privatizacije Telekomu „Srbija“ koja se iste godine, odvijala u relativno zatvorenim okolnostima, privatizacija BTC je u znatno većoj meri bila izložena pogledima javnosti.

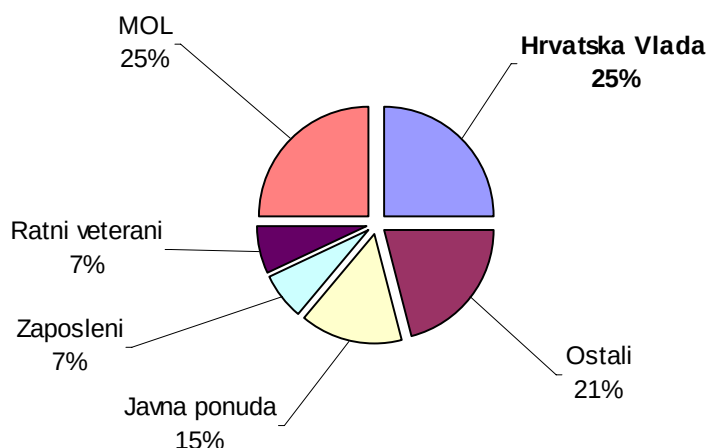
Moguće je sagledati i neke zahteve, neuobičajene za tržišne ekonomije, koje ispostavljaju strani investitori u pregovoru sa vladama tranzicionih zemalja. Ovo je posebno zanimljivo s obzirom da je jedan od pomenutih članova konzorcijuma KPN/OTE aktuelni akcionar Telekomu „Srbija“ a. d. I pored odabranog monitoringa pregovori sa konzorcijumom KPN/OTE nisu bili zadovoljavajuće transparentni. Dovoljan primer je činjenica da se nikada nije saznalo koliki je udeo svake od ove dve kompanije u konzorcijumu. S obzirom da je grčka kompanija OTE u 1999. godini bila velikim delom u državnom vlasništvu, a upornim odbijanjem da se saopšti takva informacija su možda prekršene odredbe Zakona o transformaciji i privatizaciji državnih preduzeća. Naime, ovim zakonom je propisano da učesnik u procesu privatizacije može biti pravno lice sa manje od 50 odsto državnog kapitala. Od samog početka privatizacije konzorcijum KPN/OTE je uslovljavao potpisivanje ugovora sveobuhvatnim reformama zakona prema njihovim predlozima. Iako je sasvim jasno da proces donošenja zakona ne može biti predmet pregovaranja vlade i privatnog pravnog lica, očigledno je želja ovog konzorcijuma da zakone prilagodi ograničenim privatnim interesima. Konzorcijum je zahtevao da dobije monopol na međunarodni saobraćaj i to do kraja 2004. godine, da mu monopolska pozicija bude garantovana na pružanju internih usluga preko kablovskih mreža i sl.

5.2. PRIVATIZACIJA KOMPANIJA U SEKTORU NAFTE I GASA SA POSEBNIM AKCENTOM NA: GASPROM-RUSIJA, MOL-MAĐARSKA I INA-HRVATSKA

U pitanju su moćne naftne kompanije kod kojih se može najbolje analizirati proces privatizacije i njihov uticaj na berzi.

INA je hrvatska naftna kompanija s pedesetogodišnjom tradicijom, osnovana 1963. godine spajanjem preduzeća za istraživanje i proizvodnju nafte i rafinerija u Rijeci i Sisku. Danas je INA srednje velika evropska naftna kompanija koja ima vodeću ulogu u naftnom poslovanju u Hrvatskoj i značajnu ulogu u regiji, u istraživanju i proizvodnji nafte i plina, preradi nafte, te distribuciji plina, nafte i naftnih derivata. Kada je vladina kancelarija za odnose s javnošću obavestila da je završena prodaja akcija INA-e, kupilo ih je 28.066 sadašnjih i bivših zaposlenih INA-e, te im je ukupno prodano 628.695 akcija.

Akcije su kupovali sadašnji i bivši zaposlenici INA-e po prosečnoj ceni od 1.366,48 kuna po akciji, te je na taj način prikupljeno ukupno oko 859,1 milion kuna. Kako je prema Zakonu o privatizaciji INA-e određeno da će se sadašnjim i bivšim zaposlenima INA grupe prodati do 7 odsto akcija, neprodane akcije ostaju u vlasništvu RH. Razlika između ponuđenih i kupljenih je 71.305 akcija koje će ostati u vlasništvu države.

Grafikon 5.2.1. Vlasnička struktura INA-e

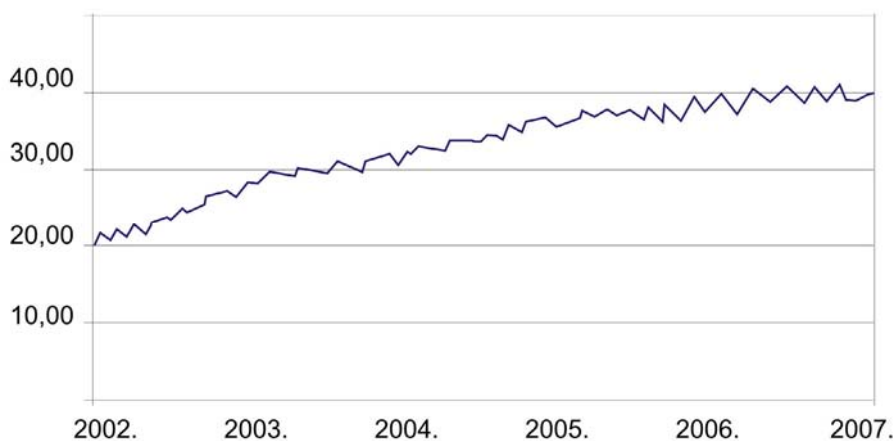
Izvor: Zoran Jeremić – Sektor nafte i gasa na finansijskom tržištu- 2005.

Sadašnji i bivši zaposleni su akcije mogli kupiti pod povoljnijim uslovima u dva kruga. U prvom krugu na cenu od 1.690 kuna po akciji imali su osnovni popust od 5 odsto te po 1 odsto za svaku godinu staža, a svaki je zaposleni mogao kupiti osam akcija, a oni s više od godinu dana staža još 10, odnosno ukupno 18 akcija. U drugom krugu mogli su učestvovati samo zaposleni s više od godinu dana staža i oni koji su se izjasnili da kupuju dodatne akcije. U drugom krugu, su mogli kupiti do osam akcija. U tom su krugu mogli kupovati akcije po ceni od 1. 690 kuna bez popusta. Ukupno je akcije INA-e, pod povoljnim uslovima moglo kupiti oko 45.100 zaposlenih, pa proizlazi da u kupovini nije učestvovalo više od trećine, odnosno oko 17. 000 sadašnjih i bivših radnika INA-e.

Najlikvidnije akcije na berzi u Zagrebu 2007. godine bile su akcije INA-e, HT-Telekomunikacije i Adris grupe, koje su u ukupnom prometu iz trgovine akcijama učestvovala sa gotovo 20 odsto. Promet u trgovini akcijama naftne kompanije INA u 2006 godini vredeo je više od 1,5 milijarde kuna (205,47 miliona evra). Ukupno je tokom 2006. na berzi u Zagrebu zabeležen promet veći od 64 milijarde kuna (8,76 milijardi evra), za 30 odsto veći nego 2005, pri čemu je promet iz redovne trgovine akcijama porastao za 53 odsto, na 21,45 milijardi (2,93 milijarde). Indeks akcija CROBEX godinu završava na nivou od 5.000 poena koji je ove godine preskočio prvi put za deset godina računanja. Vrednost indeksa CROBEX je i tokom 2007. godini, ostao skoro isti. Tržišna kapitalizacija na berzi u Zagrebu povećana je u 2006.godini za 61 odsto, na gotovo 382 milijarde kuna (52,32 milijarde evra).

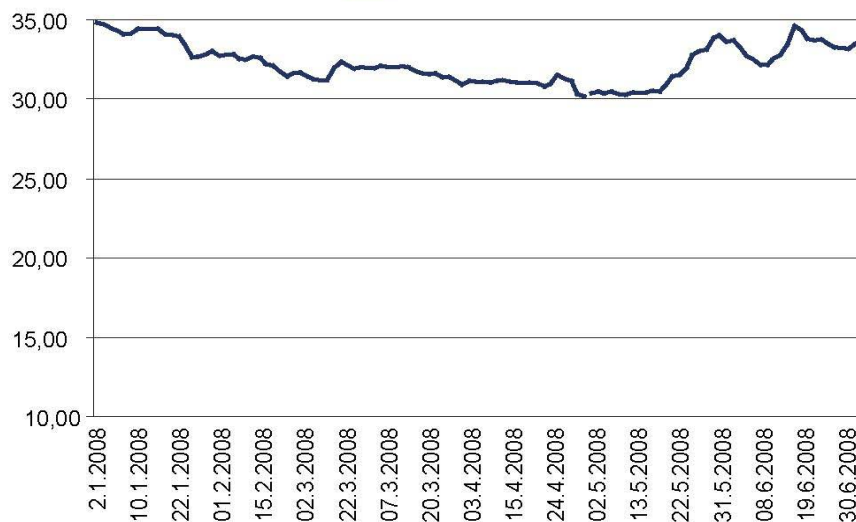
Strukturu tržišta nafte, naftnih derivate i prirodnog gasa Mađarska ima, sa sledećom strukturom: 2 proizvodne kompanije, 1 transmisiona kompanija, 1 velikoprodajna kompanija, 1 skladišna kompanija, 1 transportna kompanija (TSO), 11 distributivnih kompanija/javnih preduzeća koja se bave snabdevanjem, 3 kompanije koje se pored snabdevanja bave i trgovinom. Od celokupnog tržišta gasa otvoreno je 40 odsto a veliko prodajne cene i cene za krajnje potrošače su regulisane. Akcijama MOL-a trguje se na berzama u Budimpešti, Luksemburgu i dr.

Grafikon 5.2.1. Kretanje cena akcija MOL-a na Berzi u periodu 2002-2007. godine

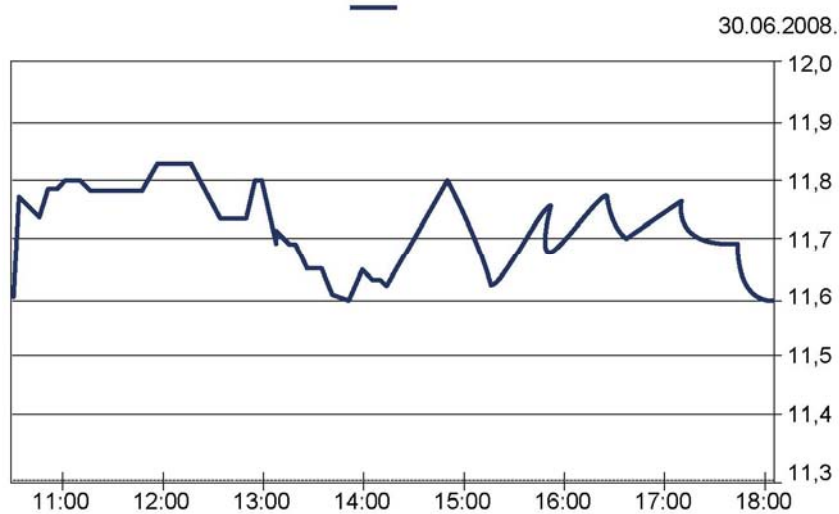


Izvor: Budimpeštanska berza (Budapest Stock exchange) Internet site: www.bse.hu

Grafikon 5.2.2. Kretanje cena akcija MOL-a za period 1.01.-30.06.2008.



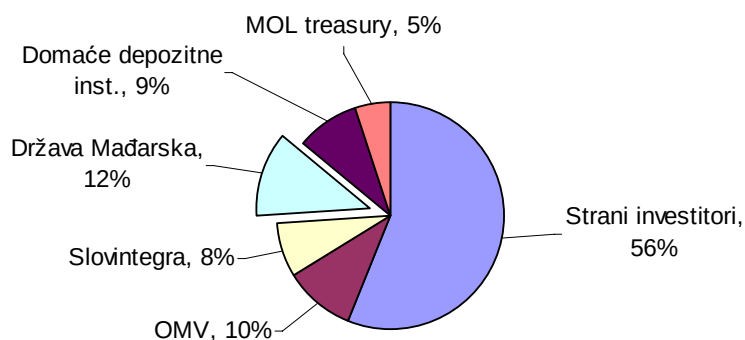
Grafikon 5.2.3. Poslednja cena akcija MOL-a na dan 30-06. 2008. g



Izvor: Budimpeštanska berza (Budapest Stock Exchange) Internet site: www.bse.hu

Periodi u kojima cene akcija rastu su različiti, na grafikonima se može videti da su kretanja cena akcija MOLa slična kretanju cena akcija većini preduzeća iz sektora nafte i gasa. Može se reći da je period do 2006. godine beležio dinamičan rast. U 2007. godini imamo tendenciju blagog pada cena akcija, kao i u prvoj polovini 2008. godini. Nakon kupovine novih preduzeća i pumpi cena akcija se itekako razlikuju u odnosu na prethodne godine, pogotovo nakon privatizacije, što ćemo videti u daljem tekstu. Mađarska naftna kompanija MOL, je nacionalna naftna kompanija čije su aktivnosti istraživanje, proizvodnja, obrada i distribucija, što predstavlja rezultate reorganizacije proteklih aktivnosti kompanije, za gas i naftu, OKGT (Orzages Koolaj es Gazi pari Troszi). Distribucija kapitala MOL-a je aktuelna između OMV (9 odsto), međunarodnih institucionalnih ulagača (38 odsto), nacionalnih institucionalnih ulagača (19 odsto) i slovačkih kompanija Slovinega i Slovvena.⁷² MOL je kompanija koja se bavi i proizvodnjom, transportom i izvozom prirodnog gasa; „igra“ ulogu samostalnog kupca i snabdevača kompanija za distribuciju. U MOL-u je 2000. došlo do rekonstrukcije, aktivirali su gas na tri strane (skladištenje, transport i prodaja). Prateći slabe cene gasa na tržištu, politika vlade je bila da se MOL podrži bez obzira na teške gubitke (milion USS / dan). MOL je želeo, posle svega, da država uzme u obavezu deo prodaje.⁷³ Kompanija je „ubacila“ u svoju mrežu usluga, pogodne prostore za kupovinu 60 pumpi u Rumuniji od Royal Dutch Shell u novembru te godine. Mesec dana kasnije, MOL je zakoračao na tržište kao čist naftno – kompanijski igrač.

Grafikon:5.2.4. Vlasnička struktura MOL-a⁷⁴



Najveća Mađarska kompanija MOL (formalno Mol Olaes Gazipari rt) je ujedno i jedna od najvećih naftnih kompanija Istočne i Centralne Evrope. MOL je aktivirao eksploataciju i proizvodnju sirove nafte, legalno je špekulisao u Sibiru, kao što su prerada, transport, skladištenje, mala i velika distribucija. Kompanija snabdeva najveću mrežu pumpi, na mestima kupljenim samo za te usluge. U Mađarskoj, MOL snabdeva 400 pumpi. Kompanija takođe snabdeva pumpe u Hrvatskoj i Sloveniji. Rumunija spada u grupu najvećih stranih maloprodajnih tržišta sa 130 pumpi, uključujući 60 pumpi kupljenih od Shell – a u 2004 godini. MOL je takođe taj deo Evrope, snabdevao prirodnim gasom. U decembru 2004. godine, prodao je najveći deo već novčano izgubljenog gasa biznismenima u Nemačkoj, za 2.1 bilion. Mađarska vlada je vratila 23 odsto MOL – a u 2004. godini, i kompanija je objavila prodaju od \$ 7. 9 miliona.

U Poljskoj je do 2003. godine poslovaio vertikalno integrisani monopol, koji je kontrolisao više od 95 odsto tržišta gasa (proizvodnju, transmisiju i distribucije). Puno odvajanje

⁷² Internet site: www.ina.hr

⁷³ Internet site: www.mol.hu

⁷⁴ Zoran Jeremić – Sektor nafte i gasa na finansijskom tržištu- 2005.

(unbundling) rezultirao je formiranje 6 distributivnih kompanija od 2003. godine i jedne kompanije u oblasti eksploatacije nalazišta od 2004. godine. Od 1. januara 2003. godine tržište gasa je otvoreno sa 40 odsto, a izvršena je harmonizacija energetske politike sa direktivama EU. U procesu privatizacije Poljska je prodala kontrolni paket akcija naftnog kompleksa Plock inostranim partnerima, uglavnom američkim firmama. Plock je 1998. godine bio četvrta kompanija na listi sto najuspešnijih kompanija u Poljskoj. Poljska vlada je, takođe odobrila prodaju 18 odsto akcijskog učešća glavnog poljskog proizviđača i distributera nafte PKN Orlean. Ključni ponuđači su bili mađarski MOL i austrijski OMV. Privatizacija je započela krajem 1999. godine. Danas je PKN glavna naftna kompanija koja kontroliše 75 odsto domaćeg tržišta za prerađivanje nafte i oko 40 odsto tržišta za prodaju nafte. Francuska banka Paribas je odobrena za konsultanta ove najveće firme u Poljskoj. Poljska vlada je našla strateški interes u prodaji 75 odsto akcijskog učešća u Nafta Polska, drugog po veličini naftnog koncerna u Poljskoj britanskoj firmi Rotch Energy. Rotch namerava da investira u proširenje kapaciteta rafinerije, modernizaciju kapaciteta po ekološkim standardima i proširenje prodaje mreže. Rafinerija Gdanska S. A. je sklopila sporazum sa kompanijom Chevron o korišćenju tehnologije, a za dve manje rafinerije Plock i Gdanska pripremljen je program modernizacije od 1,5 bil USD. Vlada uvodi konkurenciju u gasovodnom sistemu i trgovini gasom. Stane investicije i Poljskoj bile su skromne, norveški Statoil i finški Neste drže zajedno 11 gasovodnih stanica, Conoco 9, Esso i Royal Dutch/Shell zajedno drže 6, a nemački Aral drži 4 stanice. Poljska i Mađarska su započele pregovore o udruživanju naftnih kompanija dve zemlje u cilju uspostavljanja zajedničke razvojne strategije prvenstveno zbog prodora ruskih naftnih kompanija i opasnosti od neprijateljskog preuzimanja od strane zapadnih ili ruskih kompanija. Država ima 28,4 odsto učešća u poljskoj nacionalnoj kompaniji PNK Orlen.

Češka je nakon odvajanja sa Slovačkom (1.1.1993) postala snažan reformator u uspostavljanju tržišne privrede. Češka proizvodi malo energije, naročito uglja. Ona je neto uvoznica energije, zavisna od Rusije. U Češkoj je primenjen plan rekonstruiranja nafte i gasne industrije koji još uvek nije finalizovan. Postojala je velika potreba za stranim investicijama, pojačana težnjom za punom integracijom u Evropsku Uniju i smanjenjem zavisnosti od Rusije. Marta 1996. godine izgrađen je gasovod prema Nemačkoj shodno sporazumu dve zemlje. Dve najveće češke rafinerije, Chemopetrol i Kaucuk su se pojavile u Czech Rafneries sa udelom Unipetrola od 51 odsto novoformirane holding kompanije u petrohemijskoj industriji i Benzina, delom privatizovanog distributera. Novembra 1995. godine izvršena je privatizacija Czech Rafneris kada je Vlada Češke sklopila 672 mil USD vredan sporazum o prodaji 49 odsto udela Czech Rafneries konzorcijuma IOL sačinjenog od Royal Dutch/Shell, Agip i Conoco. Nemački koncern RWE dobio je dozvolu od Komisije za borbu protiv stvaranja trustova da kupi češkog uvoznika i distributera gasa firmu Transgas kao i osam regionalnih distributera gasa u Češkoj. Vrednost transakcije iznosi 4,1 mld eura. Transgas upravlja jednim od najvažnijih gasovoda za transport ruskog prirodnog gasa do Zapadne Evrope. Tržište nafte i gasa je počev od 2005. godine otvoreno sa 28 odsto, izvršena je harmonizacija sa direktivama EU.

SLOVNAFT iz Slovačke je lider u preradi sirove nafte i petrohemijskoj industriji. Kompanija je rangirana među pet najprogresivnijih rafinerija u Evropi. Proizvede oko 5.5 miliona tona sirove nafte, koja primarno dolazi iz Rusije i transportuje se preko Bratislave do Družbanih pumpi. SLOVNAFT učestvuje na tržištu sa kompletnim proizvodima za rafinisanje, petrohemijskim proizvodima i plastikom. Oko 75 odsto ovih proizvoda se izvozi – najviše u Češku, Nemačku, Austriju, Mađarsku, Poljsku i Italiju. Ova rafinerija i petrohemijska kompanija je bila odmah spremna – još od 2004. godine, da proizvodi velike količine nafte i dizela za kvalifikovano tržište EU, što neće trebati pre 2010. godine.⁷⁵

⁷⁵ Slovnaft Naftna kompanija: www.slovnaft.org

Ranih devedesetih, SLOVNAFT transformiše državno vlasništvo u akcionarsko društvo, pa je to predstavljalo pravi put, tj. zagaranтовani put u privatizaciju. Privatizacija je bila kompletno pripremljena na početku 1988. godine sa akcionarskom kompanijom SLOVINTEGRA. SLOVNAFT pronalazi i nova rešenja u stratezijskom poslovanju sa MOL–om, velikom mađarskom korporacijom.⁷⁶ Partnerstvo sa MOL–om je preporodilo finansisku poziciju kompanije. Registrovani kapital je bio u porastu i sinergiji što je bio i ključ svih aktivnosti. Snažni rezultati i uslužne performanse kompanije su bitno doprineli modernizaciji i stratezijskoj integraciji u liderstvo centralno–evropske integracijske korporacije – MOL grupe.⁷⁷ Još 2000. godine stratezijsko partnerstvo SLOVNAFTA I MOL-A je bilo kreativno. Partner SLOVNAFTU u rafinerijskom poslu je MOL, a ključni partner u petrohemiji je TVK. Ove kompanije predstavljaju poslovne MOL–grupe. MOL je dominantni vlasnik SLOVNAFT–a (98.5 odsto), sa partnerima i predstavništvima deluju na teritoriji Centralne Evrope.⁷⁸

Bugarska je imala visoke subvencije i jaku kontrolu cena u energetsom sektoru. Privatizacija energetskog sektora počinje 1995. godine, najpre u dve rafinerije, Neftochim i Plana, koje su proglašene za prioritet u privatizaciji. Bugarska je prva istočnoevropska zemlja koja je ponudila koncesije. Tri međunarodne aukcije, sprovedene 1991, 1993. i 1995. godine su izvedene brzo, a 8 kompanija EU je dobilo koncesione licence za eksploataciju nafte.

Bugarska je iskoristila svoj povoljan položaj i ponovo uspostavila vezu sa novoformiranim ruskim naftnim kompanijama. Maja 1995. godine Gazprom i Bulgargas su formirale joint venture kompaniju u kontroli tokova ruskog gasa kroz Bugarsku, gasovodna mreža je proširena čime je omogućeno povezivanje Rusije i Bugarske kroz dva gasovoda kroz Ukrajinu i Rumuniju i ruskog tržišta sa drugim zemljama. Bugarska vlada planira da počev od 2002. godine velikim lokalnim potrošačima gasa omogući uvoz pristupom nacionalnom sistemu distribucije. Državni monopol za distribuciju gasa Bulgargas je jedini uvoznik gasa i vlasnik 2.200 km gasovoda. Ruski naftni koncern LUKOIL takođe je izrazio zainteresovanost za učešće u privatizaciji i učešće u distribuciji gasa u Bugarskoj. Tako je više od 80 odsto tržišta otvoreno za proizvodne kompanije, uspostavljen je mehanizam zaštite potrošača i izvršena harmonizacija energetske politike sa direktivama EU.⁷⁹

Tabela 5.2.1. Neke od većih naftnih kompanija u Centralnoj Evropi u 2007.g

Kompanija	Broj zaposlenih	Kapacitet rafinerije (MIL tona)	Broj pumpi
Rafinerija Gdanska	3.560	5,1	290
Slovnaft	7.888	5,4	360
MOL	16.550	12,0	445
INA	15.500	11,5	450

Izvor: *Financial Times*, 2007

Posmatrano po broju zaposlenih, kapacitetima rafinerija i broju servisa najveće naftne kompanije u centralnoj Evropi su: Rafneria Gdanska iz Poljske, Slovnaft iz Slovačke, MOL iz Mađarske i INA iz Hrvatske. Ove kompanije teže međusobnom povezivanju i neophodan je dalji proces liberalizacije.

⁷⁶ Internet site. www.mol.hu

⁷⁷ Isto

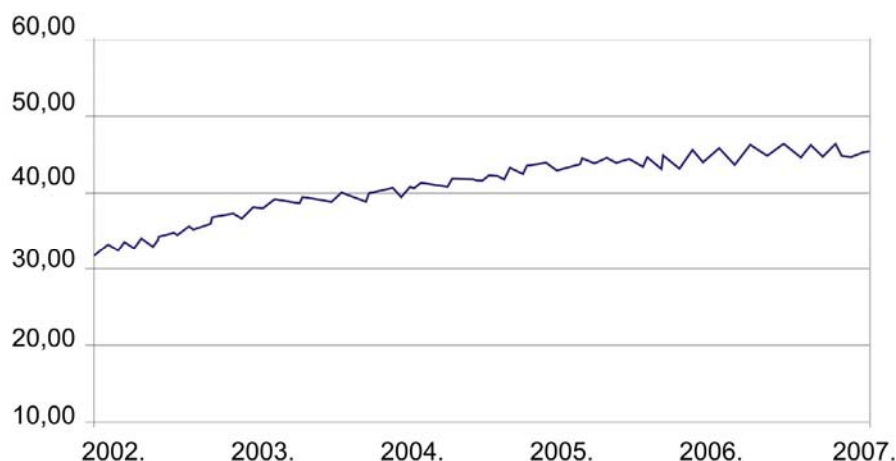
⁷⁸ Isto

⁷⁹ Internet site www.gazprom.

U Rusiji je izvršena parcijalna privatizacija naftnog sektora, a sastojala se iz dve faze. Krajem juna 1994. godine izvršena je transformacija državnog preduzeća u joint stock kompaniju i prodaja akcija kroz vaučere čije je vlasništvo ograničeno na radnike i građane, dok je 38–40 odsto akcija ostalo u državnom vlasništvu, u roku od tri godine, nakon čega je državno vlasništvo moglo biti redukovano. U drugoj fazi privatizacionog procesa uključeno je vlasništvo stranih investitora, pri čemu su bile predviđene dve mogućnosti: distribucija akcija investitorima ali uz očuvanje zaposlenosti i prodaja akcija za gotov novac (shares for cash). Formiran je veliki broj naftnih kompanija koje su postale regionalni monopolisti. LUKOIL i Rosneft su koristile svoju veličinu i proširile poslovanja na ostale zemlje, najpre je Rosneft u 1994. godini osnovao dve podružnice kupovinom 24 odsto u Luena rafineriji u Istočnoj Nemačkoj. LUKOIL je proširio svoje poslovanje kroz zajednička ulaganja sa kompanijama iz ostalih zemalja bivšeg SSSR-a i kompanijama ostalih istočnoevropskih zemalja. Veliki broj kompanija zabeležio je pad proizvodnje, a u cilju povećanja proizvodne efikasnosti, izgradnje infrastrukture, neophodna su velika strana ulaganja.

GAZPROM je jedna od najvećih svetskih kompanija, proizvodi 90 odsto ruskog gasa i raspolaže sa više od 70 odsto ukupnih rezervi gasa u Rusiji.

Grafikon 5.2.5. GAZPROM Kretanje cena akcija na Berzi za period 2002-2007.g.⁸⁰

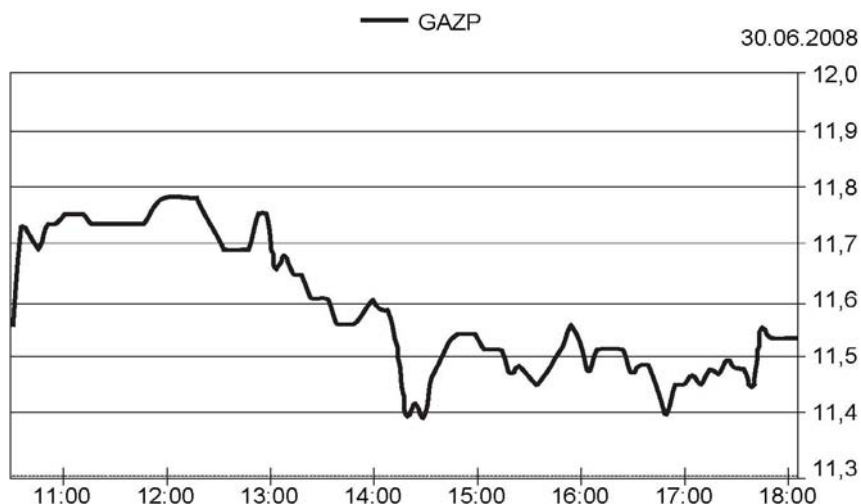


Grafikon 5.2.6. Kretanje cena akcija GAZPROM za priod 01.01.-30.06.2008.⁸¹



⁸⁰ Izvor Londonska berza: Internet site: www.londonstockexchange.com

⁸¹ Isto

Grafikon 5.2.7. GAZPROM RUSIJA kretanje cene akcija na dan 30.06.2008. godine⁸²

Cena akcija na ruskom tržištu kada je u pitanu ova kompanija varira, što se može videti na grafikonima. Grafikon od 30. 06. 2008. tačno u 20:50 i pokazuje da nije velika razlika između ponuđenih i traženih akcija, ali žestoke su amplitude kada je doba dana u pitanju. Neminovna prisutnost kompanije na berzi je konstantna, kao i same akcije, što i nije čudno za ovakvog naftnog giganta. JSC GAZPROM (uglavnom preveden kao Gasprom) je među najvećim ruskim kompanijama. Gasprom radi i kao RTS, GAZP MICEX; GAZP LSE: OGZD; OAO Gazprom. Gasprom je kompanija sa najviše bušotina na svetu. Sa prodajom od US \$ 31 u 2007., što predstavlja oko 93 odsto Ruske naftne proizvodnje, sa rezervama od 28.800 km³, što je 16 odsto svetskih gasnih rezervi (u 2007, uključujući i Stokman polje). Posle naftne kompanije Sibnet, Gasprom, sa 119 biliona barela u rezervama rangiran je odmah iza Saudijske Arabije sa 263 biliona barela, i Iran, sa 133 biliona barela, kao najveći svetski posednik nafte podjednako kao i prirodnog gasa.⁸³

Pred kraj 2007. godine Gasprom je prodao, tj. snabdeo: Bosnu i Hercegovinu, Estoniju, Finsku, Makedoniju, Letoniju, Litvaniju, Moldaviju i Slovačku i snabdeo 97 odsto Bugarsku gasom, 89 odsto Mađarsku, 86 odsto Poljsku, blizu tri četvrtine Češke Republike, 36 odsto Nemačke, 27 odsto Italije i 25 odsto Francuske. Celokupna Evropska Unija dobija 25 odsto gasa od ove kompanije.

Kao merilo kapitalnog tržišta u decembru 2007. godine (sa 345 biliona) Gasprom je treća svetska kompanija, uzimajući u obzir ovo merilo. Gaspromov predstavnik Dimitrij Medvedev predviđa da će do 2017. godine kompanijsko kapitalno tržište zaraditi četverostruko više tj. trilion dolara, što će značiti da će postati najveća svetska korporacija. Ruski Gasprom je i većinski vlasnik Naftne kompanije NIS JUGOPETROL.

Gasprom je holding koji ostvaruje dobre poslovne rezultate, ali i monopolista u oblasti prirodnog gasa, obuhvata više od 200 velikih državnih firmi i kontroliše mnoga regulatorna tela. Do 1997. godine Gasprom nije bio registrovan kao monopol od strane ruskog Antimonopolskog Komiteta. Ruski izvoz gasa u Ukrajinu to najbolje ilustruje. Gasprom koristi visoke cene, dok je uvoz gasa u Ukrajinu do 2009. godine bio subvencionisan.

⁸² Izvor Londonska berza: Internet site: www.londonstockexchange.com

⁸³ Isto

TREĆI DEO
POSTUPAK PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA U
SRBIJI

6. DOSADAŠNJI TOK PRIVATIZACIJE U SRBIJI

6.1. VLASNIČKE PROMENE PO ZAKONSKIM REŠENJIMA DO STUPANJA NA SNAGU ZAKONA O PRIVATIZACIJI

Sve do političkih promena 2000. godine u privatizaciji je primenjivan model tzv. privatizacije iznutra, koji je doveo do akcionarstva zaposlenih. Političke promene u 2000. godine dovele su do promene u privatizaciji. Uvedena su nova pravila u domenu privatizacije.

Proces tranzicije i privatizacije u Srbiji, započeo je početkom 1990-tih godina, odredbama saveznog Zakona o društvenom kapitalu.⁸⁴ U godinama hiperinflacije, 1992–1993. privatizacija je bila ubrzana. Sredinom 1994. godine oko 43 procenta ukupnog kapitala privrede Republike Srbije je bilo privatizovano. Međutim, izmenama i dopunama zakona,⁸⁵ kao posledica revalorizacije društvenog kapitala došlo je do snižavanja učešća privatizovanog kapitala u ukupnom na svega 2–3 procenta. Dotadašnji proces privatizacije je praktično poništen. Nakon toga proces privatizacije društvenog kapitala je gotovo zamro. Preduzeća čija je prethodna privatizacija vraćena na sam početak, postupkom revalorizacije društvenog kapitala, imala su najveći otpor prema nastavku procesa, a stranih investitora u uslovima sankcija nije ni bilo.

U nastojanju da se proces ubrza i doprinese restrukturiranju domaćih preduzeća početkom 1997. godine oformljeno je Ministarstvo nadležno za poslove privatizacije, i usvojen je Zakon o svojinskoj transformaciji.⁸⁶ Prema izveštaju dostavljenom Ministarstvu za privredu i privatizaciju zaključno sa 31.01.2001. godine kumulativni pregled rezultata u procesu svojinske transformacije i relativno učešće preduzeća koja su ušla u postupak svojinske transformacije u odnosu na ukupan broj preduzeća sa društvenim kapitalom izgledalo je ovako: 1990.–1991. godine oko 2000 preduzeća je započelo privatizaciju. Model dokapitalizacije bio je dominantan u 2/3 preduzeća.

Privatizacijom su bila obuhvaćena sva tri segmenta preduzeća:⁸⁷

1. javna preduzeća, koja se privatizuju uz saglasnost osnivača, i to preduzeća čiji je osnivač Republika Srbija,
2. velika društvena preduzeća koja su stavljena na listu od 75 preduzeća, koja se transformišu po posebnom programu Vlade
3. mala i srednja društvena preduzeća koja će se privatizovati autonomno.

Uprkos autonomnosti (označava samostalnost preduzeća u donošenju odluke, što znači da privatizacija nije vremenski oročena, zbog postojećih ustavnih ograničenja), koja je u stručnoj javnosti označena kao osnovni nedostatak zakonskih rešenja, veliki broj preduzeća iskazivao je interes za ulazak u proces privatizacije.⁸⁸ Uz to velika su bila očekivanja zaposlenih i građana od privatizacije. Strani investitori su nakon suspenzije i ukidanja sankcija, a pogotovo nakon delimične privatizacije Telekoma pokazali veliki interes za ulaganje na vlasničkoj osnovi. Međutim krajem 1997. godine počela je tendencija pogoršanja spoljnoekonomskih uslova poslovanja preduzeća ukidanjem preferencijalnog tretmana robe iz naše zemlje na tržištu EU. Tokom sledeće godine došlo je do pooštavanja i zaustavljanja platnog prometa, zamrzavanja sredstava preduzeća, banaka i države u inostranstvu, zabrane komercijalnih letova

⁸⁴ Zakon o društvenom kapitalu, Sl. List SFRJ br. 84/89 i 46/90

⁸⁵ Zakon o izmenama i dopunama Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, Sl.gl.Rs.51

⁸⁶ Zakon o svojinskoj transformaciji, Sl. glasnik Republike Srbije, br. 32/97

⁸⁷ Izvor- Ministarstvo za ekonomsku i vlasničku transformaciju Republike Srbije i Direkcija za procenu vrednosti kapitala, mart 2000. godine

⁸⁸ Izvor- Direkcija za procenu vrednosti kapitala, mart 2000. godine

i zabrane investiranja u Srbiju.

Kao posledica agresije nastale su štete u brojnim malim i srednjim preduzećima čiji je osnivač država, kao i u 23 preduzeća sa liste posebnog programa Vlade Republike Srbije. Zaključno sa 1. martom 2000. godine procenu vrednosti kapitala je završilo 2.555 preduzeća, što predstavlja 37 procenata ukupnog broja preduzeća, kandidata za privatizaciju (oko 7.000). Poslednjih meseci 2000. godine, pristizao je veliki broj elaborata o proceni (preko 700),⁸⁹ što je dovelo do opasnosti da se ograničenim resursima Direkcije za procenu vrednosti kapitala ne može na vreme da izda rešenje o verifikaciji procene. Postupak privatizacije u prvom krugu završen je u 352 preduzeća, a u drugom u 18 preduzeća. Akcije emitovane u ovom postupku privatizacije predmet su berzanskog poslovanja.

Dalje, pokazalo se i da je metodologija procene vrednosti kapitala preduzeća, koja favorizuje prinosnu metodu, predstavljala kočnicu za odvijanje procesa privatizacije. Naprotiv, veliki broj preduzeća je ove poslove obavio potpuno samostalno ili angažujući spoljne saradnike. Time je relativizovan problem nedovoljnog broja ovlašćenih institucionalnih procenjivača u odnosu na veliki broj preduzeća kandidata. I pored ovoga ispoljen je niz problema u vezi procene vrednosti kapitala preduzeća. Najpre, otvoren je problem validnosti procene tokom vremena, drugo; izražene su teškoće identifikacije vlasnika imovine u preduzeću, treći; problem vezan je za ratnu štetu (1999.), i korespondenciju prethodno urađenih procena sa novonastalom situacijom. Postoje razlozi zašto je bilo potrebno podržati i ideju besplatne podele akcija. Jedan od osnovnih je motivisanje zaposlenih putem realizacije njihovog zakonskog prava na sticanje akcija pod povlašćenim uslovima. Na taj način se zaposleni vezuju više za preduzeće, što povećava intenzitet njihovog angažovanja na ostvarenju povoljnih rezultata poslovanja. Osim svojinskih promena koje tom prilikom nastaju, akcionarstvo zaposlenih može da ubrza proces tranzicije i restrukturiranja uključujući i razvoj tržišta kapitala. Sa stanovišta naših, domaćih prilika važno je uočiti da je većina potrebnih elemenata takvih konfiguracija izostala iz rezultata akcionarstva zaposlenih. Vlasničke promene po osnovu Zakona o svojinskoj transformaciji do 2000. godine prikazaćemo tabelarno.

Tabela 6.1.1. „Svojinska transformacija – Republika Srbija sumarni rezultati“⁹⁰

Predato zahteva za verifikaciju	2.555
Izdato rešenja	1.684
Postupak u toku	755
Završeno bez rešenja	133
PRVI KRUG	352
Objavilo javni poziv	755
Odustalo od transformacije	7
Završen upis akcija u prvom krugu	352
DRUGI KRUG	18
Čeka objavljivanje javnog poziva	18
Objavilo javni poziv	348

U periodu od 1990 do 2000. godine, odnosno, nakon desetogodišnje prakse privatizacije (svojinske transformacije), postavlja se pitanje: prvo, brzine sprovođenja procesa privatizacije i drugo pitanje osnovnog modela privatizacije.

⁸⁹ Izvor- Direkcija za procenu vrednosti kapitala , mart 2000. godine

⁹⁰ Ministarstvo za ekonomsku i vlasničku transformaciju RS , mart 2000. godina

6.2. PRAKTIČNI ASPEKTI PRIMENE ZAKONA O PRIVATIZACIJI

Postojeći program privatizacije, zasnovan na prodaji, kao i početne indikacije o njegovom ostvarenju, ukazuju da je on sa stanovišta priliva kapitala i potencijalnih izgleda za restrukturiranje preduzeća korektno odabran. Dobro se zna da privatizacija putem prodaje u ovim uslovima iskazuje značajne prednosti u odnosu na druge metode, a naročito ako su kupci strani investitori. Zato se može reći da je sa stanovišta priliva sredstava, ovaj metod dobro odabran i značajan.

Interesenti za kupovinu naših preduzeća izrazito se koncentrišu oko najprofitabilnijih projeketa što, od strane kupaca, nikako nije neočekivano. Takva situacija, međutim, dovodi do većeg interesa, pa i nadmetanja u najinteresantnijim ponudama zaključno sa njihovom realizacijom u relativno kratkom roku. Kako je broj takvih ponuda relativno mali, njihovim iscrpljivanjem se neminovno došlo u situaciju da se proces tokom vremena usporio, pa čak skoro i sasvim prestajao. Ocenu usvojenog programa privatizacije možemo posmatrati kroz statističke pokazatelje, pogledajmo sledeće tabele:⁹¹

Tabela 6.2. 1.– Neke od većih privatizacija u periodu 2001.-2007. godina

Preduzeće	Delatnost	Kupac	Zemlja kupca	Br. zaposlenih	Prodajna cena	Investicije	Soc. program
Beočinska fabrika cementa a.d, Beočin	Proizvodnja cementa	Laforž	Francuska	2040	59027	37465	29137
DP Cementara, Kosjerić	Proizvodnja cementa	Titan	Grčka	649	41176	34449	18663
DP Fabrika cementa, Novi Popovac	Proizvodnja cementa	Holcim	Švajcarska	2474	60895	98592	25123
Merima, Kruševac	Farmacija	Henkel	Austrija	1179	14400	43300	12100
Seval, Sevojno	Proizvodnja aluminijuma	Impol	Slovenija	1172	6608	14878	6284
Jugozapadna Bačka, Bač	Proizvodnja šećera	MK Komerc	SR	379	0.003	5000	2010
Šajkaška, Žabalj	Proizvodnja šećera	Hellenic Sugar Industry	Grčak	349	1100	7980	1050
Zorka-farma, Šabac	Farmacija	Hemofarm	SR	565	14670	27500	16100
PKS Lateks, Čačak	Hemijska industrija	Prochemicals	SR	258	80	1925	1283
Zdravlje, Leskovac	Farmacija	Pharmaco	Island	2138	3500	20000	24760
Rumaguma a.d. Ruma	Industrija gumenih proizvoda	Galaxy	SAD	477	463	4630	2249
Crvenka, Crvenka	Proizvodnja šećera	Hellenic Sugar Industry	Grčka	467	3000	7830	2500
Duvanska industrija Niš, Niš	Prerada duvana	Phillip Morris Holland BV	SAD	2493	387000	64850	66180
Duvanska industrija Vranje, Vranje	Prerada duvana	BAT (Serbia) Ltd.	SAD	568	50000	24000	13140
Beopetrol, Beograd	Promet naftnim derivatima	Lukoil Europe Holdings B. V.	Holandija	1597	117000	8500	8000

Vrednosti su prikazane u 000 €

⁹¹ Izvor : Agencija za privatizaciju Republike Srbije

Tabela 6.2.2. „Pregled privatizacije po većim regionima – prodata preduzeća metodom javne aukcije“

Okrug	Prodajna cena	Investicije	Broj prodatih preduzeća
Jablanički okrug	382.055.000	202.073.000	36
Južno-banatski okrug	843.780.00	280.500.000	39
Južno-bački okrug	1.640.756.400	400.419.000	79
Borski okrug	196.494.000	64.889.000	13
Braničevski okrug	312.584.000	65.481.000	31
Grad Beograd	6.249.905.200	888.119.000	178
Zapadno-bački okrug	749.888.374	240.297.000	40
Zaltiborski okrug	1.065.999.000	304.883.000	52
Mačvanski okrug	711.454.600	285.381.000	36
Moravički okrug	579.702.000	70.979.000	20
Nišavski okrug	1.104.991.000	114.379.000	24
Severno-banatski okrug	488.445.000	157.553.000	34
Severno-bački okrug	383.177.169	100.781.000	26
Srednje-banatski okrug	409.339.000	122.145.000	23
Sremski okrug	599.818.000	93.775.000	24
Toplički okrug	402.620.000	90.120.000	13
Šumadijski okrug	252.037.000	118.732.000	14

Izvor: Agencija za privatizaciju Republike Srbije

Kako posluju preduzeća nakon privatizacije i kako se odvijaju poslovi kada na čelo preduzeća dođe novi vlasnik, pitanje je koje, čini se zaokuplja pažnju javnosti više od samog sprovođenja procesa privatizacije. Možda zato što upravo postprivatizacioni život preduzeća najviše govori o kvalitetu sprovedenog procesa. Ima primera da je preduzeće dobilo pravog vlasnika, spremnog da ulaže u preduzeće, bez obzira u kako lošem stanju ga je zateklo. Na žalost, pored dobrih primera privatizacije, upućeno je Agenciji za privatizaciju i puno prigovora, vezano za privatizaciju i poslovanje preduzeća nakon privatizacije.

Međutim, možemo reći da pored opravdanih primedbi koje se odnose na probleme u praktičnoj primeni zakona o privatizaciji, ima i primedbi nastalih kao posledica nepreciznosti njegovih odredbi. Navedenom Zakonu o privatizaciji⁹², stavlja se i zamerka da ne reguliše prava manjinskih akcionara. Mišljenja smo, da je pogrešna konstatacija da prava manjinskih akcionara treba da budu uređena Zakonom o privatizaciji, i da je ovaj problem posledica tako koncipiranog zakona, s obzirom da bi to bilo suprotno celokupnom uporednom zakonodavstvu. Naime, materija zaštite manjinskih akcionara ne može biti predmet zakona kojima se uređuje promena oblika svojine, tzv. tranzicionih zakona čija je primena vremenski ograničena, kao što je Zakon o privatizaciji, pošto se radi o institutu «zaštite manjinskih akcionara» kao trajnoj kategoriji, odnosno trajnom procesu. U uporednom zakonodavstvu materija «zaštite manjinskih akcionara» uređuje se posebnim zakonima o preuzimanju akcionarskih društava (Hrvatska,

⁹² Zakon o privatizaciji "Sl.glasnik RS" br. 38/01

Slovenija, Republika Srpska, Nemačka, Austrija, itd.)⁹³ Druge zemlje ovu materiju uređuju u okviru zakona o finansijskim tržištima ili u zakonima kojima se uređuje status privrednih društava. Kod nas ova materija uređuje se Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata,⁹⁴ mada podnormirano i u nekoliko članova u Zakonu o preduzećima⁹⁵. Komisija za hartije od vrednosti, je formirana kao institucija koja ravnomerno štiti interese svih akcionara na finansijskom tržištu.

7. OPŠTE NAPOMENE O PRIVATIZACIJI INFRASTRUKTURE U SRBIJI-SMERNICE ZA BUDUĆNOST

Oblast telekomunikacione infrastrukture od velike važnosti za budući rast srpske privrede. Na osnovu tabele 7.1. možemo konstatovati da domaće telekomunikacije, u protekloj godini, poređeno sa većinom zemalja u regionu ne pokazuju kašnjenje u razvoju.

Tabela 7.1. – Pokazatelji razvoja telekomunikacija u izabranim zemljama, 2008. godina⁹⁶

	Broj fiksnih priključaka na 100 stanovnika	Stepen digitalizacije	Broj mobilnih priključaka na 100 stanovnika
Srbija	60	100	66
Mađarska	67	100	67
Albanija	24	–	24
Bosna i Hercegovina	51	60	58
Hrvatska	60	100	66

Visok nivo razvoja domaćih telekomunikacija predstavlja važan faktor za dalji rast srpske privrede. Slika domaćih telekomunikacija, još uvek nije na nivou visoko razvijenih zemalja EU, ali konstantno pokazuje tendenciju rasta i na nivou je većine razvijenih tranzicionih zemalja.

Nasuprot tome, dostignuti nivo razvoja domaće saobraćajne infrastrukture nije tako dobar. Pogledajmo tabelu 7.2.

Tabela 7.2. „Pokazatelji razvoja saobraćajne infrastrukture, 2007. godina“⁹⁷

	Autoputevi (km)	Gustina putne mreže (km/km ²)	Gustina želez. mreže (km/1000km ²)
Albanija	0	0.26	28
Bosna i Hercegovina	0	0.39	–
Srbija i Crna Gora	300	0.41	40
Hrvatska	380	0.49	48

⁹³ Izveštaj Saveta za borbu protiv korupcije, 2004.

⁹⁴ Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata „Sl. Glasnik RS” br. 47/06

⁹⁵ Zakon o preduzećima „Sl. Glasnik RS” br. 34/06

⁹⁶ Izvor: Public Network Europe – YearBook 2008.

⁹⁷ Isto

Podaci izneti u tabeli 7.2 ne govore ništa o trenutnom stanju železničke mreže u Srbiji. Izvesno je da je u dugogodišnjem periodu lošeg održavanja došlo do ružniranja postojećih saobraćajnih kapaciteta, mereno između ostalog, stanjem kolovoza, odnosno prosečno dozvoljenom brzinom na magistralnim železničkim pravcima (stanje koloseka i donjeg postroja).⁹⁸ Lošim održavanju, čiji su uzroci pad tražnje za saobraćajnim uslugama i neodgovarajuće saobraćajne ekonomske politike, pre svih politike cena) treba pridodati i ratnu štetu tokom NATO bombardovanja, u čije otklanjanje su uložena značajna sredstva. Ali, potrebno je reći da se u poslednje dve godine dosta sredstava izdvaja u izgradnju i rekonstrukciju saobraćajne infrastrukture. Što je značajno doprinelo poboljšanju kvaliteta putne mreže u Srbiji.

Za uravnoteženo sagledavanje privatizacije infrastrukture u Srbiji potrebno je, na analitičkom planu, razdvajanje rehabilitacije postojeće infrastrukture i njeno dovodenje u normalno stanje, od razvoja infrastrukture, tj. izgradnje novih i modernizacije postojećih infrastrukturnih objekata. Vrlo verovatno da je uloga privatnog kapitala, odnosno privatizacije u pogledu rehabilitacije postojeće infrastrukture veoma mala, ali je značajna u pogledu razvoja infrastrukture, odnosno njene modernizacije.

Potrebno je u cilju stvaranja uslova za efikasnu privatizaciju infrastrukture, jasno definiranje ciljeva privatizacije, odnosno razvojnih ciljeva koje privatizacija treba da obezbedi. Tako definisani ciljevi treba da budu precizno definisani uslovi koje privatni operateri, odnosno investitori, moraju da ispune. Ti uslovi treba da budu praćeni jasno formulisanom i verodostojnom nagodbom za ispunjenje i jednako verodostojnom kaznom za njihovo neispunjenje.

Budućeg privatnog operatera, odnosno privatnog investitora treba izabrati na transparentan način, putem tendera, odnosno nadmetanjem zainteresovanih privatnih kompanija. Jedino se na taj način može doći do najboljeg dostupnog operatera, odnosno investitora, kao i do tržišne vrednosti naknade, odnosno kapitala koji se privatizuje.

Pre nego što se pristupi privatizaciji, potrebno je ispuniti nekoliko preduslova. Prvi je promena postojećeg zakonskog okvira, odnosno formulisanje potpuno novog, savremenog zakonskog okvira u skladu sa modernim svetskim rešenjima. Pored toga, ovaj segment institucionalne reforme treba da prati i promena brojnih podzakonskih akata i njihovo dovodenje u sklad sa novom zakonskom regulativom. Drugi preduslov je stvaranje regulatornih tela, odnosno organizacije koja će efikasno sprovesti taku regulativu i svojim nepristrasnim ponašanjem umanjiti rizik svih privrednih subjekata. Budući da je izgradnja regulatornih institucija dugotrajan proces, ne treba očekivati da će sve regulatorne institucije biti izgrađene i delotvorne pre i nego što započne proces privatizacije. Međutim, potrebno je bar započeti taj proces, odnosno doneti neke od odluka iz kojih se jasno vidi karakter regulatornih institucija koje se grade. Treći preduslov je preprivatizaciono restrukturiranje javnih preduzeća, kako bi se preduzeća oslobodila svih pomoćnih delatnosti, što bi značajno umanjilo višak zaposlenosti u tim preduzećima, pa time olakšao i pospešio proces njihove privatizacije. Pored toga, restrukturiranje javnih preduzeća treba da se zasniva na horizontalnoj i vertikalnoj separaciji, čime bi se stvorili uslovi za uvođenje konkurencije u svim onim segmentima infrastrukturnih delatnosti u kojima je ona moguća, odnosno poželjna. Konkurencija na tržištu je najbolji regulator obavljanja bilo koje delatnosti i treba stvoriti uslove za njeno pojavljivanje svuda gde je to moguće. Četvrti preduslov uspešne privatizacije je reforma politike cena, što podrazumeva da cene dostignu prosečne troškove (uključujući i cenu kapitala), ali i uvođenje mehanizma koji će omogućiti minimizaciju prosečnih troškova, odnosno sprovođenje endogenih troškova na minimum. Pored toga, reforma ove vrste

⁹⁸ Izvor: Public Network Eurpe – YearBook 2008.

podrazumeva i uvođenje novih tarifa kao metoda zaštite najranijih potrošača, s jedne strane, i podsticaja za štednju sa druge.

Ispunjavanje ovih preduslova prate odluke o konkretnim formama privatizacije infrastrukturnih delatnosti, odnosno učešća privatnog sektora. Te forme se značajno razlikuju od jedne infrastrukturne delatnosti do druge i zavise od specifičnosti te delatnosti, kao i specifičnosti konkretnih infrastrukturnih projekata koji treba da se realizuju. Izvesno je, međutim, da je prošlo vreme megalomanskih projekata i da se vratimo u realnost.

8. TELEKOMUNIKACIONI SISTEM SRBIJE - PRIVATIZACIJA TELEKOMA I PTT-a

8.1. RAZDVAJANJE POŠTE I TELEKOMA

Osnovni razlozi koji idu u prilog razdvajanju pošte i telekomunikacija su sledeći:⁹⁹

1. Ekonomski položaj ovih delatnosti je sasvim različit.
2. Tehnologija prenosa poštanskih pošiljaka se u potpunosti razlikuje od tehnologije telekomunikacija. Razdvajanjem pošte i telekomunikacija stvaraju se uslovi za punu specijalizaciju jedne i druge delatnosti kao i usmeravanje prema novim tehnologijama.
3. Sredstva za rad koja se koriste u obavljanju ove dve delatnosti su različita.
4. Struktura kadrova i njihova obuka je različita.
5. Različiti su strateški, razvojni i poslovni ciljevi, nastupi na tržištu i sl.

Usled brzine sprovođenja razdvajanja JP PTT saobraćaja „Srbija“ (sk.u tekstu Pošta, PTT) i Telekom izostala su adekvatna rešenja kao što su:

1. Nije sprovedena konsolidacija poslovanja Pošte niti su stvoreni osnovni uslovi za kontinuirano funkcionisanje poštanskog sistema u narednom periodu.
2. Pošta je u proces razdvajanja ušla u velikoj meri nespremna za samostalno delovanje. Tome posebno doprinose dve stvari iz prošlosti: status sistematskog gubitaka i nezadovoljavajuće stanje tehnološkog razvoja.¹⁰⁰

Smatra se da je Pošti pozicija gubitaka bila nametnuta prihvatanjem tradicionalnog modela finansiranja poštanskog poslovanja, koji se bazirao na depresiranim cenama za poštanske usluge i prelivanju sredstava iz prihoda realizovanog u oblasti telekomunikacija. Naime, nivo cena telekomunikacionih usluga, pre odvajanja, uključivao je u sebe i „poštansku komponentu“ odnosno obavezu pokrivanja sistemski izazvanog deficita u Pošti. Međutim, nakon razdvajanja PTT i telekomunikacija ovaj model nije mogao više da funkcioniše što je dovelo do pitanja i elementarno odvijanje poštanskog saobraćaja. Ipak, primenjen je indirektan način da sve ostane isto. PTT je ostalo vlasnik kompletnog poslovnog prostora za čiji zakup Telekom a.d. plaća značajna sredstva.

Pozicija gubitaka je uslovlila i nezadovoljavajući tehnološki razvoj PTT što je ključni problem za samostalno delovanje. Naime, politika depresiranih cena poštanske usluga imala je za posledicu neisplativost ulaganja u izgradnju i tehnološko usavršavanje poštanskih kapaciteta. Dugogodišnja praksa pokrivanja poštanskog deficita dovela je do formiranja stava da ulaganje u PTT nije isplativo što je uslovlilo višegodišnji silazni trend ulaganja u razvoj poštanskog sistema.

⁹⁹ Telekom Srbija Internet site: www.telekom.yu

¹⁰⁰ JP PTT Srbija Internet site: www.ptt.rs

8.2. STRATEGIJA RAZVOJA POŠTE

Nakon uočavanja angažovanja na transformaciji poštanskog sektora, Vlada Srbije može pružiti odgovarajuću podršku kroz:

- Definisanje dugoročne politike prema poštanskom sektoru.
- Definisanje programa transformacije i podrške njegovom izvođenju. Država treba da formuliše sadržaj i redosled faza transformacije PTT.
- Formulisanje novih zakonskih rešenja u ovoj oblasti. Novo pozicioniranje u društvu sprovodi se donošenjem zakonske regulative u ovoj oblasti. S obzirom na izraženu težnju uključivanja u evropske integracione procese, (pre svega EU) potrebno je usvojiti osnovna zakonska rešenja koja su u Evropi prisutna, ali ih i prilagoditi usvojenoj strategiji razvoja i konkretnim uslovima u kojima posluje naš operator. Zakonska rešenja mogu biti različita, a jedna od mogućnosti je donošenje na primer Zakona o poštanskoj koncesiji, koji bi uredio odnose između države i pružaoca usluge bazičnog servisa, kao i odnosi na poštanskom tržištu.

Osposobljavanje PTT saobraćaja „Srbija“ za tržišno poslovanje zahteva napuštanje postojeće i definisanje savremene organizacione strukture. Novi uslovi poslovanja zahtevaju fleksibilnu organizaciju sa manjim brojem organizacionih nivoa, preduzetnički orijentisanu, koja planira promene uz maksimalno korišćenje dostignuća informaciono – komunikacione tehnologije u svetu. Takva PTT organizaciona struktura treba da omogući ostvarivanje ciljeva na efikasan i efikasan način, a time i obezbedi uspešno poslovanje i razvoj u uslovima promenljivog okruženja i jake konkurencije, na međunarodnom tržištu.

Jedno od rešenja za izmenu izuzetno komplikovane organizacije PTT koje obavlja osnovnu i brojne sporedne delatnosti, je formiranje mešovitog holdinga. Prema ovom pristupu, bazična delatnost se organizuje u matičnom preduzeću. Sporedne delatnosti bi se organizovale kao zavisna preduzeća. Naravno, kao zavisna preduzeća se mogu organizovati i one delatnosti koje čine osnove biznisa ali, pri tom, izlaze iz okvira univerzalnog servisa, predstavljaju zaokruženu tehnološku celinu, oslanjaju se na kapacitete Pošte i imaju perspektivu samostalnog opstanka na tržištu.¹⁰¹

Formiranje mešovitog holdinga stvara preduslove za zajednička ulaganja s obzirom da investitori hoće da ulažu u određeni segment ali ne i u ceo sistem. Da bi organizacija PTT bila u funkciji optimalne efikasnosti neophodno je da se izgradnja nove, efikasne organizacione strukture bazira na profitnoj decentralizaciji. Takvim rešenjem se podstiču preduzetništvo i preduzetničke inicijative na svim organizacionim nivoima i segmentima preduzeća uz istovremeno prenošenje odgovornosti za ostvareni profit na sve delove preduzeća u kojima se rezultat poslovanja može posebno planirati, pratiti i utvrđivati. Nova organizacija javne poštanske uprave imaće efekte i na broj i strukturu zaposlenih. Posebno treba obratiti pažnju na uspostavljanje adekvatnog odnosa „belih“ i „plavih kragi“, ovaj odnos je približno 36 odsto: 64 odsto.¹⁰²

8.3. RESTRUKTURIRANJE I IZDVAJANJE SPOREDNIH DELATNOSTI

JP PTT saobraćaj „Srbija“ je glomazna organizacija. Poštanski sistem je, pored osnovne delatnosti, razvio niz sporednih delatnosti: projektovanje, štampanje i izdavaštvo, održavanje zgrada i opreme, ishrana i odmor radnika, sport i rekreacija, garažiranje i održavanje vozila, fizičko obezbeđenje, čišćenje i dr.

¹⁰¹ JP PTT Srbija -Strategija razvoja

¹⁰² Isto

Razlozi za razgraničenje osnovne i sporednih delatnosti kroz proces restrukturiranja su brojni:¹⁰³

- prevelik broj zaposlenih,
- upravljačka neefikasnost usled velikog broja radnika i složenosti sistema,
- neatraktivnost sistema za ulaganje domaćih i stranih investitora i
- nekompatibilnost sa reformama pošta razvijenih tržišnih privreda i ZUT.

Organizacija pošte koja podrazumeva veliki broj organizacionih celina, uslovljava upravljačku neefikasnost sistema. Većina od ovih organizacionih celina nemaju zajedničkih tačaka sa poštanskim saobraćajem i mogu se svrstati u sporedne delatnosti. U ovoj složenosti i glomaznosti PTT sadržana je i nefleksibilnost prema tržišnim zahtevima. Kao takva nije atraktivan za ulaganja i može u postupku privatizacije destimulisati ulaganje potencijalnog strateškog partnera. Razgraničenje jasnih organizacionih delova i njihova komercijalizacija lakše će privući strateške ili finansijske investitore nego što bi jedna glomazna celina.

Nastojeći da pravovremeno reaguju na promene tržišnog okruženja, poštanske uprave razvijenih zemalja kao i većine tranzicionih privreda otpočele su sa formulisanjem i preduzimanjem mera koje treba da obezbede komercijalizaciju poslovanja.

Proces restrukturiranja pošte neminovno dovodi i do smanjenja broja zaposlenih. O tome govore i svetska iskustva:

- Deutsche Post World Net, koji je tokom 90-ih godina smanjio broj zaposlenih za 30 odsto i početkom 2008. godine zapošljavao 320.000 radnika, najavio je smanjenje broja zaposlenih za 10.000 odmah po isteku važećeg ugovora sa sindikatom.
- Zvaničnici Consignie-Velika Britanija, predviđaju kao neizbežno smanjenje broja zaposlenih za 10.000 od sadašnjih 170.000, i to kratkoročnim planom.
- Javni poštanski servis Japana trenutno ima 136.000 zaposlenih, ali se kao nužan preduslov privatizacije navodi neophodnost otpuštanja najmanje 10.000–14.000 radnik.
- USPS koji zapošljava 800.000 radnik planira srednjoročnim planom da smanji fond časova za 75.000 radnika po godini,
- La Poste ima program za period 2002–2012. godine kako da smanji broj zaposlenih, na bazi činjenice da u tom periodu 139.000 radnika ide u starosnu penziju.

Vezano za restrukturiranje sporednih delatnosti, u svetu, najveći deo poslova prepušta se specijalizovanim kompanijama dok samo manji deo obavljaju poštanske uprave, samostalno. Kao primer, mogu se navesti sledeći slučajevi:

- Pošta Holandije, Pošta Belgije, Pošta Portugalije, i dr. sve poslove koji spadaju u sporedne delatnosti organizuje na bazi spoljašnjih izvora ugovaranjem sa specijalizovanim kompanijama.
- Češke Pošte, obezbeđenje prostorija, njihovo čišćenje i štampanje svih vrsta obrazaca poveravaju spoljnim saradnicima. Za transport pošiljaka koriste se sopstvena transportna sredstva.
- Mađarske Pošte za obezbeđenje kancelarija primenjuje sistem kartica za pristup sa video nadzorom i u ovim poslovima zapošljava sopstveno osoblje. Restorani za ishranu radnika pošte izdati su nezavisnim kompanijama. Štampanje 80 odsto obrazaca obavlja u sopstvenoj štampariji. Kompletan transport poštanskih pošiljaka obavlja se sopstvenim vozilima.
- Modaliteti za napuštanje obavljanja sporednih delatnosti od strane javnog poštanskog operatora su brojni: Neki od njih su:
 - organizovanje sporednih delatnosti kao zavisnih kompanija,
 - joint venture sa kompanijama specijalizovanim za obavljanje iste delatnosti,

¹⁰³ JP PTT Srbija/Sajt:www.ptt.rs

Sporedne delatnosti je moguće osamostaliti i formiranjem zajedničkih ulaganja u saradnji sa kompanijama specijalizovanim za istu delatnosti. Takvi primeri su brojni. Britanski javni poštanski operator Consignia je poslove održavanja objekata prepustio jednoj joint venture kompaniji. Hrvatske telekomunikacije su, na primer, ogranku specijalizovanih kompanija prodale pogone za obavljanje poslova održavanja, čišćenja i ugostiteljstva.

Saglasno navedenom, sve one delatnosti koje ne predstavljaju srž poslovanja PTT treba identifikovati i potom pronaći načina za njihovo izdvajanje iz poštanskog sistema. Delatnosti koje se u PTT mogu označiti kao sporedne i za koje nema opravdanja da uživaju status prirodnog monopola su:¹⁰⁴

- servis i održavanje transportnih sredstava,
- održavanje i čišćenje objekata,
- obezbeđenje,
- postturs,
- ugostiteljstvo,
- štamparija i izdavačka delatnost,

Formiranje „ćerki kompanija“ poželjno je u slučaju štamparije i izdavačke delatnosti. U pitanju je zaokružena celina koja bi uz izvesnu transformaciju mogla da funkcioniše samostalno na tržištu. Takva kompanija bi po tržišnim uslovima pružala usluge javnom poštanskom operatoru i ostalim zainteresovanim licima. U statusu „ćerke kompanije“ bi ostala dok poštanska uprava za to ima vlasničkog interesa.

Delatnost servisiranja i održavanja transportnih sredstava treba transformisati u zavisno preduzeće ukoliko se ustanovi da ne postoji mogućnost da postojeće kapacitete i radnike preuzme neka specijalizovana kompanija. Treba razmotriti isplativost preduzimanja mera na osposobljavanju ovog segmenta za tržišnu utakmicu. U svakom slučaju, zadržavanje ovog segmenta pod okriljem PTT ne treba da bude dugoročno rešenje. Razlog tome je mogućnost da se nacionalni poštanski operator, slično praksi drugih poštanskih uprava, u perspektivi opredeli da celokupan ili deo posla transporta pošiljaka poveri specijalizovanoj kompaniji.

U slučaju ugostiteljstva situacija je najsloženija. U ovom segmentu PTT raspolaže sa značajnom imovinom.¹⁰⁵ U pitanju su hoteli „Zelenkada“ na Zlatiboru, „Srebrnac“ na Kopaoniku, itd. Kada su u pitanju ugostiteljski objekti, poželjan je diferenciran tretman hotela i odmarališta, s jedne strane, i restorana u direkcijama i sedištim radnih jedinica, s druge strane. Hoteli i odmarališta su reprezentativnog karaktera i na atraktivnim lokacijama. Za njih su moguća brojna rešenja formiranje zavisnog preduzeća koje će objediniti sve kapacitete, transformisanje svakog objekta u pojedinačno zavisno preduzeće, izdavanje objekata specijalizovanim kompanijama uz preuzimanje radnika i sl. Od ovih i mnogih drugih rešenja treba izabrati ono od kojeg će pošta imati najviše koristi u datom trenutku i perspektivi.

8.4. PREDLOG MODELA PRIVATIZACIJE JAVNOG POŠTANSKOG OPERATORA

Tokom procesa restrukturiranja PTT, kako njegove osnovne tako i sporedne delatnosti, primenjuju se različiti modeli privatizacije. Priroda pojedinih faza procesa restrukturiranja zahteva i izbor konkretnog modela privatizacije: ugovaranje usluga, ustupanja postrojenja, ugovaranja upravljanja i koncesija. Svi pomenuti modeli su, tokom načelnog razmatranja privatizacije javnih preduzeća, svrstani u modele uključivanja privatnog kapitala u infrastrukturne delatnosti.

¹⁰⁴ JP PTT Srbija/internet site: www.ptt.rs

¹⁰⁵ Isto

Dominantan model čijom primenom se može privatizovati javni poštanski operator je model prodaje kapitala. Tek privatizacija državnog kapitala JP PTT saobraćaja „Srbija“ obezbeđuje ispunjavanje svih kriterijuma privatizacionog procesa. Privatna svojina najčešće garantuje stvaranje jakih podsticaja za ekonomsku efikasnost. Privatni vlasnik ima interes i mogućnost da ulaže kapital u dalji razvoj delatnosti i, uz primenu odgovarajućeg metoda, obezbeđuje transfer novih znanja. Dobro odrađena prodaja kapitala javnog preduzeća znači i proširenje poslova, više preduzetništva i sl. Brojne su modifikacije prodaje kapitala kao osnovnog modela privatizacije javnog poštanskog operatora. Kao potencijalni kupci se mogu pojaviti: domaći investitori, institucionalni, finansijski, strateški investitori i mnogi drugi koji žele investirati.

Načelno posmatrano, primena metoda privatizacije kapitala javnog poštanskog operatora prodajom strateškim investitorima obezbeđuje ispunjavanje nekih kriterijuma koji se postavljaju pred ovaj proces. Značajan broj svetskih poštanskih uprava funkcionišu kao multinacionalne kompanije koje prostor za dalji rast pronalaze ulaskom na nova tržišta. Takve kompanije se mogu pojaviti kao strateški partner javnom poštanskom operatoru Srbije.

Philip Dobbenberg (Member of the Board, Royal PTT Post, The Netherlands) smatra da će proces liberalizacije poštanskog tržišta i preuzimanje akcija na berzi, dovesti do pojave samo 3–4 glavna operatora u Evropi. Svi ostali operatori će, po njemu, imati dve opcije: ili da se „okače“ za nekoga od „velikih“ kroz formiranje geografskih ili na proizvodu zasnovanih alijansi, ili da pokušaju da funkcionišu sami što je skoro nemoguće. Da bi svetski poštanski operatori pokazali interesovanje za poslovnu saradnju sa srpskim operatorom, potrebno je da identifikuju mogućnost sinergetskih efekata koji će premašiti efekte od internog rasta kao i efekte koji bi se ostvarili samostalnim nastupom na srpskom poštanskom tržištu.

Metod postepene prodaje kapitala u tranšama, investitori preferiraju u većini slučajeva kada je kompaniji koja se privatizuje neophodan oporavak, a to je sa netransformisanim poštanskim upravama najčešće slučaj. Multinacionalni operatori raspolažu velikim iznosima kapitala i otklanjaju probleme vezane za priliv svežeg kapitala potrebnog za investiranje u razvoj poštanskog operatora, zato je najpogodniji IPO. Multinacionalnime poštanske kompanije kroz IPO, su sposobne i da osmisle nastavak procesa restrukturiranja poštanske uprave. Prodaja se najčešće sprovodi u nekoliko faza. U prvoj fazi privatizacije najčešće se investitoru prodaje manjinski paket akcija, uz mogućnost da u nastavku privatizacije postane većinski vlasnik javnog preduzeća. Međutim, bez obzira na manjinsko vlasništvo u prvoj fazi, uobičajeno je da investitori imaju odlučujuću ulogu u upravljanju preduzećem.

Investitori se ne opredeljuju isključivo na kupovinu kapitala. Realno je očekivati da strateški investitor na poštansko tržište Srbije uđe primenjujući neku od tipičnih strategija eksternog odnosno kombinovanog rasta. U slučaju eksternog rasta, moguće je očekivati kupovinu dela ili celine kapitala poštanske uprave odnosno akviziciju kroz sticanje kontrolnog paketa akcija nad nacionalnim poštanskim operatorom. Ukoliko strateški partner izabere opciju kombinovanog rasta, to će se najverovatnije ostvariti kroz joint venture ili stvaranje strategijskih alijansi.

Brojni su podsticaji da se strateški partner opredeli za neku od strategija eksternog rasta akvizicije. Efikasnije se premošćuju uslovi ulaska na određena tržišta kroz preuzimanje ili otkup preduzeća koje je steklo određenu poziciju na datom tržištu. Istovremeno se obezbeđuje osvajanje prodajne mreže. U slučaju spajanja istorodnih preduzeća, realno je očekivati da će ona omogućiti lakše uspostavljanje optimalne veličine, zatim uštede u nizu zajedničkih troškova, jačanje konkurentске pozicije i postizanje drugih prednosti po osnovu koncentracije.

Osim toga, moguće je očekivati i efekte po osnovu postignute tržišne reputacije preduzeća koje se kupuje ili preuzima.

Naravno, strateški partner može biti suočen i sa određenim teškoćama. Pre svega treba imati u vidu neophodnost reorganizacije novonastalog preduzeća, usaglašavanje sa uslovima koje nameće ekonomska politika i antimonopolsko zakonodavstvo, administriranje oko promene vlasništva i sl. Opcija po kojoj vlada nastoji da proda (najčešće metodom direkne pogodbe) deo ili celinu kapitala nacionalnog poštanskog operatora strateškom investitoru se u praksi nije pokazala kao najbolje rešenje. Reprezentativan je primer Grčke pošte (ELTA). ELTA je, uz snažnu državnu podršku, 1998. godine otpočela ozbiljan proces restrukturiranja. Ovaj proces se bazirao na unapređenju tehnološke osnove, povećanom angažovanju kadrova, promeni organizacije, menadžmenta, racionalizaciji troškova, promeni odnosa prema korisnicima i, što je najvažnije, promeni odnosa prema sopstvenoj delatnosti. Nakon 2000. godine, ELTA po prvi put ostvaruje profit i grčka vlada objavljuje nameru da pronade strateškog partnera koji bi bio spreman da kupi deo ELTA i time doprinese njenom daljem razvoju. Kao predmet prodaje, vlada je navela 25 odsto vlasništva ELTA. Kao potencijalni kupci su se pojavili svetski poštanski lideri: Deutsche Post World Net, La Poste i TNT Post Group.

Sve navedeno govori da je dobro rešenje stvoriti od nacionalnog poštanskog operatora respektabilnu kompaniju za kojom će strani i domaći investitori, kroz akvizicije, IPO ili druge opcije pokazati interesovanje. Primeri akvizicija su brojni. Holandska pošta je 1996. godine krenula kao pionir u stvaranju mešovitog privatnog i državnog sektora u oblasti poštanskog saobraćaja

Nemačka pošta je prihvatila ovaj trend. DPWN je, najpre, krajem 2000 godine otkupio 25 odsto akcija DHL-a, lidera Na svetskom tržištu ekspresnih pošiljaka da bi tokom 2001. godine stekao kontrolni paket akcija (50,64 odsto). Sredinom 2002 i tokom narednih godina (2008. godine nije potpuno završena privatizacija) obelodanjena je informacija koja govori o kupovini svih preostalih akcija DHL-a od strane DPWN. Naime tada je otkupljeno novih 25 odsto akcija koje su bile u posedu Lufthansae i 22,8 odsto u posedu dva investiciona fonda koji su delovi HSBC banke iz Velike Britanije i West LB banke iz Nemačke. Pored toga, sastavni deo Deutsche Post World Net-a čine još dvadeset kompanija lociranih u Holandiji, Francuskoj, Italiji, Poljskoj, Velikoj Britaniji, Danskoj, Švajcarskoj, Španiji i SAD.

Kada je u pitanju joint venture radi se o takvoj formi saradnje između poštanskih kompanija iz različitih zemalja koja bazira na zajedničkom ulaganju u određeni projekat odnosno osnivanje zajedničkog preduzeća kojim zajednički upravljaju domaći i strani partner. Ovaj metod je danas prisutan u razvojnoj strategiji velikih međunarodnih poštanskih korporacija. Putem njega one vrše prodor na određena tržišta, plasiraju know-how ili obezbeđuju dodatna sredstva za svoj rast. Sa stanovišta nacionalnog poštanskog operatora ovaj metod obezbeđuje lakše dolaženje do određenog znanja, sredstava za razvoj, povećanje tržišnog učešća i sl. Primena ovog metoda vezana je za regulisanje niza pitanja. Među njima, najznačajnija su: odnos prava partnera, forma vlasništva i struktura sistema donošenja odluka.

8.5. PRIVATIZACIJA, FINANSIJSKA ANALIZA I POSLOVANJE PREDUZEĆA TELEKOM „SRBIJA“ A.D.

8.5.1. Finansijska analiza

Telekom „Srbija“ a.d. kao akcionarsko društvo, vlasništvo je dva akcionara, a to su:

JP PTT saobraćaja „Srbija“	80%
OTE-Grčka	20%

Godine 1997. iz JP PTT saobraćaja „Srbija“ se izdvaja Telekom „Srbija“, a.d.¹⁰⁶ kao posebna firma.

Tabela 8.5.1. – Godišnji finansijski izveštaj Telekom „Srbija“ za 2006. i 2007. godinu¹⁰⁷

Podaci godišnjeg finansijskog izveštaja (000 din.)		
	2006. godina	2007. godina
Poslovni prihodi	62.552.451	73.895.511
Poslovni rashodi	46.334.048	58.787.580
Ukupni dobitak	11.573.270	14.779.217
Vrednost aktive privrednog subjekta:	134.950.899	200.371.408
Kapital privrednog subjekta:	98.777.218	100.831.975

Podaci godišnjih finansijskih izveštaja za 2006, 2007. godinu govore o porastu ukupnih prihoda, dobitka kao i o smanjenju ukupnih rashoda, samim tim i do porasta vrednosti ukupne aktive, ali i kapitala privrednog subjekta

Prihodi

Ukupno realizovani prihodi u 2007. godini iznosili su 73,30 milijardi dinara. Najveći deo ostvaren je na domaćem tržištu i odnosi se na fiksnu telefoniju u iznosu od 34,05 milijardi dinara i mobilnu telefoniju u iznosu od 29,31 milijardi dinara. Prihodi od prodaje usluga fiksne telefonije na stranom tržištu iznose 5,50 milijardi dinara, prihodi od roving saobraćaja iznose 2,34 milijarde dinara, a prihodi od Internet usluga iznose 2,10 milijardi dinara (Internet, ADSL, SMIN).

Rast prihoda od prodaje u 2007. godini je posledica sledećih faktora:

- Povećanje prihoda od pretplate u fiksnoj telefoniji (povećanje cena pretplate krajem 2006. godine i povećanje broja pretplatnika) ;
- Povećanje broja korisnika i ostvarenog saobraćaja po korisniku mobilne telefonije;
- Značajan rast prihoda od interkonekcije (novi ugovor sa operatorom Telenor i interkonekcija sa operatorom VIP Mobile) i pružanje nove usluge nacionalnog GSM roaminga u 2007. godini (VIP Mobile);
- Značajan rast prihoda od Internet usluga, od kojih najveći rast beleži veleprodaja usluga.

Tabela 8.5.2. – Realizacija prihoda Telekom „Srbija“ a.d. u 2006/07(u milijardama dinara):¹⁰⁸

	2006.	2007.
	22,71	31,65
	5,39	5,5
	32,62	34,05
Struktura realizovanih prihoda Telekom Srbija a.d. 2006/o7		
	2006.	2007.
Domaći saobraćaj (fiksna telefonija)	32,62	34,05
Međunarodni saobraćaj (fiksna telefonija)	5,39	5,50
Mobilna telefonija	22,71	31,65
Internet	0,98	2,10
Ukupno (u milijardama dinara):	61,70	73,30

¹⁰⁶ JP PTT Srbija/internet site: www.ptt.rs

¹⁰⁷ Izvor : Finansijski izveštaji Telekoma „Srbija“ a.d./ www.telekom.rs

¹⁰⁸ Isto

Investicije

Tabela 8.5.3. – Struktura investicija na dan 31.12.2007. godine (u milijardama dinara):¹⁰⁹

Investicije u kapacitete fiksne telefonije	13,15
Investicije u kapacitete mobilne telefonije	4,73
Ostale investicije	2,25
Investicije u nematerijalna ulaganja	0,98
Ukupno (u milijardama dinara): 21,11	

Investiciona ulaganja u 2007. godini najvećim delom su bila usmerena na razvoj telekomunikacionih kapaciteta, i to kako u fiksnoj, tako i u mobilnoj telefoniji. Stanje investicija u toku na dan 31.12.2007. godine iznosi 21,11 milijardi dinara. Od toga, osnovna sredstva fiksne telefonije u pripremi iznose 13,15 milijardi dinara, osnovna sredstva mobilne telefonije u pripremi iznose 4,73 milijardi dinara i ostala osnovna sredstva u pripremi 2,25 milijardi dinara. Investicije u toku u nematerijalna ulaganja iznosile su na dan 31.12.2007. godine 0,98 milijardi dinara.

8.5.2. Poslovanje i privatizacija

Iz matičnog preduzeća PTT „Srbija“ – 1. juna 1997. godine izdvojeno je zavisno preduzeće „Telekom Srbija“ a.d. (u daljem tekstu Telekom). Odmah nakon toga, 9. juna iste godine, Telekom je delimično prodat stranom investitoru. Tada je izvršena prodaja 49 odsto akcijskog kapitala, što je činilo 1.080.000 običnih akcija, za iznos od 1.586.000.000 DEM. Ovo akcionarsko društvo je tada bilo u mešovitom vlasništvu tri akcionara: JP PTT saobraćaja „Srbija“ koja je većinski vlasnik sa 51 odsto, italijanske kompanije „Telecom Italia“ preko „Stet International Netherlands“ sa 29 odsto i grčke (OTE) „Hellenic Telecommunications Organization“ sa 20 odsto vlasništva. Sve tri kompanije koje su učestvovala u kupoprodaji Telekoma su u to vreme bile javna preduzeća.¹¹⁰

Opšti je zaključak da je tada u privatizaciji Telekoma primenjena neodgovarajuća tehnika i loša politika privatizacije. To se obrazlaže sledećim:¹¹¹

- Prodaja je sprovedena bez tendera – neposrednom pogodbom. Nisu specifikovani rezultati koji se od strateških partnera očekuju,
- Privatizacija je obuhvatila i licencu za mobilnu telefoniju.
- Regulacija cena telekomunikacionih usluga nije obuhvaćena privatizacionim ugovorom, niti je definisana na bilo koji drugi način.
- Privatizacioni prihodi nisu se koristili za finansiranje razvoja telekomunikacija, već za pokrivanje budžetskog deficita, odnosno finansiranje budžetske potrošnje.

Dobijenih oko 1,6 milijardi DEM za 49 odsto kapitala odnosno oko 1.000.000 priključaka je po mišljenju eksperata manje od realne vrednosti. Ukoliko se pokuša poređenje sa privatizacijom telekomunikacija u drugim tranzicionim ekonomijama, iskustva su veoma različita. Ostvarenih 730\$ po priključku privatizacijom Telekoma Srbija je moguće porediti, s jedne strane, sa 160\$ u Estoniji i 495\$ u Letoniji, s druge strane, sa 2.615\$ ostvarenih prodajom mađarskih telekomunikacija.

Do kraja 2000. godine, Telekom je kumulirao gubitak u iznosu od 5,6 miliona dinara, što čini

¹⁰⁹ Izvor : Finansijski izveštaji Telekoma „Srbija“ a.d./ www.telekom.rs

¹¹⁰ Isto

¹¹¹ Isto

20,6 odsto ukupnog prihoda i 14,9 odsto vrednosti kapitala. Zbog toga se i kaže da je „privatizacija Telekomu primer kako ne bi trebalo raditi“.¹¹²

Tabela 8.5.4. – Kapaciteti Telekomu „Srbija“ a.d.

Godina	Fiksna mreža „Telekom Srbija“ a.d.			Mobilna telefonija „Telekom Srbija“ a.d.	
	Ukupan instalirani pretplatnički kapacitet	Ukupan priključeni pretplatnički kapacitet	Broj pretplatnika na 100 stanovnika	Pokrivenost teritorije	Pokrivenost populacije
2000.	2.699.945	2.201.559	27	43%	77%
2007	3.39.612	3.298.900	52	77%	98%

Izvor: <http://www.telekom.yu>

Nepovoljnom stanju u oblasti telekomunikacija doprineo je ugovor o prodaji dela Telekomu iz 1997. godine. Deo Telekomu je vraćen Srbiji krajem 2002. godine kada je JP PTT Srbija ponovo preuzelo 29 odsto akcija od Telecom Italia za 195 mil eura, dok je prethodna transakcija iz 1997. godine za ove akcije iznosila 497 mil eura. U iznos koji treba platiti Telecom Italia uračunato je i oko 100 mil eura duga na ime prenosa znanja (know-how). Potpisivanjem ovog ugovora PTT je postao vlasnik 80 odsto akcija, dok je OTE zadržala svojih 20 odsto.

Danas akcionarsko društvo Telekom Srbija raspolaže sa oko 10,3 odsto kapitala, ostvaruje 9,2 odsto ukupnog prihoda, 60,2 odsto dobiti i zapošljava 8,0 odsto zaposlenih u javnim preduzećima.⁷⁶ Kompanija nema prevelik broj zaposlenih. U strukturi rashoda Telekomu, zarade i sve što se odnosi na radnu snagu učestvuje sa manje od 9 odsto. Telekom Srbije je u 2007. godini ostvario 88,8 odsto prihoda na domaćem tržištu, a 11,2 odsto na ino-tržištima, što je u poređenju sa Telekomom Hrvatske (8,7 odsto) i Telekomom Slovenije (8,5 osto) više. Poslovni rezultat po segmentima kompanije u 2007. godini izgledao je na sledeći način: učešće u ukupnoj prodaji fiksne telefonije je 51,1 odsto, mobilne telefonije 37,7 odsto i interneta i ostalog 11,2 odsto. U 2007. godini Telekom je investirao u kapacitete fiksne telefonije 13,15 milijardi dinara, u kapacitete mobilne telefonije 4,73 milijarde dinara, investicije u nematerijalna ulaganja 0,98 milijardi dinara i ostale investicije 2,25 milijardi dinara, što je na dan 31.12.2007. godine iznosilo 21,11 milijardi dinara ukupnih investicija.

Posle dugo vremena, cene nekih od osnovnih usluga Telekomu značajno su poskupele, što može rezultirati znatno višom profitabilnošću koja je u 2009. godini na nivou sličnih kompanija u Evropi. Dominantan novi sistem u određivanju cena je vremenski merni sistem (minut i njegovi delovi) i udaljenost pretplatnika A (pozivajućeg) i pretplatnika B (pozvanog). U digitalnom sistemu cena koštanja usluge na međugradskim i međunarodnim relacijama (long distance) je rapidno pala i ima dalju tendenciju pada u odnosu na lokalne veze. Pravedna interkonekcijska cena, je cena koja bi novim operatorima na domaćem tržištu obezbedila odgovarajuću zaradu i vraćanje uložених sredstava, a Telekomu određeni stepen profitabilnosti koji će mu omogućiti dalji razvoj mreže i kvalitet usluga. U suprotnom novi operatori bi ostvarili profit bez većih ulaganja, a Telekom bi imao znatno manje prihode i ne bi mogao izvršiti modernizaciju mreže.

Prioritet u planovima Telekomu je dalja digitalizacija fiksne mreže, izgradnja pristupne mreže

¹¹² <http://www.telekom.yu/Sajt> Telekomu

uvodjenje novih tehnologija i usluga i proširenje međunarodnih kapaciteta. Rešenje i nerealizovanih zahteva za telefonski priključak podrazumeva korišćenje FWA (Fixed Wireless Access) i druge bazične tehnologije gde je to ekonomski i vremenski isplativo. Telekom ima uslove da posluje kao internet servis provajder (ISP), i tu mogućnost trenutno i koristi.¹¹³

U 2008. godini smatra se, da od svih javnih preduzeća koja ulaze u postupak privatizacije, Telekom je najspremniji, i već početkom 2010. godine treba očekivati izlazak na Berzu, ukoliko dođe do stabilizacije finansijskih tržišta.

U procesu privatizacije javnih preduzeća planirano je da Telekom prvi organizuje IPO, kada se finansijska tržišta budu oporavila posle jedne od najvećih finansijskih kriza u svetu. Globalna finansijska kriza je dovela u pitanje opstanak velikog broja vodećih finansijskih kompanija na razvijenim tržištima što može značajno prolongirati IPO Telekoma Srbije. Kako smo već rekli u prethodnom izlaganju, JP PTT raspolaže sa 80 odsto kapitala Telekoma, grčki OTE sa 20 odsto kapitala. Verovatno će Deutsche Telekom (DT) učestvovati u kupovini akcija Telekoma Srbije u IPO-u, imajući u vidu da je DT sa grčkom vladom većinski vlasnik OTE-a. S obzirom da OTE kontroliše većinu regionalnih kompanija, u perspektivi to bi moglo značiti dominaciju DT.

Po strateškom planu do 2010. godine realno je očekivati i promene u poslovanju i modernizaciju postojećih kapaciteta:

- 51 fiksnih linija na 100 stanovnika
- 85 mobilnih pretplatnika na 100 stanovnika
- 51 internet korisnika na 100 stanovnika

Agencija za telekomunikacije je nezavisno telo, neophodno da bi otpočeo proces liberalizacije, a njene nadležnosti su:

- utvrđivanje cene interkonekcije
- izdavanje licenci
- utvrđivanje tarifa i sl.

Dalji proces privatizacije i liberalizacije telekomunikacija u Srbiji treba da omogući razvoj telekomunikacionog tržišta, modernizaciju telekomunikacionog sistema i veći kvalitet usluga uz obezbeđenje visokog stepena transparentnosti u procesu privatizacije.

9. ENERGETSKI SEKTOR U SRBIJI

9.1. POZICIJA EPS-a I NIS-a MEĐU OSTALIM JAVNIM PREDUZEĆIMA U SRBIJI

Javna preduzeća u Srbiji, a naročito u sektoru energetike, su u grupi najvećih preduzeća. Njihova veličina je uzrokovana prirodom delatnosti kojima se ona bave i pruža sve pogodnosti ekonomije obima, ali u periodima velikih ekonomskih promena ova preduzeća se ne mogu dovoljno brzo prilagoditi okruženju, kao manja preduzeća koja su daleko fleksibilnija i otvorenija za nove izazove. Kao i u svetu, i kod nas postoje javna preduzeća koja relativno dobro posluju, ali i ona koja tradicionalno ostvaruju velike gubitke.

Po završnom računu iz 2007. godine¹¹⁴ ukupni gubici privrede Srbije su iznosili 20,5 milijardi dinara, od čega se na javna preduzeća odnosi 10,4 milijarde dinara ili oko 50 odsto. Njihovo

¹¹³ <http://www.telekom.yu/Sajt>

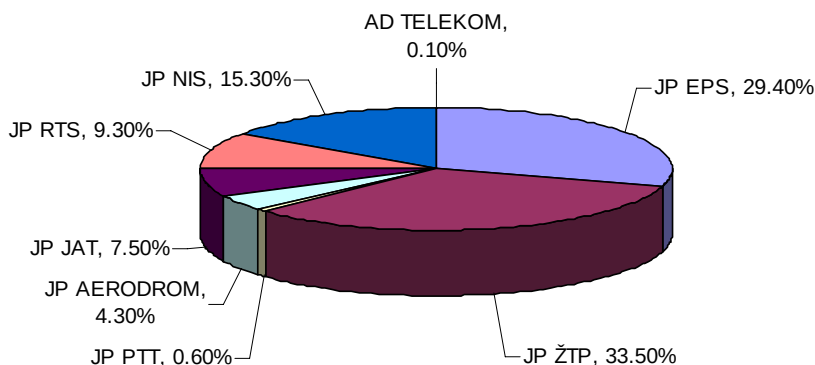
¹¹⁴ Narodna Banka Srbije "Finansijski rezultati privrede u RS" Beograd

učesće u dobiti ukupne privrede je 13,5 odsto. Javna preduzeća kao najveća u našoj privredi najviše i jesu pogođena negativnim kretanjima na nivou cele privrede.

Pored gubitaka, ova grupa preduzeća dominira i po stepenu otpisanosti osnovnih sredstava i opreme. Pojedine grane posluju sa skoro otpisanom opremom: proizvodnja nafte i gasa ima stepen otpisanosti opreme 93,4 odsto, železnički saobraćaj 99 odsto, itd.¹¹⁵ Ako se tome doda činjenica da ova preduzeća imaju i velike fiksne troškove, kao i to da mnogi kapaciteti godina nisu ni održavani ni remontovani, shvatićemo da je ovaj problem mnogo veći i urgentniji od mnogih aktuelnih kojim se bavimo.

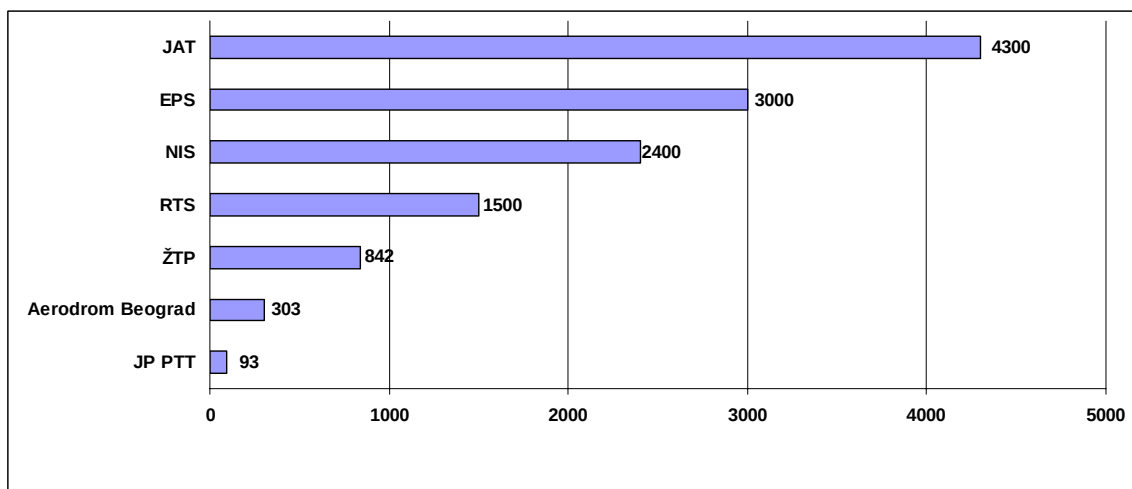
Za sagledavanje poslovanja EPS-a i NIS-a, relevantni su podaci koji govore o ekonomskom položaju državnih infrastrukturnih preduzeća. U tom smislu, dovoljno nam govore pokazatelji Ministarstva finansija Republike Srbije u periodu 2006/07. godine.

Grafikon 9.1.1. – Struktura kumuliranog gubitka JP u Srbiji¹¹⁶



Grafikoni 9.1. 1. govore nam o strukturi kumuliranog gubitka javnih preduzeća najveći kumulirani gubitak imaju: EPS u iznosu od 29,4 odsto, ŽTP 33,5 odsto zatim sledi NIS sa 15, 3 odsto, RTS sa 9, 3 odsto, JAT sa 7,5 odsto, i ostala javna preduzeća sa manje od jedan odsto.

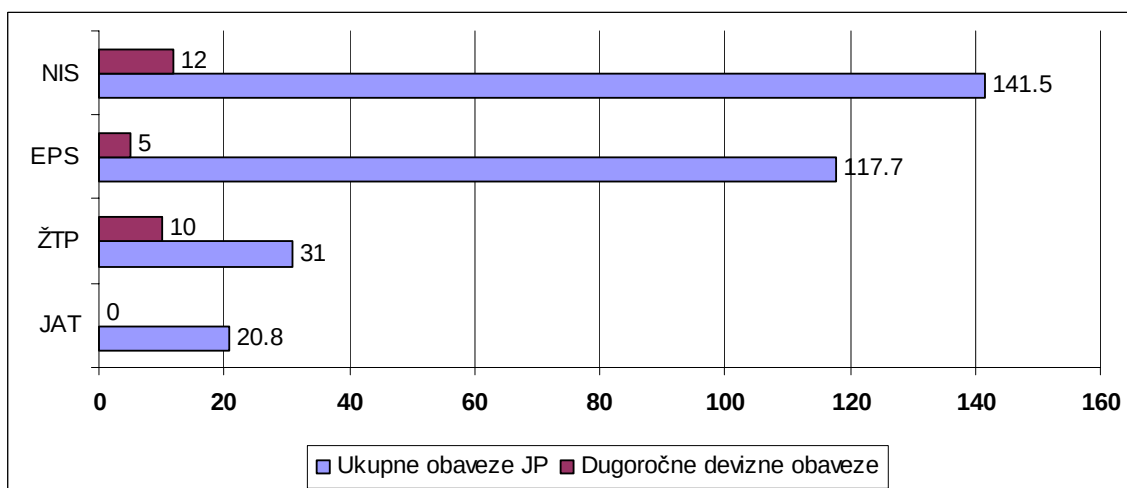
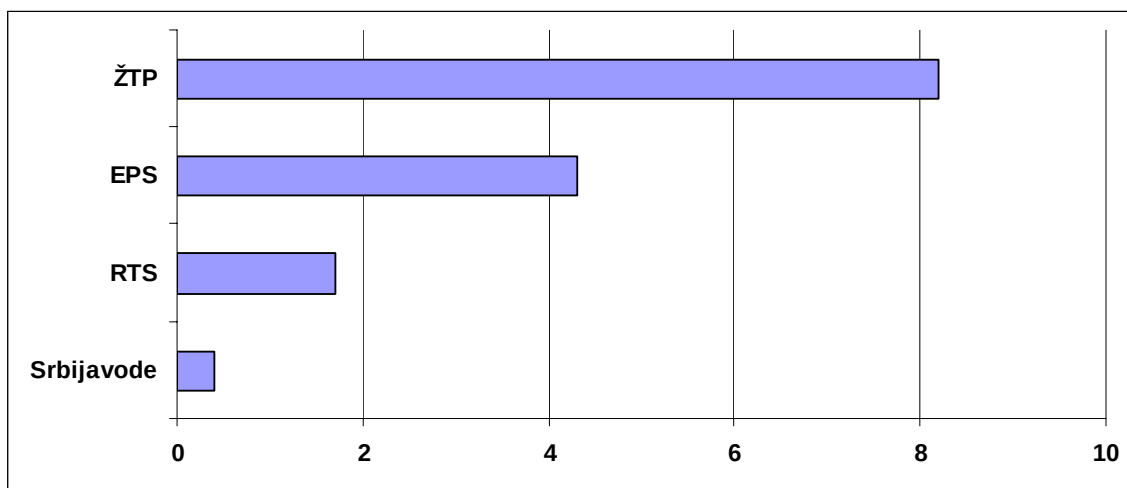
Grafikon 9.1.2. Kumulirani gubici po zaposlenom (u 000 dinara)¹¹⁷



¹¹⁵ Narodna Banka Srbije "Finansijski rezultati privrede u RS"

¹¹⁶ Izvor: Ministarstvo finansija RS

¹¹⁷ Isto

Grafikon 9.1.3. Javna preduzeća su među najvećim dužnicima države Srbije¹¹⁸**Grafikon 9.1.4. Planirane subvencije iz budžeta za javna preduzeća**¹¹⁹

Iz navedenih grafikona vidimo da su EPS i NIS, najveći dužnici države Srbije, a među preduzećima koja će biti subvencionisana iz budžeta Srbije takođe je EPS, dok se za NIS u 2007. godini ne planira subvencionisanje. Iz priloženih podataka može se zaključiti da je proces restrukturiranja javnih preduzeća u Srbiji neminovnost. Niska efikasnost javnih preduzeća rezultat je nedostatka podsticajnih mera kojima bi se uticalo na veću profitabilnost. Neophodno je smanjenje ukupnog broja zaposlenih, restrukturiranje dugova, izdvajanje i privatizacija sporednih delatnosti, povećanje produktivnosti poslovanja, povećanje konkurentnosti preduzeća i ukidanje subvencija iz budžeta. Postojeća organizaciona struktura javnih preduzeća ukazuje da su mnoge sporedne delatnosti koje mogu uspešno poslovati na tržištu i dalje neopravdano u sastavu javnih preduzeća, što se dodatno odražava na njihovu neefikasnost.

Što se tiče gasovodne mreže u Srbiji, ona je slabo razvijena. Postojeći magistralni gasovod visokog pritiska nije došao do svih delova Srbije. Distribucija gasa neposrednim potrošačima, osim delimično u Vojvodini, veoma je slabo razvijena. Uvoz gasa obavlja isključivo Progresgastrading (do 2009. godine), a distribuciju gasa isključivo Srbijagas i Vojvodinagas (regionalno podeljeni) koji su u sastavu NIS-a.¹²⁰

¹¹⁸ Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije¹¹⁹ Isto¹²⁰ NIS/sajt www.nis.yu

Osnovni ciljevi privatizacije gasovoda treba da budu sveobuhvatan razvoj gasovodne mreže i pospešivanje potrošnje ovog energenta. Privatizaciji snabdevanja gasom, odnosno gasovoda, treba da prethodi dosledna i potpuna separacija gasovoda od naftne industrije (prerada nafte i prodaja naftnih derivata nemaju ništa zajedničko sa gasovodom). Pored toga potrebno je izvršiti vertikalnu separaciju magistralnih gasovoda (prenos gasa) i distribucije (maloprodaja) gasa, koja treba da se organizuje u obliku regionalnih monopola, jedan snabdevač na jednom području. S obzirom na nerazvijenost distributivne mreže, ovakvo rešenje pospešuje privatne investicije u razvoj te mreže i olakšava regulaciju primenom podsticaja za umanjenje troškova. Potrebno je uspostaviti potpunu konkurenciju različitih vidova snabdevanja energijom (električna energija, gas, daljinsko grejanje, ložulje, ugalj, itd.).

9.2. RESTRUKTURIRANJE NAFTNE INDUSTRIJE (NIS-a) I IZBOR OPTIMALNE LOGISTIČKE KONCEPCIJE I STRATEGIJE

Naftna industrija Srbije je tehnološka celina organizovana u deset operativnih kompanija:¹²¹

- NIS–Naftagas, Novi Sad deo koji se bavi istraživanjem i proizvodnjom nafte i gasa
- NIS–Gas, Novi Sad i NIS–Energogas, Beograd – delovi preduzeća za transport i promet prirodnog i tečnog gasa
- NIS–Rafinerija nafte, Novi Sad, NIS–Rafinerija nafte Pančevo, NIS–Rafinerija nafte Beograd i FAM–Kruševac – delovi za proizvodnju naftnih derivata, ulja i maziva. (napomena: FAM–Kruševac je u procesu restrukturiranja izdvojen iz NIS–a i Agencija za privatizaciju Republike Srbije, početkom 2006. godine predložila je metod privatizacije javnom aukcijom i objavila prospekt, postupak privatizacije završen je početkom 2009. godine)
- NIS–Jugopetrol, Beograd i NIS – Naftagas promet, Novi Sad – delovi preduzeća za promet nafte i naftnih derivata, uvoz i izvoz
- NIS–Inženjering Novi Sad – deo preduzeća za projektovanje i izgradnju investicionih objekata.

U oblasti naftno–gasnog sektora posluje kompanija Naftna industrija Srbije – NIS, vertikalno integrisani konglomerat u vlasništvu države, (100 odsto vlasništvo države do 2009. godine, a posle privatizacije 49 odsto). U NIS-u postoji monopol u proizvodnji i preradi nafte i proizvodnji, transportu i distribuciji prirodnog gasa.

Transport sirove nafte do rafinerija NIS–a može se ostvariti Jadranskim naftovodom, plovnim objektima Dunavom, železničkim i auto cisternama. Naftovod kojim se transportuje najveći deo sirove nafte je zajedničko ulaganje Srbije, Hrvatske i BiH. NIS podmiruje energetske potrebe države uključujući i normalno snabdevanje gasom. JP NIS, u 2007. godini, raspolaže sa oko 3,6 odsto ukupnog kapitala javnih preduzeća, ostvaruje oko 52 odsto prihoda (u 2008. godinu završava sa gubitkom) i zapošljava oko 11,6 odsto zaposlenih.

U uslovima statusnog, svojinskog i organizacionog restrukturiranja naftne industrije u zemlji, jasno je da će doći do promena i u poslovnim strategijama tako nastalih preduzeća, odnosno u postojećim logističkim strategijama. Osim neizvesnosti koje nose očekivane promene, one nose i potencijale za poboljšanje funkcionisanja postojećih sistema, te u tom kontekstu treba posmatrati i izbor optimalne logističke koncepcije.

Definisanjem ciljeva i strategije u razvoju naftnog vrednosnog lanca, sa aspekta savremene logističke koncepcije, može da se dođe do idejnog rešenja, koje bi poslužilo kao polazna

¹²¹ Naftna Industrija Srbije NIS/www.nis.yu

osnova u modeliranju procesa reorganizacije i privatizacije. Na tako postavljenim performansama lanaca snabdevanja, gde su javni interesi i državna strategija u kontekstu individualnih interesa i poslovnih strategija, sistematski se dolazi do odgovora na pitanja:¹²²

1. ko od prisutnih privrednih subjekata treba da učestvuje u lancu povezivanja
2. kakve će se odluke i na kom nivou lanca snabdevanja donositi
3. kako se vrši podela rizika posebno kod javnog interesa, a posebno kod preduzetničkog interesa
4. kako obezbediti izvore finansiranja za razvoj i zaštitu životne sredine
5. koji kvalitet može da zadovolji potrošača

Konkretno sa ciljem države da se obezbedi kontinuitet i sigurnost snabdevanja nafte i derivata, kompatibilan je cilj smanjenja troškova kod pojedinačnih učesnika. Sa državnom strategijom da se planira, koordinira i kontroliše tok robe, naftne kompanije imaju mogućnost efikasne realizacije poslovnih aktivnosti integrisanjem procesa putem partnerstva u tržišnoj koordinaciji, ili putem spajanja i odvajanja delova preduzeća. Tako na primer, optimizacija zaliha na nivou zemlje podrazumeva partnerske odnose rafinerija i prometnika, a optimizacija na nivou zemlje podrazumeva formiranje posebnog preduzeća, koje bi se bavilo uslugama skladištenja. Samim tim bilo je moguće i pre procesa privatizacije, usvojiti pravilo da zalihe, kao obrtni kapital i troškovna stavka, utiču na profitabilnost preduzeća na tržišnim principima, a skladištenje, kao investicija kapitalnosti, utiče na profitabilnost. U prilog tome može se reći da renomirane naftne kompanije vode računa o kontinuitetu snabdevanja, preko svojih operativnih zaliha, što ih čini konkurentnijim na tržištu. Isto tako, pojedine države imaju svoja preduzeća tj. javna skladišta, čije se usluge naplaćuju po cenama koje su ispod stvarnih cena koštanja, s obzirom na to da su cene zakupa maksimirane, kao i ostale cene koje se tiču infrastrukture.

Upravljanje lancima snabdevanja naftne industrije Srbije, u konceptualnom strateškom smislu, nalazi svoju praktičnu primenu i u novom Zakonu o energetici. Zakonom se propisuje obaveza donošenja energetske politike zemlje, koja treba da obuhvati upravo jednu od prioritarnih upravljačkih funkcija, dugoročno planiranje razvoja naftnog sektora u cilju kontinuiteta i sigurnosti energetske efikasnosti.

U cilju prilagođavanja tržišnim tokovima Vlada Republike Srbije je od 24.09.2003. godine donela Uredbu o cenama nafte i derivata nafte¹²³ Ovom Uredbom su utvrđene rafinerijske cene derivata uvećane za prometnu maržu umesto maloprodajnih cena koje su utvrđivane sadašnjim Uredbama o cenama sirove nafte¹²⁴ Izvršena je promena i kod korekcija cena derivata nafte. Promena cena derivata nafte vezuje se za promenu cena nafte na svetskom tržištu, a ne za promenu cena derivata u Evropi kako je to ranije bilo regulisano. Nova Uredba predviđa mesečnu promenu cena, umesto svakih 15 dana, a cene derivata se menjaju kada se cena nafte promeni za više od 2,5 odsto. Rafinerije nafte u Pančevu i Novom Sadu sklapaju sve ugovore za proizvodnju derivata. Predviđeno je smanjene cene prerade nafte, sniženje priznatih troškova gubitaka rafinerija, povećanje izbora aranžmana, produženje roka besplatnog skladištenja i smanjenje troškova plaćenog skladištenja, uvođenje penala za neizvršenje ugovornih obaveza. Prodajna cena prirodnog gasa utvrđuje se petnaestodnevno na bazi ugovorene uvozne cene i kretanja kursa USD. U 2003. godini prodajna cena prirodnog gasa za industrijske potrošače kretala se u rasponu od 9,29 din/m³ do 10,46 din/m³.

¹²² Nancy Birdsall and John Nellis - Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization, Center for Global Development Working , 2002

¹²³ Uredba Sl. glasnik RS, br.103/03.

¹²⁴ Uredba Sl. glasnik RS, br. 22/01, 54/03.

Saglasno Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju sa EU i pristup WTO,¹²⁵ kao i novom Zakonu o energetici tržište Srbije će se otvoriti stranim proizvođačima nafte i naftnih derivata. Veliki kupci prirodnog gasa imaće pravo da kupuju gas na međunarodnom tržištu. Jednim delom to je učinjeno odlukom o prodaji 79,5 odsto kapitala Beopetrola koji pokriva 1/5 domaćeg tržišta naftnih derivata) ruskoj naftnoj kompaniji LUKOIL za 210 mil eura. U okviru ove ponude cena za kompaniju iznosila je 117 mil eura, za investicije u narednih pet godina predviđeno je 85 mil eura, a za socijalni program 8 mil eura. Ovom privatizacijom došlo je do promena na energetsom tržištu u Srbiji a, drugim delom prodajom 51 odsto kapitala NIS-a. Gaspromu. Ove dve ruske kompanije raspolazu velikom količinom sopstvene sirove nafte i velikim rafinerijskim kapacitetima.

U skladu sa tržišnim uslovima privređivanja i značaja nafte i gasa za budući privredni razvoj zemlje strateški ciljevi i pravci razvoja NIS-a su:¹²⁶

1. nastavak obnove i revitalizacija kapaciteta i ekonomsko-finansijska konsolidacija kompanije
2. usklađivanje organizacije NIS-a sa aktuelnim tendencijama na svetskom tržištu, poštujući mogućnosti kompanije i nacionalne privrede,
3. doneti strategiju dugoročnog povećanja obima proizvodnje nafte i gasa u zemlji
4. nastavak gasifikacije domaćeg tržišta proširenjem gasovodne mreže i povećanje potrošnje prirodnog gasa u energetske i neenergetske svrhe (industrijska potrošnja, potrošnja domaćinstava i ostatak privrede),
5. poboljšanje strukture prerade i kvaliteta naftnih derivata u oblasti rafinerijske prerade u skladu sa svetskim normativima i standardima kvaliteta, povećanje angažovanosti kapaciteta, regulisanje pitanja transporta, povezivanje sa naftovodima susednih zemalja.

Danas se proizvodnja nafte u Srbiji kreće se oko 1 mil tona godišnje (NIS raspolaže nalazištima u Angoli gde se u proseku dobija oko 220.000 tona godišnje). Prerada nafte obavlja se u dve rafinerije kapaciteta 7,5 mil tona primarnog kapaciteta – rafinerija u Pančevu sa kapacitetom primarnih postrojenja od 4,5 mil sirove nafte i rafinerija u Novom Sadu sa kapacitetom prerade od 3 mil sirove nafte. Rafinerije su povezane dvosmernim naftovodom koji omogućava integraciju postrojenja.

Gas je energent sa sve većim učešćem u potrošnji, pored ekološke prednosti on je ekonomičniji u odnosu na ostale najčešće korišćene energente. Vojvodina prednjači u razvijenosti gasovodne i distributivne mreže. Centralna Srbija ima izgrađene magistralne gasovode kojima su snabdeveni industrijski potrošači, dok distributivni deo namenjen domaćinstvima zaostaje u razvoju. Domaća proizvodnja gasa je na nivou oko 0,6 mld m³, potrošnja dostiže 2,5 mld m³. Razlika se pokriva uvozom iz Rusije. Cene domaćeg gasa nisu pratile uvoznú cenu koja se određivala pomoću formule u koju su ravnopravno uključeni cena dizela, lakog i teškog mazuta. Rastom cena sirove nafte i derivata povećane su i cene uvoznog gasa. Postoji diferencijalna cena za pojedine velike potrošače koje imaju niže cene od propisanih za oko 30 odsto.

Ugalj je najvažniji domaći energent mada je niskog kvaliteta, uz olakšavajući odnos da se može površinski iskopavati. Između 90–95 odsto tona lignita sa površinskih kopova se iskoristi u termoelektranama. Proizvodnja uglja bila je smanjena u periodu NATO agresije sa 43 mil tona uglja u 1998. godini na 32 mil tona uglja u 1999. godini. Pad proizvodnje je najizraženiji na Kosovu, a površinski kop Kolubara takođe beleži pad proizvodnje. Proizvodnja toplotne energije za potrebe zagrevanja stanova i poslovnog prostora obavljaju gradske toplane koje koriste uvozne energente. Potrošnja toplotne energije za zagrevanje stanova i poslovnih

¹²⁵ WTO/Site. www.wto.int

¹²⁶ NIS // Strategija razvoja NIS-a

prostora je neracionalna. Ostali energetske potencijali (biomasa, geotermalna energija, uljni škriljci, solarna i energija vetra) u našoj zemlji nisu dovoljno istraženi, ali će im se, obzirom na svetske tendencije u budućnosti posvetiti veća pažnja.

Tokom NATO agresije rafinerije u Pančevu i Novom Sadu, kao i petrohemijska postrojenja pretrpela su velika razaranja. Obnova kapaciteta i dalje zahteva veliku podršku novih investitora. Energetski sektor Srbije pretrpeo je ogromna ratna razaranja u toku NATO intervencije. U cilju konsolidacije poslovanja od oktobra 2000. godine Srbija je primila značajnu donatorsku pomoć za energetski sektor. Glavni donatori su bili: Evropska agencija za rekonstrukciju (EAR), Svetska banka (WB), Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) i Evropska investiciona banka (EIB), a istovremeno su sklopljeni i bilateralni projekti. EAR veliki značaj pridaje izgradnji institucija (kofnansiranje osnivanja i obezbeđivanje savetodavne podrške Agencije za energetske efikasnost i Agencije za energetske kontrole). EAR je davala pomoć u vidu donacije zahvaljujući kojoj je i EPS nastavio proizvodnju, ali donacije su kratkoročna mera i biće zamenjene infrastrukturnim kreditima odobrenim od EBRD, EIB itd.

Zašto su potrebne promene u NIS-u, navešćemo sledeće razloge:

1. opšteprihvaćeni principi globalizacije i liberalizacije u svetu na koje Srbija treba da odgovori u svim segmentima, pa i u energetici, zadržavajući odgovarajući stepen sopstvenog „energetskog suvereniteta“, kao uslova nad uslovima sveopšteg razvoja i konkurencije
2. polivalentno prisustvo države u NIS-u (do 2009.), s tim što je vlasnička valenca na ubedljivo poslednjem mestu, kao i energetska politika, čime je razvoj sistema na ekonomskim i tehnološkim osnovama bio gotovo nemoguć (podređenost energetske politike svim drugim politikama države)
3. nezadovoljavajući poslovni rezultati u proteklom periodu u odnosu na realne resurse (ako nema vlasničkog odnosa profit nije u prvom planu) koji uzrokuju manjak kapitala i nemogućnost investiranja u razvoj saglasno standardima branše
4. snažan pritisak okolnih naftnih kompanija na tržište Srbije zahteva jačanje konkurentnosti NIS-a (MOL, LUKO-IL, OMV itd)

U osnovne delatnosti NIS-a spadaju istraživanje nafte i gasa, rafinerije nafte u Pančevu i Novom Sadu i prometnici (Jugopetrol i NAP), distribucija i transport gasa. Pomoćnim delatnostima, koje bi bile prepuštene tržišnoj konkurenciji posle određenog vremena, pripadaju rafinerije ulja i maziva (NIS-FAM, NIS-RNB i deo NIS-RNS-Blending ulja) i NIS-inženjering. U sastavu NIS-a su i brojne ugostiteljsko-turističke delatnosti (subjekt za proizvodnju lekova FAM-FARM, turističke agencije, restorani, hoteli i odmarališta, bezbednost, poslovi higijene), kao i delatnost istraživanja podzemnih voda i geotermalne energije. Neophodno je odvajanje i privatizacija ovih aktivnosti kao posebnih celina.

Svaki od delova NIS-a preduzima mere za racionalizaciju poslovanja i sopstvenog restrukturiranja u cilju povećanja konkurentnosti i podsticanja tržišne orijentacije. U bliskoj budućnosti sagledaće se mogućnost stvaranja različitih formi partnerstva sa stranim kompanijama.

U oblasti snabdevanja gasom cilj je uspostaviti tzv. „prstenasti tip mreže“, odnosno stvaranje alternativnih tačaka snabdevanja gasom iz inostranstva i oslanjanje na veći broj snabdevača. Delatnost distribucije gasa treba vertikalno odvojiti od delatnosti prenosa gasa. Velike pozitivne efekte NIS bi mogao imati od razvoja gasne linije „Južni tok“. U sadašnjoj situaciji moguće je na gasovod priključiti oko 150.000 domaćinstava.

Znači, svi predlozi reorganizacije postavljaju podelu NIS-a na osnovne linije delatnosti i prateće pomoćne delatnosti, a razlike se sastoje u načinima realizacije tih pristupa, sadržajima bilansa novih subjekata i funkcijama matičnog preduzeća. Aktuelni program reorganizacije ima za cilj da definiše model novog statusnog, organizacionog i budućeg svojinskog ustrojstva NIS-a saglasno strategiji razvoja energetike Srbije, i saglasno Zakonu o energetici i drugim relevantnim zakonskim propisima. Osnov u pristupu prilikom izrade svih segmenata programa restrukturiranja jeste decentralizacija svih operativnih funkcija sistema, uz zadržavanje kapital funkcija i strategija na nivou sistema (holdinga). Kada je energetika u pitanju nužan uslov jeste dokapitalizacija i upravo nju treba obezbediti kroz privatizaciju tog značajnog sektora. Ta bi dokapitalizacija (poželjno je na berzi) značila realno i ekonomski primarno zadovoljenje energetske potrebe zemlje na dug rok, bez čega nema ukupnog razvoja zemlje.

Treba se osloboditi verovanja preraslog u opsesiju, da će strane investicije učiniti privrednu renesansu i pokrenuti ukupne privredne tokove. One će to učiniti samo do mere otklona uskih grla u konkretnim oblastima, a u drugim segmentima investicija će biti samo svedeni na minimum.

9.3. CENA NAFTE NA SVETSKOM TRŽIŠTU I FORMIRANJE CENE NAFTNIH DERIVATA U SRBIJI-BUDUĆE PROJEKTOVANJE

Period najvećeg prosperiteta tržišta akcija bio je tokom devedesetih godina, a jedan od elemenata rasta, je visok stepen držanja cena nafte pod kontrolom, uz stabilnost tržišta. Nakon 2000. godine cene nafte na svetskom tržištu pokazuju trend stalnog i previsokog rasta, ta tendencija je nastavljena do 2008. godini. Taj trend vrši pritisak na inflaciju koju više nije moguće kontrolisati merama monetarne i ukupne ekonomske politike. Tržište akcija, posmatrano na dugi rok, u istom periodu pokazivalo je tendenciju rasta, sa povremenim padovima ili čak krahovima kakav se dogodio prvi put 1987. godine. Berze su ipak doživele svoj procvat tokom čitave deкаде devedesetih. Kulminacija se dogodila pojavom tzv. brzorastućih kompanija koje su krajem prošle decenije ostvarile nezabeleženi rast donoseći investitorima rekordne kapitalne dobitke. Međutim, ta epizoda je neslavno završena, jer je pregrejana tražnja i psihologija da na berzi svi dobijaju, dovela do takozvanog efekta špekulativnog balona, koji se 2000. godine raspao, dovodeći veliki broj investitora u visoke gubitke, prevashodno na tržištu brzo rastućih kompanija, NASDAQ ali i na berzi u Londonu i ostalim stabilnim berzama širom sveta.¹²⁷ To je bio početak opšteg pada berzanskih tržišta koji je kulminirao tokom 2007/08 godine (pr toga poslednji put trogodišnji pad indeksa na svetskim berzama zabeležen je od 1938–1940.). Sve promene na berzanskim tržištima, naročito u periodu pada berzanskih indeksa, bile su povezane sa rastom cene nafte, koja je vršila pritisak na troškove, smanjivala profite, a podsticala inflaciju. Cena nafte na svetskom tržištu nastavlja da raste tokom 2005. godine probijajući 50 dolara po barelu, tendencija rasta nastavljena je i u 2007. godini. Jasno je da se svet suočava sa jednim od najvećih izazova. Za razliku od ranijeg perioda kada je kretanje cene nafte bilo manje ili više pod kontrolom.

Znači, šta se može očekivati u budućnosti. Svetska ekonomija biće, gotovo je izvesno, izložena situaciji u kojoj nije moguće da proizvede dovoljne količine nafte da bi udovoljila rastućoj tražnji. Brzina i tempo ovog procesa zavisi u najvećoj meri od arapskih zemalja srednjeg istoka, u kojoj meri i obimu će moći i hteti da iskoriste svoje rezerve nafte, jer je OPEC u novom milenijumu, postao glavni igrač koji diktira uslove svetskog tržišta nafte.

Važan faktor je i rast izazvan visokom tražnjom na koju prvenstveno utiče Kina i Indija zbog velikih potreba izazvanih svojim privrednim rastom koji je u proseku oko 8 odsto. Procenjuje se da će u budućnosti ove zemlje postati glavni akteri na međunarodnoj ekonomskoj sceni.

¹²⁷ Jeremić Zoran – Sektor nafte i gasa na finansijskom tržištu, 2005.

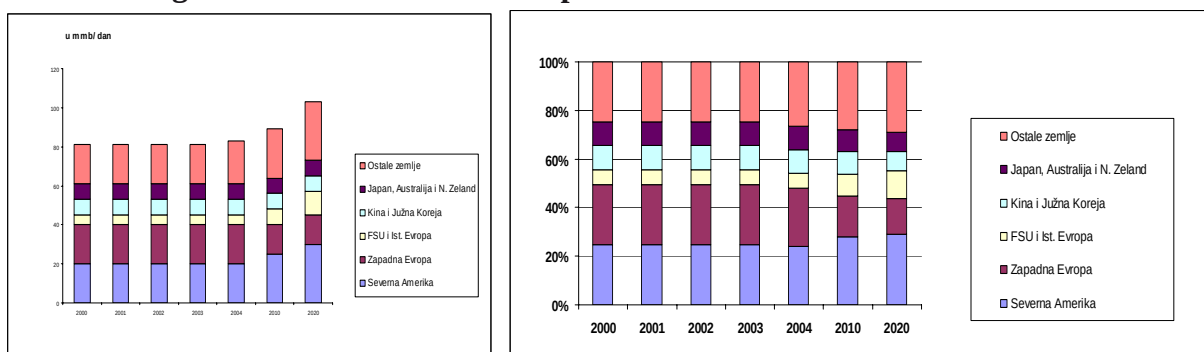
Kina postaje glavni pokretač svetske ekonomije uz veoma bitnu specifičnost da se njena tranzicija sastoji u pomeranju od agrokulture ka industriji, a ne od industrije ka sektoru usluga kao što je u evropskim zemljama u SAD i Japanu. Zbog svih ovih faktora kao i činjenice da je nafta prirodni resurs koji se iscrpljuje, a alternativni izvori energije nisu pronađeni, predviđa se formiranje cene nafte u svetu sa konstantnim rastom. Procenjuje se da će barel nafte dostići cenu od sto dolara i pre 2010. godine.¹²⁸ To će imati loše posledice po svetsku ekonomiju, Istovremeno to bi moglo značiti i da je za investitore na berzama veoma bitno da imaju u vidu faktor nafte kada ulažu u akcije kompanija, jer će na cene akcija dosta uticati kretanje cene nafte.

Što se tiče procene kada će svet doživeti vrh (peak) proizvodnje nafte, mišljenja su veoma različita. Projektovane godine maksimuma variraju od prve decenije XXI veka do širokog dijapazona mogućih maksimuma od 2012. godine do 2112. godine, u zavisnosti od mogućnosti pronalaženja novih rezervi, projektovane stope ekonomskog rasta, visine projektovane cene nafte i slično. Smatra se da su veliki proizvođači, kao što su Venecuela, Saudijska Arabija, Kuvajt i Iran već odavno dostigli vrhunac konvencionalne proizvodnje, međutim napredne tehnologije omogućavaju primenu nekonvencionalnih načina proizvodnje nafte, u čemu neke zemlje na primer Venecuela, već dostižu značajne rezultate.

Svetska tražnja za energijom konstantno raste, i kako smo već naglasili, utiče na konstantan rast cena nafte. Očekuje se da će do 2020. godine, čak 80 odsto rasta energetske tražnje proizilaziti iz potreba unapređenja životnog standarda u zemljama u razvoju, gde se pretpostavlja da će živeti oko 85 odsto svetskog stanovništva (Konkretno najveći rast tražnje za energijom prisutan je u Kini, Indiji i zemljama Istočne Evrope i bivšeg SSSR). Takođe predviđa se da će čovečanstvu biti potrebno 40 odsto više energije nego danas i da će ukupna energetska potrošnja biti 300 miliona barela ekvivalenta nafte dnevno (cca 60 odsto) od toga i dalje će se obezbediti od nafte i gasa kao primarnih i najekonomičnijih energenata. Istovremeno projektuje se prosečni godišnji rast tražnje za naftom po stopi od 1,9 odsto.

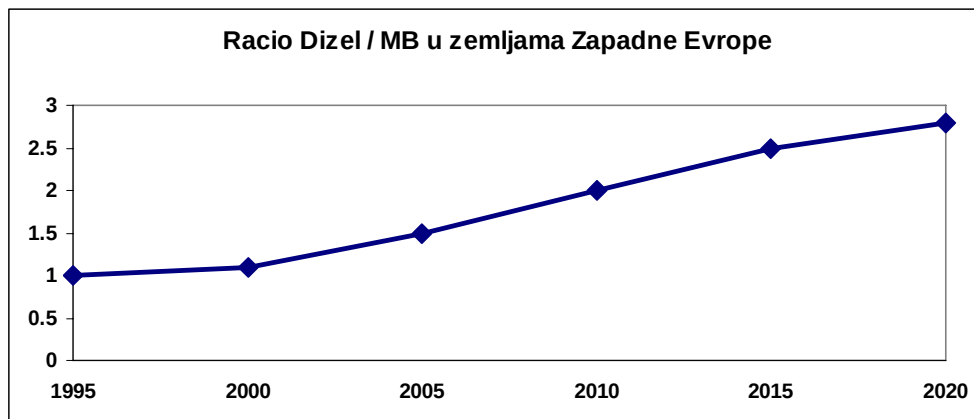
S obzirom da tražnju za naftom zapravo određuje, tražnja za derivatima nafte, predmet dalje analize biće tražnja za naftnim derivatima u različitim sektorima potrošnje i to prvenstveno motornim gorivima u sektoru transporta. Pre svega ukoliko posmatramo različite regione u svetu evidentno je da se najveći rast tražnje za naftnim derivatima očekuje u zemljama u razvoju i Severnoj Americi dok u razvijenim zemljama Zapadne Evrope tražnja raste po nižim stopama u odnosu na svetski prosek i praktično njeno učešće u svetskoj tražnji sa godinama opada. To je sasvim razumljivo, s obzirom da se radi o razvijenoj privredi, zreлом tržištu i ograničenom ekonomskom rastu. U prilog tome pogledajmo grafikon 9.3.1.¹²⁹

Grafikon 9.3.1. Prikaz tražnje za naftnim derivatima u svetu, po regionima u periodu 2000.–2020. godina u mil. Barela/dan i u procentima



¹²⁸ Jeremić Zoran – Sektor nafte i gasa na finansijskom tržištu, 2005.

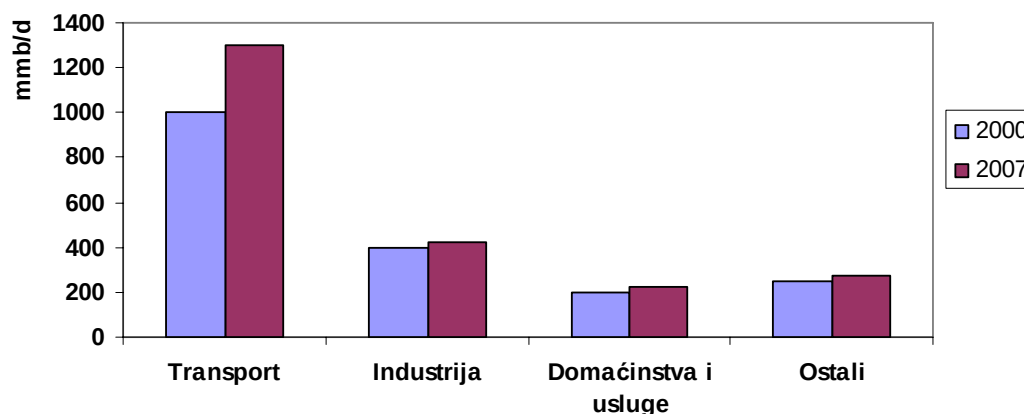
¹²⁹ Energy Information Administration, 2008.

Grafikon 9.3.2. Racio potrošnje dizel gorivo / Motorni benzini u zemljama Zapadne Evrope u periodu 1995 – 2020.¹³⁰

U zemljama Zapadne Evrope, u prvim decenijama XXI veka, očekuje se prosečni godišnji rast tražnje za naftom i naftinim derivatima od 0,5 odsto za prirodnim gasom od 2,0 odsto i ostalim izvorima energije od 1,1 odsto dok se očekuje pad tražnje za ugljem za –0,9 odsto. Dakle, najveći projektovani rast tražnje je prisutan kod prirodnog gasa i to upravo zbog njegove sve veće primene u domaćinstvima i drugim sektorima potrošnje. U prilog tome pogledajmo tabelu 9.3.1. i Grafikon 9.3.3.

Tabela 9.3.1. Prosečna stopa rasta energije u periodu 2001–2025. godina¹³¹

Energent	Pros. god.%rasta u ZE	Pros. god.%rasta u svetu
Nafta	0,5	1,9
Prirodni gas	2,0	2,2
Ugalj	-0,9	1,6
Dr. Izvori energije	1,1	0,9
Ukupno svet	0,7	1,8

Grafikon 9.3.3. Potrošnja energije u Evropi u 2000–2007.¹³²¹³⁰ Mosconi- Energy Information Administration, 2008.¹³¹ Isto¹³² Isto

Cenovni deo tržišta nafte i derivata u Srbiji određen je Uredbama o cenama derivata nafte („Sl. Glasnik RS br. 42/2005. izmene i dopune 2006/07). Ona predstavlja mehanizam dovođenja u vezu cena nafte na svetskim berzama sa cenama derivata nafte kod nas. Nastala je kao posledica Uredbe o posebnim uslovima i načinu uvoza i prerade nafte, odnosno naftnih derivata, u cilju neutralisanja mogućnosti monopolskog manipulisanja cenama od strane NIS-a, ali još uvek ne obezbeđujući uslove potpune konkurencije. Utvrđeni model formiranja cena derivata nafte predstavlja kompromis interesa privatnog kapitala i javnog državnog interesa. Kroz ovaj cenovni model pokušava se obezbediti zainteresovanost privatnog kapitala za učešće u naftnom biznisu, jer im je zagarantovan prosečan profit, s druge strane treba da obezbedi dostupnost goriva svim potrošačima (građanima i privredi) po razumnim cenama u čemu je sadržan javni interes.

Prema Uredbi o određivanju cene nafte svi derivati nafte grupisani su u dve grupe:¹³³

1. osnovni derivati nafte – sve vrste motornog benzina, sve vrste dizel goriva i ulje za loženje
2. ostali derivati nafte.

Ovom Uredbom određuju se najviše cene osnovnih derivata nafte, bez akciza i poreza na dodatnu vrednost tj. bez fiskalnih dažbina. Određivanjem najvišeg nivoa cena bez fiskalnih dažbina, praktično se maksimiziraju i maloprodajne cene osnovnih derivata, jer se na cene bez fiskalnih dažbina dodaju važeći dinarski iznosi akciza i porez na dodatnu vrednost. Cena bez fiskalnih dažbina razdvojena je na proizvođačku cenu i troškove prometa (trgovačku maržu).¹³⁴

Predlog za formiranje cena u budućnosti kod nas podrazumeva uspostavljanje modela formiranja cena derivata nafte, koji će predstavljati prelazno rešenje od državno administrativnog ka liberalnom konceptu funkcionisanja tržišta nafte i derivata nafte. Oni u sebi sadrže tržišne elemente, ali još uvek ne dozvoljavaju potpunu slobodu u formiranju cena nafte. Preko jasno definisanih modela pokušava se obezbediti pravna sigurnost učesnika za naftnu privatizaciju, kroz pružanje sigurnosti u zaštiti uloženog kapitala ukidajući na taj način socijalnu funkciju koja se često dodeljuje naftnim kompanijama.

9.4. PREDLOG MOGUĆEG PRAVCA PRIVATIZACIJE ENERGETSKOG SEKTORA

Delimični ulazak stranog kapitala u ova preduzeća bi ih osavremenio, povećao efikasnost i olakšao povezivanje sa savremenijim svetskim sistemima jer su to delatnosti koje zahtevaju međunarodnu saradnju. Sa druge strane, strani partneri bi uneli, gotov novac koji bi mogao pokrenuti i ubrzati mnoge druge tranzicione procese. Ovom prilikom nećemo zalaziti u načine realnost procene vrednosti preduzeća, jer su to pitanja najčešće političke prirode.

Potpuna privatizacija energetskog sektora je više teorijska apstrakcija nego realnost ne samo kod nas, već i u celom svetu. Istraživana je mogućnost formiranja mešovitog državnog – privatnog preduzeća. Osnivanje mešovitog preduzeća moglo bi omogućiti kombinaciju dva često suprotna cilja javnih preduzeća (profitabilnosti i socijalni ciljevi) sa nižim troškovima nego što bi zahtevalo preduzeće u potpunoj državnoj svojini, zbog zainteresovanosti privatnih akcionara za što veći profit. Po definiciji menadžeri u državnom preduzeću ne mogu prisvajati nagrade zbog veće efikasnosti, pa bi zato ova forma organizacije privatnim menadžerima povećala motivaciju za minimiziranje troškova i povećanje efikasnosti.

¹³³ Sl. glasnik RS, br. 22/01, 54/03.

¹³⁴ Sl. glasnik RS, br.103/03.

Kada se radi konkretno o NIS-u, sa jedne strane se gleda da se poveća efikasnost, a sa druge strane se procenjuje njegov budžetski efekat. Procene su da je državi Srbiji potrebno ukupno 3 milijarde evra¹³⁵ u naredne tri godine da bi se realizovali svi infrastrukturni projekti. Smatramo da se taj novac može dobiti iz jedne ili dve transakcije i u tom smislu je racionalno da se NIS većinski privatizuje i time, s jedne strane donese državi očekivani prihod, a s druge strane se na taj način u preduzeće direktno uvede i strateški partner.

Dana 25. januara 2008. godine Vlada Republike Srbije i Gazprom Neft zaključili su Protokol u vezi sa osnovnim uslovima kupovine akcija NIS-a od strane OAD Gazprom Nefta koji čini 51 odsto akcija kompanije NIS. Ukupno registrovani kapital NIS-a u 2007. godini upisan kod Agencije za privredne registre Republike Srbije iznosi EUR 993.786.000,00, a u Centralnom registru, depou i kliringu hartija od vrednosti registrovan je ukupni osnovni kapital NIS-a iskazan u 8.153.020 običnih akcija CFI kod: ESVUFR; ISION broj: RSINISHE00962, nominalne vrednosti od po 10.000. din po akciji. Vlada Republike Srbije (Prodavac) prodaje 4.158.040. običnih akcija CFI kod: ESVUFR; ISION broj: RSINISHE00962, nominalne vrednosti od po 10.000. din po akciji. To predstavlja 51 odsto osnovnog kapitala NIS-a. Vlada RS donela je zaključak 23. decembra 2008. godine kojim se odobrava navedeni tekst i direktnom pogodbom, prodaje većinski paket NIS-a. To bi značilo da se privatizacija NIS-a okončala krajem 2008. godine, a ruska strana sve obaveze iz ovog Ugovora izmiriće 2012. godine.¹³⁶

Iz svega do sada izloženog u radu smatramo da bi sa ekonomskog aspekta za NIS bilo najbolje rešenje raspisivanje međunarodnog javnog tendera. To je najmerodavniji i najtransparentniji način utvrđivanja cene. Sa druge strane ponuda Ruske Vlade u oblasti saradnje u gasnoj privredi je veoma dobra i treba je prihvatiti kao što su to učinile i druge zemlje. Ali NIS ne bi trebao da bude deo tog paketa (kao što je to bio slučaj), jer se radi o dve odvojene stvari; bitno je da gasovod prođe kroz Srbiju, ali isto tako mora se imati u vidu da se to ne može desiti pre 2013. godine, ne zbog Srbije, već zbog činjenice da najpre 1200 km gasovoda mora da prođe po dnu Crnog mora. Dakle, gasovod jeste veoma važan, ali to je dugoročan projekat, a nama je sada potrebna i to odmah, modernizacija rafinerije i rešavanje ekoloških pitanja jedno od najvećih je zagađivanje Pančeva, takođe su nam potrebni i budžetski prihodi.

Dalje, treba imati u vidu da se plan o podeli 1000 evra građanima u akcijama, se zasniva na proceni vrednosti javnih preduzeća u Srbiji na oko 25 milijardi evra. Jasno je da je to projektovana vrednost. Kada se određivala ta suma, pošlo se od trenutne vrednosti preduzeća u trenutku privatizacije. Recimo početna cena na tenderu za NIS bi bila 2 milijarde evra za 51 odsto vlasništva (a, metodom direktne pogodbe sa ruskim Gaspromom pregovara se o ceni oko 500. 000 miliona evra za isti procenat vlasništva). Ponovljena knjigovodstvena vrednost ovog preduzeća je oko 2 milijarde evra. Smatra se da je njegova tržišna vrednost veća od knjigovodstvene.¹³⁷ (Ipak, početkom 2009. 51 odsto akcija NIS-a preuzeo je ruski Gazprom Neft.)

Zatim, ista pravila važe i za EPS. EPS će se privatizovati verovatno tek za dve tri godine i on bi trebao da ima najveću vrednost. Knjigovodstvena vrednost ovog preduzeća u 2007. godini je bila 4, 5 milijardi evra, a tek će se izgraditi termoelektrane, pa će sa rastom standarda rasti i cena struje, što će sve uvećati vrednost EPS-a. Koliko, u ovom trenutku ne može se znati, jer su procene toliko grube da variraju od 8 milijardi pa čak do 20 milijardi evra. Minimalno će udvostručiti knjigovodstvena vrednost EPS-a. Od prodaje ova dva preduzeća EPS-a i NIS-a,

¹³⁵ Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja RS

¹³⁶ Naftno-gasni sporazum, Ugovor o prodaji i kupovini akcija NIS-a a.d. – Novi Sad

¹³⁷ Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja RS

zajedno sa Telekom realno bi bilo očekivati najviše novca od privatizacije javnih preduzeća. Javnim preduzećima u oblasti energetike (i ne samo njima) je potrebna kompletna transformacija, a ne samo svojinska na koju se stavlja akcenat. Njima je potrebno organizaciono, tehnološko i upravljačko prestrukturiranje. Preduzetničko ponašanje ne samo da je moguće, već je i neophodno. Pojedinačni programi transformacije moraju biti samo delovi celovitog programa transformacije čitavog segmenta javnih preduzeća koji se moraju uklopiti u dugoročnu stratezijsku viziju transformacije i razvoja ukupne privrede Srbije.

10. JAVNA KOMUNALNA PREDUZEĆA U SRBIJI

10.1. POSTOJEĆE STANJE U OKVIRU KOMUNALNIH DELATNOSTI I ZAKONSKI OKVIRI

Prvi i najznačajniji uzrok ekonomske neefikasnosti javnih komunalnih preduzeća je postojeći institucionalni, odnosno zakonski okvir. Ipak, možemo reći da postojeći zakoni, odnosno Zakon o komunalnim delatnostima i Zakon o građevinskom zemljištu omogućavaju sprovođenje reforme koja bi donekle povećala efikasnost poslovanja javnih komunalnih preduzeća, odnosno efikasnost obavljanja komunalnih delatnosti.

Obavljanje komunalnih delatnosti u Srbiji je u isključivoj nadležnosti javnih komunalnih preduzeća. Ova preduzeća praktično imaju monopol na obavljanje svih komunalnih delatnosti. Pri tome, osnivači javnih komunalnih preduzeća su lokalne zajednice (gradovi i opštine), što im putem postavljanja članova upravnih odbora preduzeća makar formalno daje dominantan položaj u upravljanju tim preduzećima. Dakle, komunalni sektor gradske privrede obuhvata aktivnosti koje su preduslov za odvijanje svih drugih aktivnosti u gradu, te ih opština stavlja pod poseban javni nadzor, ili ih čak i sama organizuje. Međutim, kapital javnih komunalnih preduzeća isključivo je u vlasništvu države, pa je čak i deo tih preduzeća u državnom vlasništvu. Ovakvo rešenje je nelogično, budući da, formalno posmatrano, vlasnik kapitala nema pravo upravljanja preduzećem.

Javna komunalna preduzeća, koja u Republici Srbiji funkcionišu kao lokalna preduzeća jer obavljaju svoju delatnost samo na području grada, odnosno opštine, imaju monopol na obavljanje svoje delatnosti na svom području. Nema konkurencije, posredne ili neposredne, pa čak ni potencijalne, tako da nema ni podsticaja za povećavanje ekonomske efikasnosti, odnosno podsticaja za poboljšavanje kvaliteta komunalnih usluga. U velikom broju slučajeva, javna preduzeća obavljaju i raznorodne komunalne delatnosti (kao što su npr. distribucija električne energije, gradska služba grejanja, javni gradski saobraćaj, služba za uređenje ulične mreže i trgova, gradsko zelenilo, upravljanje grobljima i pijačne uprave, vatrogasna služba, mali urbanizam (služba za ulepšavanje gradskog ambijenta), sve ove službe, po svojim tehnološkim i ekonomskim karakteristikama, nemaju ništa zajedničko jedna sa drugom. To dovodi do preliivanja prihoda između različitih delatnosti, što omogućava solidnu poslovnu kalkulaciju i umanjuje ekonomsku efikasnost.¹³⁸

Cene komunalnih usluga su kontrolisane, pri čemu je kontrola dugo vremena bila dvostepena. Nove cene predlaže javno komunalno preduzeće, odnosno njegov upravni odbor, a predloženu cenu odobrava osnivač, tj. njegovi izvršni organi (gradske odnosno, opštinske vlasti). Zatim je Republika, odnosno Vlada Srbije, davala ili nije davala saglasnost na već odobrene cene. Do promene vlasti u Srbiji, pravna osnova za ovakav postupak, odnosno za Vladinu kontrolu cena

¹³⁸ Boris Begović, i grupa autora-Principi modernog upravljanja lokalnom zajednicom-Centar za liberalno demokratske studije, Beograd 2002.

komunalnih usluga, nalazila se u Uredbi o merama za sprečavanje i otklanjanje poremećaja na tržištu izazvanih zloupotrebom monopolskog položaja (Sl. glasnik RS 8/95). Upravo je ovo bio ključni formalno pravni mehanizam kojim je Republika uticala na poslovanje javnih komunalnih preduzeća. Budući da je početkom oktobra 2000. godine ukinuta ova Uredba (Sl. glasnik RS, 36/00), Vlada Republike Srbije je od tada imala manje pravnu osnovu za dalju intervenciju. Zanimljivo je da je u dosad jedinom slučaju sukoba gradskih (lokalnih) i republičkih vlasti (sukob Beograda i Republike oko cena grejanja 2001. godine), kao pravna osnova za kontrolu cena komunalnih usluga poslužio Zakon o javnim preduzećima i obavljanju delatnosti od opšteg interesa¹³⁹

Investicije u nove komunalne objekte finansiraju se isključivo iz javnih izvora, odnosno budžeta lokalnih zajednica ili specijalizovanih gradskih ili opštinskih fondova, tako da razvoj komunalnih delatnosti zavisi od javnih prihoda lokalnih zajednica i njihove raspodele. Budući da su ovi prihodi drastično opali poslednjih desetak godina, investicije su znatno umanjene. Praktično ne postoje institucionalne mogućnosti za angažovanje drugih izvora sredstava za investiranje. Tako da pad lokalnih javnih prihoda ne može da se kompenzuje, već neminovno dovodi do pada investiranja i usporavanja razvoja komunalnih delatnosti, pri čemu iznos stranih donacija nije dovoljan da bi se iz njih finansirale investicije u dalji razvoj komunalnih delatnosti u Srbiji. Dugogodišnji kumulirani finansijski gubici javnih komunalnih preduzeća, odnosno njihovo otpisivanje, doveli su do značajnog umanjenja efektivne amortizacije, tako da nedostaju sredstva za finansiranje investicija u zamenu.¹⁴⁰

U svim komunalnim delatnostima koje nisu mrežne osnovni pravac reforme obavljanja tih delatnosti treba da bude uspostavljanje konkurencije. Mrežne komunalne delatnosti (vodosnabdevanje i kanalizacija, daljinsko grejanje i distribucija gasa) su one delatnosti koje mnogi ekonomisti nazivaju prirodnim monopolima i za koje je ekonomski opravdano da ih obavlja samo jedno preduzeće. Pored toga u ovim delatnostima je veoma teško, praktično nemoguće uspostaviti konkurenciju više proizvođača za određeno područje. Zbog toga se u ovim situacijama uspostavljaju čvrsti monopoli bilo da je monopolista u javnoj svojini, ili se radi o ekonomski regulisanom privatnom monopolisti.

Postojeći Zakon o komunalnim delatnostima dopušta lokalnim vlastima da, u slučaju komunalnih delatnosti koje nisu mrežne, poveravaju posao, kako javnim komunalnim preduzećima, tako i bilo kojem drugom preduzeću osposobljenom za obavljanje komunalnih delatnosti. Dosadašnja svetska iskustva, pre svega iskustva zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji, pokazala su da su relevantni sledeći modeli poveravanja poslova:¹⁴¹

1. Ugovaranje posla (contracting out) predstavlja aranžman u kome javno ili privatno komunalno preduzeće sklapa ugovor o obavljanju posla sa lokalnom zajednicom, odnosno lokalnim vlastima, od kojih ostvaruje i prihode. Dakle, ugovorna obaveza javnih ili privatnih preduzeća je da obavljaju određenu komunalnu delatnost, prema ugovorom određenom obimu i kvalitetu, dok je ugovorna obaveza lokalnih vlasti da plaćaju doznake privatnom komunalnom preduzeću. Ugovori se sklapaju na unapred definisan period (1–5 godina), a na osnovu konkursa na kome se bira najpovoljnija ponuda;
2. Dodeljivanje franšize (franchising) je aranžman u kome lokalne vlasti dodeljuju pravo obavljanja određene komunalne delatnosti u javnom ili privatnom komunalnom preduzeću. Uobičajeno je da se radi o ekskluzivnom pravu obavljanja te delatnosti, odnosno pružanja određene komunalne usluge (tzv. administrativnom monopolu), koje prati i pravo naplaćivanja te usluge od

¹³⁹ Boris Begović, i grupa autora-Principi modernog upravljanja lokalnom zajednicom-Centar za liberalno demokratske studije, Beograd 2002.

¹⁴⁰ B.Begovic, B.Živković, B. Mijatović- Novi model privatizacije u Srbiji – Centar za liberalno demokratske studije, Beograd 2002

¹⁴¹ isto

krajnjih korisnika. Franšiza se dodeljuje na unapred definisan period od (1–5) godina, a na osnovu konkursa na kome se bira najpovoljnija ponuda. Po isteku određenog vremena ponovo se raspisuje konkurs za dodeljivanje franšize. Ključni kriterijum na osnovu koga se bira najpovoljnija ponuda potencijalnih franšizanata je iznos cene koje preduzeće traži za obavljanje određene komunalne usluge, tj. cena usluge koju će da naplaćuje krajnjim korisnicima. S obzirom da se komunalne usluge naplaćuju krajnjim korisnicima, ugovaranje posla može da se primeni isključivo u slučaju usluga individualne komunalne potrošnje (prikupljanje smeća, pogrebne usluge, pijačne usluge, usluge javnog parkiranja i td.);

3. Koncesija (concession) je aranžman u kome država, odnosno lokalne vlasti (koncedent), predaju koncesionaru (privatnom koncesionarnom preduzeću) na upotrebu određena postrojenja za obavljanje komunalnih delatnosti, što uključuje i pravo obavljanja te delatnosti, odnosno ostvarivanje prihoda po tom osnovu. Obaveze koncesionara prema lokalnim vlastima, odnosno prema državi ili lokalnoj zajednici, jesu da investira dodatni kapital i unapredi ta postrojenja (osnovna sredstva), koja se po isteku koncesionog ugovora vraćaju lokalnoj zajednici, kao i da državi, odnosno lokalnim vlastima plati koncesionu naknadu za pravo obavljanja delatnosti. Tokom trajanja koncesije, koncesionar, tj. privatno komunalno preduzeće, obavlja komunalnu delatnost, tj. posluje, naplaćuje uslugu od krajnjeg korisnika, ili ostvaruje prihode na neki drugi način i prisvaja profit, čime otplaćuje uloženu investiciju. Trajanje koncesije mora da bude dovoljno dugo da bi se koncesionaru omogućilo da otplati svoju investiciju, tako da koncesije retko kada traju kraće od 10 godina, a veoma često koncesioni ugovori traju i do 30 godina. Posebno i veoma rasprostranjenu vrstu koncesije čine tzv. BOT aranžmani, pri ovom aranžmanu, inicijalno ne postoje nikakva osnovna sredstva (postrojenja), već ona nastaju investicijom privatnog komunalnog preduzeća, odnosno bilo kod privatnog lica. Koncesija, odnosno BOT aranžmani, pre svega su modeli privlačenja novog privatnog kapitala, odnosno mehanizam za realizaciju novih investicija, a ne modeli restrukturiranja postojećih javnih komunalnih preduzeća radi povećanja njihove ekonomske efikasnosti. Zakon o koncesijama, nažalost, predviđa da je koncedent isključivo Republika, tako da je prostor za samostalno delovanje lokalnih vlasti prilično mali;

10.2. POSLOVANJE I PERSPEKTIVE JAVNIH KOMUNALNIH PREDUZEĆA-PRIMER GSP BEOGRAD

10.2.1. Analiza poslovanja GSP-a

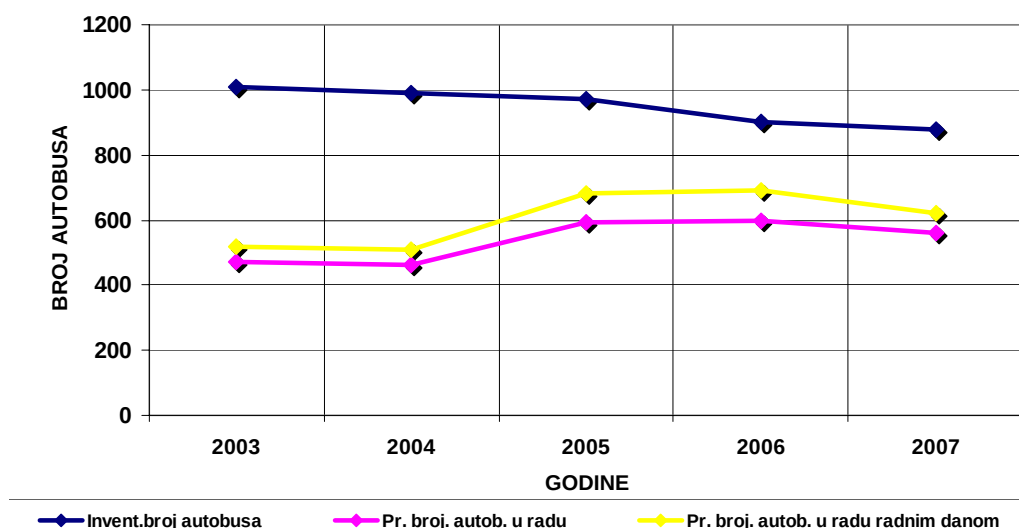
Javni gradski i prigradski prevoz i pored svih promena koje su se dogodile u periodu od 2000–2008. godine i dalje je osnovni vid prevoza građana. Iako nema pouzdanih podataka, može se sa velikom sigurnošću smatrati da je JGP Beograd u ukupnom mehanizmu kretanja u Beogradu učestvovalo sa oko 60 odsto. Sve ranije analize su pokazale da će se ovakvo učešće zadržati do kraja 2010. godine, međutim postojeći ekonomski uslovi i nivo životnog standarda ukazuju da će ovakvo učešće trajati i duže. Gradsko saobraćajno preduzeće je najveći prevoznik u Beogradu, kako po ponuđenim kapacitetima, tako i po obimu prevezenih putnika. Ovi podaci pokazuju da je vrlo teško naći alternativu takvom prevozniku, pogotovo ako se ima u vidu dostignuti nivo tehnologije i organizacije prevoza u 2008. godini, i pored značajne deregulacije u poslednjih osam godina. Poslovanje i rad GSP-a su od njegovog osnivanja pa

do danas, bili u ingerenciji gradskih vlasti koje svojim odlukama, o cenama, razvojnim programima, nivou zarada zaposlenih i slično, direktno definišu ekonomski položaj i nivo funkcionisanja preduzeća. Poslovanje u radu GSP-a karakterišu dalje sledeće činjenice:

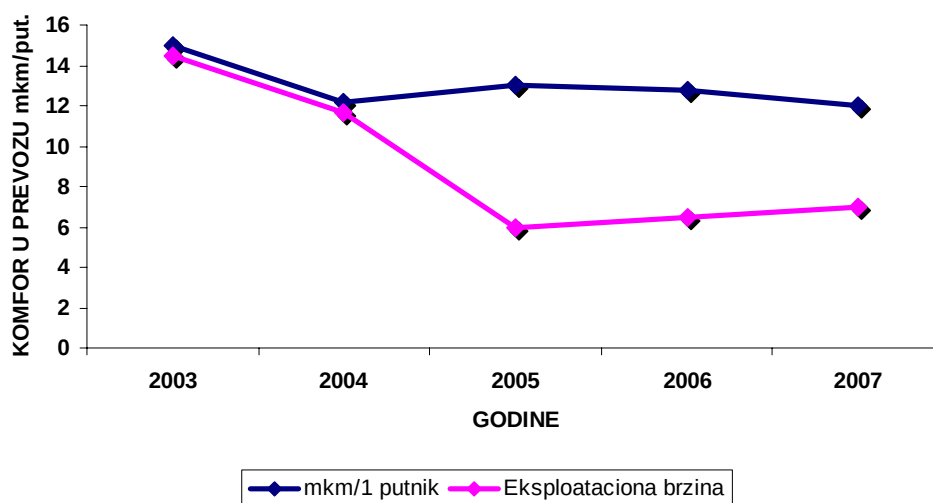
1. nedostatak dugoročne strategije u planiranju i razvoju,
2. ozbiljan zaostatak nivo razvijenosti u odnosu na nivo opšteg razvoja grada,
3. posledica nedovoljne razvijenosti sistema je i nedovoljna ponuda kapaciteta u odnosu na potrebe građana
4. razvijan je autobuski saobraćaj, dok su se podsistemi na elektronski pogon slabo razvijali
5. politika depresiranih cena prevoza, sa nedovoljnim ulaganjem gradskih vlasti imala je za posledicu nisku materijalnu osnovu prevoznika i zaposlenih radnika, niske zarade, veliki broj zaposlenih i otežane uslove za rad.

Neblagovremena zamena dotrajalih vozila dovela je do povećanja starosti voznog parka, koja početkom 2008. godine iznosi 9,5 godina. Prosečna starost tramvaja je 13,6 godina, trolejbusa 11,7, autobusa 7,7 godina.

Grafikon 10.2.1. – Vozni park autobus¹⁴²



Grafikon 10.2.2.– Elementi kvaliteta prevoza¹⁴³



¹⁴² Izveštaj o poslovanju GSP

¹⁴³ Isto

Kvalitet prevoza u Beogradu je godima daleko ispod nivoa drugih evropskih gradova kako u razvijenim zemljama tako i u zemljama u tranziciji, meren po svim elementima. Takođe je zapostavljena funkcija upravljanja kvalitetom usluga tako da se na osnovu podataka koji se prate može analizirati samo konfor u prevozu, izražen u mkm/put i eksploataciona brzina. U poslednjih sedam godina (2000-2007.) došlo je do napretka u ovoj oblasti, ali se u 2008. godini godine beleži blaga stagnacija.

Tabela 10.2.1. Učešće pojedinih izvora u pokriću rashoda GSP-a¹⁴⁴

Naziv	2004. (u%)	2005(u%)	2006(u%)	2007(u%)
Rashodi	100,0	100,0	100,0	100,0
Prihodi od saobraćaja	37,0	46,8	50,9	35,7
-JTS	23,1	31,0	43,1	33,3
-Pojedinačne karte	13,4	14,5	6,7	2,4
Dotacije	0,0	36,7	35,1	45,7
Gubitak	60,1	10,4	11,2	14,5

Dugogodišnja tendencija pogoršanja finansijskog položaja GSP-a doprinela je stalnom „topljenju“ kapitala, povećanju troškova održavanja, ali je povećan nešto kvalitet usluga. Ukoliko se ova tendencija nastavi GSP će sve manje moći da ispunjava svoje zadatke. Time bi ozbiljno bilo ugroženo obavljanje funkcija javnog prevoza i samo funkcionisanje grada. Stoga se nameće potreba da se transformacijom GSP-a stvore uslovi da GSP posluje i funkcionise kao ekonomski racionalno preduzeće. To podrazumeva da GSP ostvaruje prihode dovoljne da pokrije svoje rashode te da ostvari odgovarajući dobit neophodnu za investicije u zamenu i proširenje prevoznih kapaciteta u skladu sa potrebama grada.

Sanacija i razvoj sistema javnog gradskog putničkog prevoza u Beogradu (GSP) mora početi sa revitalizacijom u svim segmentima, počev od sanacije voznog parka pa do privatizacije, imajući u vidu odgovornost Grada za obezbeđivanje funkcije GSP-a, odnosno obezbeđivanje efikasnog i racionalnog sistema transporta.

10.2.2. Perspektive razvoja GSP-a

Upravljanje i priprema procesa prevoza ostaju centralizovani u okviru Saobraćajne operative. Kako je ova oblast prilično zapuštena potrebno je započeti dalju modernizaciju, pre svega u opremu (vozila, računari, radio stanice i sl) i pratećem softveru. Buduće projekcije za osnovu imaju, inicijalno stanje, odgovarajućih delova na dan 31.12.2007. godine.

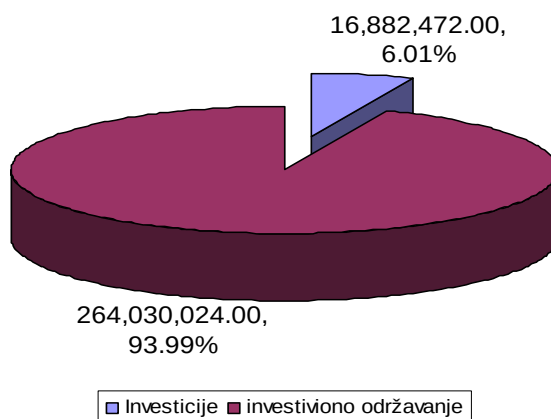
Tabela 10.2.2. Osnovni elementi rada voznog parka GSP-a¹⁴⁵

GSP	Inicijalno stanje	I godina	II godina	III godina	IV godina
Kola km	71.780.900	69.400.000	77.650.000	82.278.000	82.278.000
Časovi	3.928.130	3.764.000	4.337.000	4.542.000	4.542.000
Mesta km	11.220.000	10.231.000	11.279.000	12.279.000	12.869.000

¹⁴⁴ Izveštaj o poslovanju 2007/08

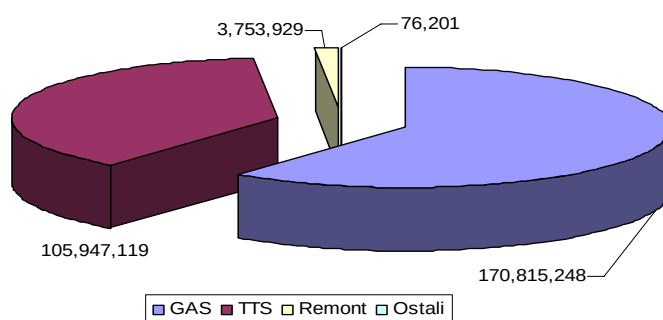
¹⁴⁵ Isto

Grafikon 10.2.3. – Odnos investicija GSP-a u naredne četiri godine¹⁴⁶

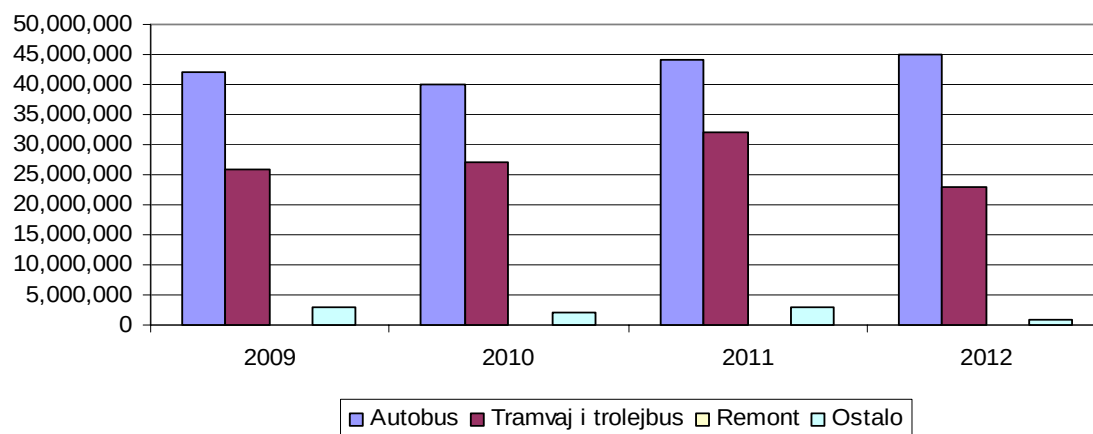


Grafikon 10.2.3. pokazuje strukturu novih investicija i investicionog održavanja u naredne četiri godine (2009-2012). Na grafikonu vidimo da se u naredne četiri godine planira manje od 10 odsto ulaganja u izgradnju novih investicija, a prevashodno se odnose na investiciona održavanja. Slično je u svim delovima GSP, što se vidi na grafikonima 10.2.4. i 10.2.5.

Grafikon 10.2.4. – Struktura investicija GSP¹⁴⁷



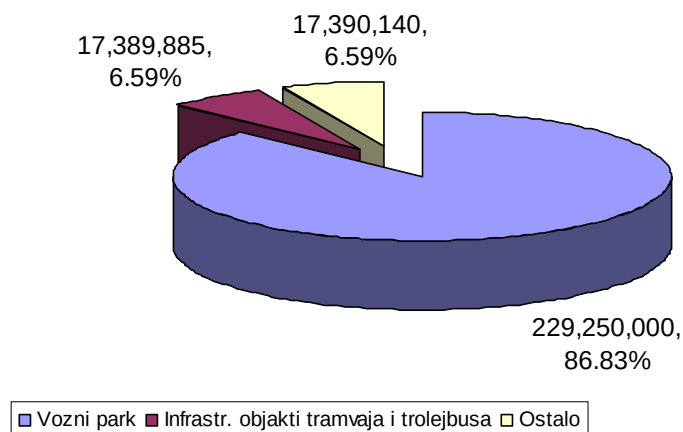
Grafikon 10.2.5. – Investicije GSP-a po godinama 2009–2012. godina¹⁴⁸



¹⁴⁶ Izveštaj o poslovanju 2007/08

¹⁴⁷ Isto

¹⁴⁸ Isto

Grafikon 10.2.6. – Struktura investicija po preduzećima¹⁴⁹

Ovakav pristup i projekcije su u skladu sa mogućnostima izdvajanja sredstava iz budžeta grada, ali i potrebom potpune revitalizacije GSP-a, kao sistema u naredne četiri do pet godina, čime se stvaraju uslovi za razvoj u periodu posle toga. U narednom periodu treba sistem održavanja vozila prevoditi na novoprojektovanu tehnologiju održavanja i opravki zasnovanu u osnovi na održavanje vozila po stanju, što zajedno sa praćenjem zaliha i knjigovodstva donosi efekte optimalnog nivoa zaliha i smanjenju nivoa materijalnih troškova za održavanje voznog parka i povećanje investicija.

10.3. DUGOROČNE PROMENE U KOMUNALNIM DELATNOSTIMA I REFORMA ZAKONODAVSTVA

10.3.1. Privatizacija i reforma zakonodavstva komunalnih delatnosti

Privatizacija mrežnih komunalnih delatnosti se praktično svodi na privatizaciju postojećih javnih komunalnih preduzeća. Ozbiljni kupci tih preduzeća žele da stvore većinsko vlasništvo nad kapitalom preduzeća, kako bi mogli da njime delotvorno upravljaju. Zbog toga je potrebno izmeniti i zakonsku odredbu (Zakon o komunalnim delatnostima) kojom se sprečava privatizacija više od 49 odsto postojećeg državnog kapitala, kako bi se budućem privatnom vlasniku nedvosmisleno omogućilo da ostvari većinsko vlasništvo nad kapitalom komunalnih preduzeća.¹⁵⁰

Potrebno je stvoriti zakonske i ostale preduslove za privlačenje stranog privatnog kapitala, odnosno stranih direktnih investicija u komunalne delatnosti, naročito u mrežne komunalne delatnosti. Ovde nije reč samo o dolasku nove tehnologije (u mnogim komunalnim delatnostima osnovna tehnologija je tradicionalna), već o uvođenju novih metoda u poslovnom rukovođenju komunalnim preduzećima, odnosno novog načina poslovnog ponašanja, pogotovo u domenu finansijskog upravljanja, organizacije, marketinga, itd.

Privatizaciji komunalnih sistema treba da prethodi reforma politike cena komunalnih delatnosti. Često se napominje da ta reforma treba da dovede do opšteg povećanja komunalnih usluga, kako bi komunalna preduzeća postala profitabilna, pa time i zanimljiva za

¹⁴⁹ Izveštaj o poslovanju 2007/08

¹⁵⁰ B. Begović, i grupa autora -Principi modernog upravljanja lokalnom zajednicom-Centar za liberalno demokratske studije, Beograd 2002.

privatne investitore. Reforma politike cena podrazumeva i uvođenje novih tarifa, što omogućava i zaštitu najsiromašnijih slojeva stanovništva i omogućavanje da i tim slojevima komunalne usluge budu dostupne.

Konačno, budući da će privatizacija mrežnih komunalnih delatnosti neminovno dovesti do stvaranja privatnih monopola, potrebno je stvoriti sve preduslove za efikasnu ekonomsku regulaciju privatnih monopola, odnosno onemogućavanje njihovog monopolskog ponašanja. To podrazumeva i stvaranje posebnih institucija za ekonomsku regulaciju monopola, kao i veoma preciznih procedura kojima bi se takva regulacija sprovodila. Dobro definisana rešenja privlače privatni kapital, odnosno pospešuju investicije u mrežne komunalne sisteme.

Preduslovi za uvećavanje ekonomske efikasnosti obavljanja komunalnih delatnosti, odnosno ciljevi njihove privatizacije su:

1. uspostavljanje upravljanja;
2. transfer savremenih znanja;
3. restrukturiranje komunalnih preduzeća.

Izbor modela i tehnika privatizacije treba da proizilaze iz njihovog vrednovanja zasnovanog na navedenim ciljevima. Kao osnovni modeli privatizacije svih infrastrukturnih delatnosti, pa samim tim i komunalnih delatnosti navode se:

- ugovor o upravljanju;
- ugovaranje usluga;
- ustupanje postrojenja;
- koncesija;
- privatizacija kapitala preduzeća.

Interes privatnog vlasnika je da ulaže kapital u dalji razvoj komunalne delatnosti u kojoj posluje, kako bi maksimizirao svoj budući profit čime se rešava i problem privlačenja sve većeg kapitala za finansiranje razvoja ovih delatnosti. Primena ovog modela privatizacije može se obaviti na dva načina. Prvi je uspostavljanje većinskog, odnosno potpunog privatnog vlasništva nad kapitalom javnog preduzeća, a drugi je uspostavljanje manjinskog privatnog vlasništva. Realizacija druge varijante je manje verovatna i tada se obično mora postepeno uspostaviti većinsko pravo upravljanja privatnog vlasnika.

10.3.2. Primena metoda i politika privatizacije komunalnih preduzeća

Sama primena metoda privatizacije vezana je za određene tehnike, budući da se neki od navedenih metoda privatizacije mogu primeniti na različite načine. Prva razlika se javlja pri slučaju prodaje u klasičnom smislu i dokapitalizacije. Dakle, pri prodaji državnog kapitala ne dolazi do promene vrednosti kapitala preduzeća, već se samo menja svojina nad tim kapitalom ili jednim njegovim delom, a celokupan privatizacioni prihod pripada pređašnjem vlasniku tog kapitala odnosno državi. U slučaju dokapitalizacije koju je moguće izvršiti i kroz IPO, se uvećava ukupan kapital preduzeća, čime se menja svojinska struktura ukupnog kapitala preduzeća. Drugim rečima, celokupan privatizacioni prihod u slučaju dokapitalizacije predstavlja priliv svežeg kapitala direktno u javno preduzeće, čime se otvara mogućnost za finansiranje razvoja tog preduzeća. Potrebno je postići politički kompromis između dva navedena rešenja, pri čemu je dokapitalizacija povoljnije rešenje sa stanovišta razvoja ovih delatnosti.

Druga razlika u primeni privatizacionih metoda leži u mogućnosti primene neposredne pogodbe ili tenderske prodaje javnog preduzeća. Neposredna pogodba podrazumeva

zatvorene pregovore između prodavca (države, lokalne samouprave i sl.) i kupca. Zbog nepostojanja konkurencije na strani tražnje za kapitalom, potencijalni kupci nemaju podsticaja da ponude najpovoljnije uslove (sa stanovišta kupca) tako da, pored niza slabosti, ova tehnika privatizacije dovodi do smanjenih privatizacionih prihoda i otvara mogućnost za ulazak nekvalitetnih investitora i korupcije.

Tenderska privatizacija je transparentna prodaja, objavljeni uslovi važe za sve potencijalne kupce i postoji konkurencija na strani tražnje, što dovodi do maksimizacije privatizacionih prihoda i izbora kvalitetnog investitora. To ukazuje na prednost tenderske prodaje u odnosu na neposrednu pogodbu, tako da načelno posmatrano, ova tehnika privatizacije treba da dominira u slučaju privatizacije svih infrastrukturnih preduzeća.

Politika privatizacije komunalnih delatnosti treba da se zasniva na tri osnovna elementa: neophodno restruktuiranje javnih preduzeća pre privatizacije, definisanje razvojnih ciljeva koji se žele postići privatizacijom i reforma politike cena, koja u mnogim slučajevima podrazumeva značajan rast postojećih cena ovih usluga. Osnovni cilj komunalne politike je da ovaj sektor privrede što bolje odgovori stvarnim komunalnim potrebama, uz što niže ukupne troškove proizvodnje. Iz tih razloga, utvrđivanje optimalnog obima potrošnje, uz stalno podizanje kvaliteta komunalnih usluga i pooštavanje ekoloških standarda, sve više traži veći aktivan uticaj svih učesnika u donošenju odluka o komunalnoj politici i programu komunalnog razvoja.

ČETVRTI DEO
MOGUĆNOSTI FINANSIRANJA JAVNIH
PREDUZEĆA NA TRŽIŠTU KAPITALA

11. MOGUĆI PRAVAC FINANSIRANJA JAVNIH PREDUZEĆA NA TRŽIŠTU KAPITALA

11.1. OPŠTE NAPOMENE O FINANSIRANJU PREDUZEĆA

U razvijenim ekonomijama osnovni razlog zašto neka kompanija postaje otvoreno akcionarsko društvo jeste jer njeni vlasnici (država ili privatni vlasnici), u toj transformaciji vide prednost za firmu. Pre svega u pogledu finansiranja njenog razvoja i u pogledu upravljanja. Kada kompanija odluči da se na ovakav način finansira, ona to u razvijenim privredama uglavnom radi posredstvom investicionih banaka, odnosno investicionog dilera ili underwritera – garanta emisije. Njegov zadatak je da izvrši inicijalnu javnu ponudu (*Initial Public Offering-IPO*) akcija na tržištu, odnosno prvu novu emisiju akcija namenjenu kupovini u javnosti. To je jednokratna transakcija između kompanije i akcionara koji kupuju njene akcije. Uloga investicione banke, dilera odnosno garanta emisije, jeste da savetuje firmu o broju akcija koje će emitovati i njihovoj ceni.

Kada se radi o dokapitalizaciji, veoma je bitno da emisija akcija uspe, odnosno da se akcije prodaju. Stoga investiciona banka otkupljuje celu emisiju preuzimajući time i rizik (engl. *firm commitment*), ili pak samo tehnički sprovodi celu operaciju radeći u najboljoj nameri (*in best effort*). Kada kompanija postane javna (otvorena) i kada emituje akcije, tim akcijama se trguje na berzi. Pre toga, međutim, ona mora zadovoljiti standarde postavljene od strane berze, odnosno mora biti listirana na berzi. Cena akcija listiranih kompanija kojima se trguje na berzi *fuktuira* (engl. *fuctuate*) u zavisnosti od ponude i tražnje za akcijama. Ona pak zavisi od više faktora, od kojih su neki vezani za događaje u okruženju u kojem posluje, a neki za samu firmu njeno sadašnje ili očekivano buduće poslovanje. Predviđanje kretanja cena akcija je ključni elemenat od kojeg zavisi uspeh investitora. Zato su razvijene mnoge metode analiza, koje se uglavnom svrstavaju u fundamentalnu ili tehničku analizu. *Investitori* mogu biti tzv. institucionalni, kao što su kompanije koje posluju sa penzionim fondovima, banke i osiguravajuća društva, i individualni (*retail*) investitori.¹⁵¹

Investiranje u akcije podrazumeva *razumevanje rizika* u koji se pri tome ulazi, kao i veze rizika i visine potencijalne zarade. Stoga je u razvijenim ekonomijama razvijena i profesija investicionih savetnika koji pomažu klijentima da investiraju u skladu sa pozicijom koju preferiraju. Investiranje mora biti prilagođeno visini zarada odnosno prihoda klijenta i visini štednje koju poseduje. Neki klijenti preferiraju visokorizične investicije u želji da ostvare visoke zarade, dok drugi radije investiraju u sigurne hartije, uz manju mogućnost zarade. Naravno, mlađi klijenti su skloniji riziku, dok su stariji konzervativniji. To je povezano i sa vremenskim horizontom. Postoje investitori koji su spremni da investiraju na duže rokove čekajući da akcije kompanije u koju veruju dobiju višu cenu, jer je njeno poslovanje poboljšano. Isto tako postoje i investitori koji ne mogu ili ne žele da čekaju, jer im je novac potreban za određene ciljeve u kratkom roku.

11.2. POJAVLJIVANJE KOMPANIJE NA BERZI

Kada se investitor odluči da uloži novac u kupovinu akcija neke kompanije, ili pak u akcije više kompanija, pored konsultacija sa investicionim savetnikom, biće mu potreban broker da bi nalog plasirao na berzu. Uglavnom postoje dve vrste brokera: *discount broker* (menični posrednik) koga će klijent izabrati ako sam donosi odluku o plasiranju svojih sredstava i *full* –

¹⁵¹ Internet adresa. www.nyse.com

service broker (potpuni – serviser broker) koji daje investicione savete, radi analize i publikuje izveštaje.

Berza je mesto gde se organizovano trguje hartijama od vrednosti po utvrđenim pravilima. Da bi osigurala fer trgovanje akcijama kompanija, berza propisuje i pravila za listiranje akcija kompanija koja obuhvataju: ispunjavanje uslova javne distribucije; prijavljivanje posjedovanja više od 10 odsto i više procenata vlasništva akcija koje poseduje menadžment kompanije ili drugi investitori; kao i objavljivanje prospekta sa propisanim podacima o kompaniji. Radi poređenja kompanije se klasifikuju prema pojedinim oblastima, uglavnom na industriju, naftu i gas, rudarstvo, nove tehnologije itd. Kompanija na listingu ima obavezu da informiše o svakoj značajnoj promeni koja se desi, a koja može uticati na promenu cene njenih akcija. To se obično čini putem finansijske štampe kroz saopštenja.

Da bi se moglo zvanično trgovati akcijama na berzi potrebno je listirati hartije od vrednosti. To podrazumeva ustanovljavanje tržišne vrednosti i njihovo unošenje u listu artikala kojima se zvanično trguje na berzi. Preduzeće koje želi da se njegove akcije kotiraju na berzi podnosi zahtev nadležnom organu berze za kotacije, odnosno komisiji za ocenu boniteta emitenta. Preduzeće pri tom prilaže i prospekt koji sadrži informacije o njegovom istorijatu, menadžmentu i finansijskom stanju, kao i ažurirani izveštaj o poslovanju. Da bi neka hartija od vrednosti bila prihvaćena na berzi, njen emitent treba da ispunjava određene standarde i uslove, mada se ovi uslovi razlikuju od berze do berze.

Kotacija se vrši javnom ponudom i tražnjom minimalnog broja hartija koje su predmet kotacije, na bazi godine od 360 dana, izvikivanjem hartije koja se kotira po utvrđenom redosledu rukovodioca kotacije, upotrebom elektronskih sredstava u sali tržišta ili upoređivanjem pismenih ponuda učesnika, koje vrši rukovodilac kotacije.

Pogledajmo sl. sliku: „Pregled listinga“¹⁵²

PREFERRED STOCK LISTINGS										
STOCK	DIV	NET YLD (L0SE CHG	STOCK	DIV	NET YLD C10SE CHG	STOCK	DIV	NET YID CL0SE CHG	NET STOCK DIV YLD CIOSE CHG	
AbbeyNtl	1.75	6.8 25.60 0.10	CapReCp Mips	1.91	7.6 25.07 0.01	DuqsnLtpfB	1.88	7.4 25.50 0.50	HshldCap pPf 1.81 7.2 25.15 0.01	
AbeyNtADS	2.05	7.7 26.62 -0.08	CapstdMtg pfb	1.26	10.611.86 -0.09	DugsnLtpfC	2.00	7.5 26.75 ...	HshldCap pT2.06 8.125.55 0.15	
AbeyNtlnts	1.81	6.9 26.37 0.07	CarltonXCAP	2.00	12.216.40 -0.30	EstAmSpers	1.32e	6.819.36-0.01	HshldCap pFV 1.88 7.2 26.25 0.05	
AbeyNtl 71/4S	1.81	7.0 25.90 0.11	CarrAmRlytpfB	2.14	8.4 25.45 -0.15	Eastgroup pFA	2.25	8.8 25.48 0.03	HshldCap pFX 2.50 8.8 28.50 0.15	
AbvNmpAADS	2.19	8.5 25.76 -0.04	CarrAmRlytpfC	2.14	8.4 25.42 -0.03	EIX Quips A	...	26.05 0.06	HshkJFln Notes 43p ... 25.95 -0.06	
AbbeyNtpfC	1.84	7.0 26.18 -0.07	CarrAmRlytpfD21	...	8.3 25.37 ...	EIX QUIPS B	...	27.35 0.05	IESUUA	1.97 7.8 25.15 0.07
Aetna nts	2.13	7.9 27.13 0.10	Cendant Decs	3.88	10.2 37.95 -0.29	ElPasEngypfC	2.38	9.2 26	IFCCapTrll	2.63 9.4 28 0.25
AFCCapTrlCorts	1.94	10.219.10 0.60	CrtpProp pFA	2.12	8.5 25.01 ...	EDS Prldes	3.8118.7	20.35 -0.25	IFCCapTrlll	2.19 7.031.35 0.15
AffMagrlm	1.50	8.417.86 -0.14	CrtpProp pFB	3.75	5.4 70 -0.40	EnCana pfd	2.38	...26.72-0.28	INGTmps	2.30 8.2 27.91 ...
Agrium Cops	2.00	8.4 23.71 0.18	ChaseCap pFD	1.84	7.3 25.17 -0.08	EngvEst	2.06	7.6 26.94 ...	INGCapTrops	1.93 7.42625 0.10
AL Pwr pFN	1.30	5.2 25 0.25	ChaseCap pFE	1.76	7.0 25.14 0.02	EntgryAR Quips	2.13	8.4 25.30 ...	IBM7.125IICorts	L78e 6.626.80 0.05
ALPvrpfo	1.46	5.8 25 -0.10	ChaseCap pFG	1.75	6.7 26.12 0.15	EntgryGlf pFA	2.19	8.6 25.32 0.10	IBM7.20UortsL8fe	6.726.78 0.03
ALPvrntsC	1.75	6.9 25.38 0.28	ChaseCappfH	2.06	7.3 28.12 0.17	LACapQuips	2.25	8.9 25.30 0.05	MrvUimifo Jfy	...27.30 0.15
ALPvrntsJ	1.69	6.4 26.59 0.13	ChespeEn pf	3.38	5.3 63.95 -0.30	EntPropTr	2.38	9.0 26.50 -0.12	IBM7.125 Corts	L78* 6.7 26.52 -0.13
Ale(REEq pFA	2.38	9.0 26.49 ...	ChevyChpFA	5.19	9.3 56	Equitylms pFA	2.38	9.8 24.20 -0.25	IFCCpTr	1.03e 3.8 26.90 -0.20
AlexREEq pFB	2.28	8.4 27.12 0.03	Chittenden Tr	2.00	7.6 26.34 0.14	EqtyOffcpFB	2.63	5.4 48.45 0.10	+ IncopFE	2.75 5.4 51.40 0.09
AllenTele pFD	3.88	4.3 90.23 -0.25	Chrysler Corts	1.97	7.5 26.15 -0.03	EqtyOffcpFC	2.16	8.3 26.05 -0.15	INDMIPwr	1.50p ... 25.82 -0.35
ALLETEQuips	2.01	7.9 25.40 -0.18	ChvsDeb Corts	2.00e	7.6 26.17 0.07	EqtyOffcpFS	1.97	7.8 25.20 -0.05	InnceeperspFA	2.16 9.123.85 0.30
AlldVVastepfC	...	51.45 -0.10	CincGE dcb	2.07	7.9 26.05 ...	EqtyOffcpFF	2.00	7.9 25.31 -0.04	IntPapCaplII	1.97 7.7 25.45 0.13
+AmbacFnl 7.08	1.77	7.0 25.11 ...	CINergyPrides	4.75	8.158.55 0.70	EqtyOffcpFG	1.94	7.2 26.80 0.20	ISStarFnlpFB	2.34 9.2 25.50 -0.05
AmbacFnl 5.875	...	24.90 -0.07	CitlcpCap pFA	1.78	6.9 25.66 0.06	EqResdnt pFH	1.75	4.5 38.75 0.15	ISStarFnlpFC	2.30 9.125.35 0.12
+ AmbacFnl 5.9S	.14p	...25.12 0.02	Citigroup pFS	.38e	1.5 25.24 0.06	EqResdnt pFB	2.28	8.3 27.40 -0.03	ISStarFnlpFD	2.00 8.0 25 0.08
+Ambac71ii	1.75	6.6 26.70 -0.06	Citigroup pFX	1.72	6.6 25.98 -0.02	EqResdnt pFC	2.28	8.3 27.60 ...	JCPLCapMips	2.14 8.4 25.44 -0.02
AmBevADS	.37e	2.0 18.65 -0.10	Citigroup pFV	1.78	6.6 26.96 0.02	EqResdnt pFD	2.15	7.9 27.30 0.12	JPMChaseJ	1.75 6.7 26.30 -0.02
Amerco pFA	...	15.90 0.50	Citigroup pFZ	1.74	6.6 26.56 ...	EqResdnt pFE	1.75	5.9 29.65 -0.10	JPMorganpFA	5.00 5.7 87 -0.13
Ameren Aces	2.44	9.0 27.10	iaaia (L 45	...	...	EqResdnt pFG	1.81	7.125.50 -0.38	JPMorganpFH	3.31 5.9 56 -1.50
STOCK (1)			Div (2)			Yield(3)			Close (4)	
Citigorup pFH			3.12			5.9			52.50	
									0.25	

Ukoliko preduzeće nije listirano u domaćoj zemlji, može da izabere da traži inicijalnu javnu ponudu u SAD. Međutim, ukoliko je preduzeće već izašlo u javnost na domaćem tržištu akcija, može da traži sekundarnu ponudu i može da izabere da izda nove akcije ili da listira postojeće

¹⁵² Internet adresa. www.nyse.com

akcije. Preduzeće prvenstveno traži da prikupi novac neophodan za finansiranje, pa će zbog toga najverovatnije izdati nove akcije. Za svako preduzeće, predstavlja veliki uspeh listiranje na američkoj berzi. Listiranje na američkoj berzi može pomoći preduzeću da postigne uspeh u sledećem:¹⁵³

1. *Da prikupi kapital.* Dolaskom na američko tržište neameričkim preduzećima se omogućava ulazak na najveće tržište akcijama u svetu.
2. *Proceni.* Omogućava preduzeću da se susretne sa investitorima koji razumeju njihovu priču, uvodeći sopstveni proizvod na njihovo tržište. U zavisnosti od industrijske grane, američki investitori mogu biti upoznati sa vrednošću preduzeća ili proizvoda za razliku od investitora u domaćoj zemlji, što daje bolje uslove za određivanje cena akcija preduzeća.
3. *Proširiće bazu akcionara.* Listiranje na američkom tržištu omogućava neameričkim preduzećima da prošire bazu na američkom tržištu akcionara, a može se upotpuniti postojeći listing u matičnoj zemlji preduzeća.
4. *Stvoriće vidljivost.* Omogućava preduzeću da poboljša poziciju i na američkom tržištu i u sopstvenoj zemlji. Listiranjem na američkom tržištu može preduzeću da posluži kao marketing poruka. Omogućava američkim radnicima da investiraju u postojeće preduzeće. Ovo takođe može da privuče i kvalitetnije radnike.
5. *Upotreba američkih akcija za poslove akvizicije.* Korišćenje američkih akcija umesto novca služi kao negotovinski način finansiranja akvizicije (Na primer: „Philip Morris“, koristeći svoj pouzdan priliv gotovine od prodaje duvana, je uspeo da emitovanjem sopstvenih akcija, kupi 80 odsto ukupnih akcija vodećih brendova u oblasti prehrambenih proizvoda „Gene-ral Foods“, „Kraft“ „Jacob Suchard“ (1988. godine). Bez značajnijeg oslanjanja na finansiranje bankarskim kreditima. To je bila akvizicija vredna 3,8 milijardi USD). Ponuda američkih akcija može da učvrsti lojalnost novijih preduzeća i da smanji potencijalni rizik.

11.3. FINANSIJSKI INSTRUMENTI KOJE KORISTE KOMPANIJE ZA FINANSIRANJE NA ORGANIZOVANOM TRŽIŠTU

Razvojem finansijskih tržišta širila se i lepeza finansijskih instrumenata. Pored finansiranja emitovanjem akcija (*equity financing, stock investing*) razvila se i lepeza finansijskih instrumenata zasnovanih na dužničkim hartijama, a u novije vreme ekspanziju su doživeli i finansijski derivati.

Promenom pravne forme iz zatvorenog preduzeća u otvorenu, javnu kompaniju, otvaraju se mogućnosti finansiranja njenog razvoja putem tržišta hartija od vrednosti. Posedovanje akcija znači posedovanje dela vlasništva nad kompanijom. Vrednost akcije pri njenom emitovanju naziva se nominalna vrednost (*face value, per value, nominal value*). Ona služi da izrazi srazmeran udeo njenog vlasnika u ukupnom kapitalu (*equity, stock*), i predstavlja samo obračunsku kategoriju.

Tržišna vrednost akcije se gotovo uvek razlikuje od nominalne vrednosti, kao i njene knjigovodstvene vrednosti (*book value*). Vrednost akcija preduzeća na tržištu menja se i zavisi od sudbine preduzeća, tekućeg poslovanja i perspektive koju ono ima. Akcije za razliku od dužničkih hartija od vrednosti ne dospevaju na naplatu, sve dok preduzeće ima poslovnu aktivnost (akcionarsko društvo je *Going Concern*). U slučaju likvidacije ostali poverioci imaju prednost u odnosu na akcionare. Ona pruža mogućnost isplate dividende, a u slučaju da im poraste vrednost na tržištu njen vlasnik ostvaruje kapitalnu dobit.

¹⁵³ Jeff Madura „Financial Markets and Institutions“, 5-th edition, South Western Publishing, Cincinnati OH, 2001

Kada korporacija izađe u javnost ona emituje obične akcije (*common stock, ordinary shares*). To za investitore znači da postaju vlasnici dela kompanije i oni tada finansiraju kompaniju kapitalom odnosno vrše *equity investment*. Vlasnici ovih akcija imaju određena prava koja su vezana za upravljanje, pa stoga zakoni i regulatorna tela obavezuju emitenta, javnu kompaniju, da im obezbedi redovne izveštaje o svom poslovanju. Takođe je bitno da budu obavešteni i o svakom bitnom događaju koji može uticati na poslovanje kompanije i njen položaj na tržištu, kao i na kretanje cena njenih akcija. To se odnosi i na eventualne ponude za kupovinu značajnog dela akcija preko određenog procenta, zatim na promene u menadžmentu ili pak pretrpljene gubitke. Redovne godišnje skupštine su mesta na kojim menadžment podnosi izveštaj o poslovanju firme i budućim poslovnim planovima.

Obične akcije nose puno pravo glasa u upravljanju kompanijom. Ovakva vrsta hartije od vrednosti je najlikvidnija, ako je kompanija dobra i tržište likvidno. Ukoliko dođe do bankrotstva firme, ova kategorija će se poslednja naplatiti, čime se uspostavlja veza sa pravom na upravljanje i odgovornošću koju to pravo nosi.

Kompanija često, pored emisije akcija, pribegavaju njihovom otkupu (*buy back*) i to najčešće u slučajevima kada žele da zaštite njihovu vrednost na tržištu koja je ili niska ili je u padu. Kao i da se otkupom akcija zaštite od neželjenog preuzimanja, odnosno da kupe akcije koje će nakon određenog vremena prodati drugom, željenom kupcu. U slučaju da se akcije kompanije na tržištu prodaju znatno ispod cene za koju menadžment procenjuje da je objektivna, a kompanija ima gotovinu odnosno *cash flow*, jer dobro i likvidno posluje, ovakva operacija na tržištu se može smatrati opravdanom. Ona takođe sprečava da nepoželjni vlasnik koji ne bi bio zainteresovan ni kompetentan da preuzme upravljanje kompanijom, dođe po niskoj ceni do kontrolnog paketa akcija. S druge strane ova mogućnost može biti iskorišćena od strane menadžera, u negativnom smislu da zaštiti svoj loš rad, čineći akcije manje likvidnim i sprečavanjem preuzimanje od strane kompetentnog vlasnika.

Sve emitovane akcije nisu, dakle, raspoložive za slobodno trgovanje. Pored otkupljenih sopstvenih akcija postoje akcije koje su u posedu insajdera, kao i kod institucionalnih vlasnika koji ih dugo drže u posedu. Stoga je značajno koliko su akcija neke kompanije slobodne za trgovanje tzv *Float*. Potencijalni krupni investitori žele da znaju koliki je *float*, jer od toga zavisi koliko je u akcije moguće akumulirati i koliko su one likvidne. Neke berze pri izveštavanju o broju slobodnih akcija za trgovanje iz kalkulacija isključuju kontrolne pakete akcija, jer se oni kupuju i prodaju po posebnoj proceduri i stoga nemaju tržišnost kao akcije sitnijih akcionara.¹⁵⁴

Za razliku od običnih akcija, *prioritetne akcije* ne daju pravo na upravljanje, ali zato njihovi vlasnici imaju prioritet u isplati dividendi. Oni, takođe, zbog toga što im je redovna isplata dividende prioritet i što je reinvestiraju, ne uživaju ni prednosti kapitalnih dobitaka u slučaju rasta vrednosti akcija na tržištu. Ukoliko ne postoji mogućnost isplate dividende u toku godine zbog slabog finansijskog rezultata, dividende se kumuliraju do perioda kada se pojavi mogućnost njihove isplate, do tada predstavljaju dug firme.

Convertible Preferred Stock (Konvertibilne prioritetne akcije) daju mogućnost pretvaranja u obične akcije. Ova vrsta akcija je posebno interesantna za investitore koji žele da sačekaju vreme kada kompanija uđe u fazu brzog rasta. Da bi oni uživali u prednosti kapitalnog dobitka kao najvažnijeg izvora visoke zarade na tržištu. Do tog momenta investor ima prednosti redovne isplate dividendi. Cena ovih akcija, međutim, zavisi u velikoj meri od kretanja cene običnih akcija u koje mogu biti konvertovane.

¹⁵⁴ Jeff Madura „Financial Markets and Institutions“, 5-th edition, South Western Publishing, Cincinnati OH, 2001

Blue Chip Shares (Prvoklasne akcije tz. Plavi žetoni) su akcije najkvalitetnijih velikih kompanija, dobro poznatih javnosti, koje u dužem periodu redovno plaćaju dividende, nose mali rizik ali zato i mali prinos. Najpoznatije tržište za *blue chip* kompanije je Njujorška berza (NYSE) na kojoj se listiraju najpoznatije svetske kompanije koje imaju veoma dug istorijat uspešnog poslovanja.¹⁵⁵

Growth Shares (Rastuće akcije) ili akcije rastućih kompanija su uglavnom akcije onih firmi koje imaju visok potencijal za brz rast. Obično ne plaćaju dividendu već je dalje ulažu u razvoj, a glavni motiv investitora je kapitalna dobit. Ovim akcijama trguje se na tržištima specijalizovanim za takozvane brzorastuće kompanije - gazele (novu industriju, informacione tehnologije i Internet). To su prevashodno tržišta za mala i srednja preduzeća. Najpoznatije tržište za ovakve kompanije je NASDAQ u SAD.

Penny Shares (Sitne, akcije manje vrednosti) su akcije novijih firmi koje se emituju po niskim cenama nose visok rizik ali i visoku mogućnost zarade. Zbog nedostatka istorije takvih kompanija, velikog rizika i nisko postavljenih kriterijuma za ulazak na tržište, ovakvim akcijama se uglavnom ne trguje na glavnim berzama i tržištima.

Sa stanovišta razumevanja međunarodnog berzanskog tržišta važno je znati da su otvorena akcionarska tržišta (*Public traded corporation*) čijim se akcijama može jedino trgovati na berzi, najmalobrojnija u svetskoj privredi, ali su to ujedno i velike korporacije sa vrlo visokim učešćem u društvenom proizvodu i svetskoj privredi.

Razvijeno finansijsko tržište pruža mogućnost investitorima da investiraju, a kompanijama da prikupljaju kapital i putem dužničkih finansijskih instrumenata, od kojih su najpoznatije obveznice.

Kupovinom akcija investitor postaje vlasnik dela kompanije i deli sudbinu njenog uspešnog ili neuspešnog poslovanja. Kada, međutim, investitor kupi obveznice istog emitenta, on postaje kreditor te kompanije. On je vlasnik samo nominalne vrednosti obveznice i kamate koju je kompanija obećala da će plaćati na taj iznos u zamenu za dobijeni novac investitora. Kamata se obično plaća polugodišnje, dok se obveznica ne otplati. Cena obveznice na finansijskom tržištu varira zavisno od opšteg kretanja kamatnih stopa na tržištu. Tako, na primer ako kamatne stope na tržištu rastu, vlasnik kupljene obveznice koji želi da je proda, moći će to da uradi samo po nižoj ceni od one po kojoj je kupio, jer kupac želi da dobije prinos koji je trenutno na tržištu.

Tržišni uslovi igraju značajnu ulogu u donošenju odluke kompanije da li će se emitovati vlasnički ili dužnički finansijski instrument. Ukoliko tržište akcija raste i postoje procene o njegovom daljem usponu, a akcije kompanije stoje dobro na berzi, logično je da se dodatni kapital prikupi emitovanjem akcija. Visoka cena akcija znači i da će se dodatni kapital prikupiti uz emitovanje manje akcija, a to znači i da će takozvano razvodnjavanje kapitala postojećih akcija biti manje. Ukoliko je tržište akcija, međutim, konstantno u padu, emitovanje obveznica može biti jedino racionalno rešenje.

Visina kamatnih stopa na tržištu takođe je značajna pri odluci preduzeća, koji će se instrument emitovati. Visoke kamatne stope ne idu u prilog emitovanju obveznica zbog visokih troškova koje će kompanija morati da plaća. Obveznice su pogodnije za finansiranje specifičnih projekata za koje se mogu predvideti i projektovati troškovi. Odluci o emitovanju dužničkog ili vlasničkog instrumenta takođe prethodi i analiza zaduženosti kompanije.

Da bi preduzeće privuklo investitore da investiraju u obveznice, mora ih upoznati sa ključnim

¹⁵⁵ Internet adresa: www.nyse.com

elementima, kao na primer: da je njeno emitovanje pokriveno garantovanjem same kompanije ili drugog garanta, koja banka zastupa interese vlasnika obveznica i koja pravna sredstva ima da prisili kompaniju da izvršava obaveze, kakvi su prioriteti plaćanja pri eventualnom bankrotstvu itd.

Kao najpoznatije kratkoročne dužničke hartije od vrednosti mogu se uzeti blagajnički zapisi koje izdaje SAD (*treasury bills, T – bills*) koji imaju dospeće od 90 do 360 dana i mogu se smatrati ekvivalentom keša, jer su likvidni u svakom trenutku i vode se u poslovnim knjigama samo u formi zapisa (*book entry form*). Dužnički instrumenti se dosta koriste i u evropskim zemljama, a sve više i u zemljama u tranziciji.

11.4. EMITOVANJE AKCIJA U FUNKCIJI FINANSIRANJA PREDUZEĆA

Emitovanje akcija preduzeća, obuhvata pripremu preduzeća i angažovanje menadžerskog tima za postupak emitovanja. To zapravo označava ulaznicu na primarno tržište. Pretvaranje firme u javnu (otvorenu) kompaniju predstavlja, za menadžment, značajnu odluku koja mora biti rezultat dobre pripreme i opsežne analize. Jedan od ključnih zahteva pripreme je izloženost podataka o kompaniji na berzi. Zatim, prilagođavanje regulative pravnoj formi otvorenog akcionarskog društva kroz promenu postojećih, i donošenje novih akata kompanije. U okviru rukovodstva treba odrediti osobu koja će formirati i voditi tim zadužen za pripremu.

Samoj odluci firme da preduzeće postane otvorena (javna kompanija, koja emituje akcije) kompanija treba da prethodi biznis plan koji će razraditi sve alternative, kao i dobre tako i loše strane takvog poteza, uz projekciju kako će se javna ponuda odraziti na buduće poslovanje firme. Kada se donese odluka o javnoj ponudi akcija, dalje je važno imati u vidu sledeće elemente:¹⁵⁶

- koliko kapitala treba prikupiti,
- koji je stepen korporativne kontrole menadžmenta, odnosno koji stepen kontrole postojeći vlasnici žele da zadrže
- strategija,
- kakva je procenjena investiciona tražnja
- poređenje sa konkurencijom i slično.

Ova pitanja su veoma bitna za uspeh celog procesa finansiranja, pa je stoga neophodno da u ovim poslovima učestvuje investiciona banka. Ona će preduzeću pomoći da uspešno izađe na tržište kapitala uz zadovoljavanje postavljenih ciljeva u pogledu prodaje ciljnim investitorima. Da bi to mogla da uradi, investiciona banka mora da ima jak istraživački sektor, potrebno iskustvo i dobre analitičare koji će shvatiti prirodu i specifične zahteve kompanije.

Jedan od osnovnih zadataka u ovoj saradnji između tima koji odredi kompanija i investicione banke jeste izrada prospekta. Pravni i računovodstveni sektor firme će zajedno sa investicionom bankom pripremiti informacije o osnovnom biznisu kompanije, menadžmentu, glavnim akcionarima i njihovom učešću u firmi, i budućoj politici dividendi. Potrebno je, međutim imati u vidu i da na nekim tržištima postoji velika fuktucija cena akcija. Zatim, velika odstupanja između tržišnih i knjigovodstvenih vrednosti, pa stoga menadžment mora imati u vidu i potencijalne gubitke i dobitke u bilansu uspeha i promene u bilansu stanja, kao i sve posledice koje iz toga proističu. Veoma je bitan, naravno i poreski aspekt cele operacije.

Na razvijenim tržištima uobičajeno je da se sve ovo precizira preko „*underwriting agreement*“

¹⁵⁶ Internet adresa: www.ipo.com

(investicioni diler - garant emisije) između firme i investicione banke. Kod nas je međutim problem, što nemamo razvijeno investiciono bankarstvo, pa se postavlja pitanje kako bi se obavljala ovakva vrsta poslova. Samo nekoliko banaka imaju organizacione delove koji su u početnoj fazi. Jedan od glavnih preduslova za razvoj kapitala je razvoj investicionog bankarstva. Uporedo sa njim razvoj brokersko dilerskih kuća koje su kod nas sada razvijaju, kao i razvoj centralnog registra.

11.5. NADZOR I KONTROLA U PREDUZEĆU - PROGRAMI I PROCEDURE ZA SPROVOĐENJE STRATEGIJE

Pravna forma otvorenog privrednog društva podrazumeva da su vlasnici akcionari i da se akcijama trguje slobodno. To za posledicu ima i stalnu promenu vlasničke strukture, kao i posebna prilagođavanja u pogledu nadzora nad ukupnim poslovanjem. Pored toga važno je pratiti promene u vlasničkoj strukturi kompanije, posebno kod pojave investitora koji su zainteresovani za kupovinu paketa akcija i preuzimanje firmi. Postojeći akcionari su, kao i menadžment, zainteresovani da se kroz eventualnu promenu vlasničke strukture ne pogoršaju performanse kompanije usled preuzimanja kontrole od strane neadekvatnog vlasnika.

Suštinski cilj sistema za nadzor i kontrolu je ostvarenje maksimalne zaštite aktive/imovine i kapitala akcionara minimiziranjem koncentracije rizika, kako ne bi došlo do neočekivanog odliva sredstava preduzeća koje bi ga dovelo u nelikvidnost ili nesolventnost. Neke od posebnih komponenti kontrolnog sistema i upravljanja rizikom značajno se razlikuju od preduzeća do preduzeća u zavisnosti od njegove veličine i kompleksnosti poslova koje ono obavlja. Dobro razvijeni kontrolni sistem trebalo bi da uključi jedno sveobuhvatno upravljanje rizikom i strategiju sprovođenja kontrole. Odnosno, da obuhvati: uvođenje programa i procedura za sprovođenje strategije, merenje rizika i kontrolne metodologije, kontrolu usaglašenosti sa zakonom i izveštavanje. Uprava kompanije ima konačnu odgovornost za nivo preuzetog rizika. Zato, ona mora da donese i razradi sveobuhvatnu strategiju i politiku upravljanja rizikom i kontrolom kompanije.

Pošto su rizici identifikovani i opšte politike/programi prihvaćeni, preduzeća treba da razviju detaljne i posebne smernice koje bi se koristile u svakodnevnom i dalekosežnim poslovnim operacijama. Programi i procedure koje se ustanovljavaju trebalo bi da uključe jasno definisanu odgovornost u upravljanju rizikom i kontrolnim sistemom. S obzirom da je kontrolni sistem onoliko efikasan koliko i ljudi koji rade na ovim poslovima, preduslov za uspešno obavljanje ovog posla je upravo posvećenost zaposlenih. Viši menadžment/rukovodstvo treba da vodi računa o tome da funkcije budu na adekvatan način odvojene. Formalizovana pismena komunikacija u organizaciji koja obuhvata ovlašćene aktivnosti, od velike je važnosti.

Funkcija internog revizora treba da bude odvojena od funkcije trgovanja i ostalih poslovnih aktivnosti u preduzeću u kojima se ostvaruju prihodi. Eksterni revizori rade nezavisno od preduzeća za koje rade reviziju i njihova primarna uloga je da izraze mišljenje o finansijskim izveštajima preduzeća, kao i formiranje mišljenja o radu internog revizora. Sa druge strane interni revizori su nezavisni u okviru svog preduzeća, oni podnose izveštaj direktno najvišem rukovodstvu. Interni revizori mogu da sačine izveštaj tako da obuhvate i finansijsku i operativnu funkciju. Eksterni revizori imaju dužnost da izveštavaju o funkcionisanju upravljanja rizikom i kontrolnog sistema. Interna i eksterna revizija imaju različite svrhe, one se oslanjaju jedna na drugu u definisanju poslova koje treba obaviti.

Sistemi merenja rizika moraju uključiti metodologiju, koja obuhvata sve identifikovane rizike,

u smislu pozicija kompanije, tržišta, valuta i slično. Kao i validnost procene rizika („VAR“) i drugih matematičkih modela koje treba redovno proveravati. Ova metodologija treba da obuhvata kako analizu osetljivosti, tako testiranje pod pritiskom, i pod nepovoljnim okolnostima.

Preduzeća treba da razvijaju i održavaju upravljanje rizikom, izveštavanje o kontroli, kao i mehanizme provere. O izloženosti riziku i rezultatima o gubitku ili ostvarenoj dobiti (bilans uspeha) trebalo bi izveštavati svakodnevno rukovodstvo zaduženo za kontrolu rizika, a oni dalje obaveštavaju više rukovodstvo odgovorno za svakodnevne poslovne aktivnosti preduzeća.

11.6. IZBOR TIMA ZA SPROVOĐENJE EMISIJE JAVNE PONUDE AKCIJA PREDUZEĆA

Kada kompanija želi prvi put da izađe u javnost treba da ima jednog ili više predstavnika odgovarajućih članova koji čine tim. Menadžerski tim investicionih dila – garanta emisije („underwritinga“ tima) koji sprovodi postupak nove emisije akcija, čine eksperti: investicione banke, advokatske firme, računovodstvene firme – članovi koji pomažu u realizovanju procesa. Takođe, kompanija treba da napravi pregled postojećih odnosa i/ili da ustanovi nove koji će poslužiti na najbolji mogući način da ostvari proces emitovanja hartija od vrednosti. Selekcija tima zasluži pažljivu analizu: počev od toga da preduzeće treba da ima sigurnost u sve članove tima da im poveri osetljive informacije, da može računati na diskreciju i poštenje i ispravnost za sve savete koje bude dobijalo od njih.

Ponašajte se kao da ste javna (otvorena) kompanija. Polazeći od toga da kompanija izlazi u javnost, podrazumeva da počne da razmišlja i da se ponaša kao otvoreno preduzeće. Da dostigne određeni stepen razvoja kao i način razmišljanja što je pre moguće. Ovo uključuje rešavanje pitanja koji se tiču poslova preduzeća kao što su organizovanje i prilagođavanje finansijskih izveštaja za potrebe procene, utvrđivanje ili sprovođenje interne kontrole, prilagođavanje kompanije sa postojećim zakonima i plan emisije akcija.

Kao glavni cilj kod izlaska u javnost, preduzeće treba da razmisli o utvrđivanju i objavljivanju politike korporativnog upravljanja, razvijajući program za izvesne investitore i poslove sa javnošću. Takođe je neophodno da se razviju standardi za godišnje i periodične izveštaje pri registraciji kod SEC – a (Komisiji za hartije od vrednosti).

Vremenski faktor. Izlazak u javnost zahteva dosta vremena, treba odmah odrediti jednog ili više članova koji će voditi inicijalnu javnu ponudu, a ostali u preduzeću će se fokusirati na postojeće ciljeve u poslovanju. Nakon toga preduzeće treba da preduzme sledeće korake u odabiru tima:¹⁵⁷

- pronalaženje investicionog bankara
- pronalaženje pravne firme
- pronalaženje računovodstvene firme
- pronalaženje depozitne banke (samo neameričke kompanije za listiranje na američkom tržištu)

¹⁵⁷ EIB-Europen Investment Bank: Internet adresa: www.eib.org

11.6.1. Izbor investicionog bankara

Kada se vrši izbor za investicionu banku, kompanija mora imati u vidu brojne faktore kao što su: iskustvo sa firmama u sprovođenju procesa inicijalne javne ponude, poznavanje privrede i sposobnosti distribucije i istraživanja. Preduzeća koja su potencijalno visokog kvaliteta, i ako manje poznata, mogu se razviti i privući pažnju potencijalnim investitorima, ukoliko je odabir investicionog bankara pravi. Izvori informacija specijalizovanih agencija o investicionim bankama (*Sources of Information on Investment Banking*), obezbeđuju preduzeću pomoćne informacije u procesu odabira investicione banke.

Motivi kojima se rukovodi preduzeće pri izboru investicione banke su:

- *Interes*. Na početku, rukovodioci kompanije moraju da budu sigurni da će im investicioni bankarski tim koji odaberu omogućiti proces inicijalne javne ponude i detaljno obrazložiti dugoročni interes kompanije. Ovo takođe uključuje i usluge investicione banke posle javne ponude, kao što su predlozi i finansijske alternative, struktura bilansa, saveti u strateškom odlučivanju, pomoć u trgovanju i kontinuiranom istraživanju.
- *Ko – menadžeri*. Preduzeće u proces javne ponude uključuje vodeću banku kao i jedan ili dva ko – operatora, koji će ponuditi kompaniji više usluga i istraživanje bez dodatnih troškova. Sve više, kompanije biraju regionalnu banku i nacionalnu, ili opštu banku, koje će upravljati i sarađivati, naizmenično, njihovim procesom inicijalne javne ponude.
- *Iskustvo u transakcijama*. Investicioni bankari koje kompanija bira treba da imaju iskustvo u određivanju veličine javne ponude akcija, kod prikupljanja dodatnog kapitala. Ponuda akcija kompanije zavisi od veličine kompanije i godina poslovanja na tržištu. Investicioni bankari bi trebalo da su dovoljno upoznati i kreativni u rešavanju pojedinih finansijskih i strateških zahteva kompanije. Za neameričke kompanije, investicioni bankari bi trebalo da imaju iskustvo u listiranju stranih kompanija na američkom tržištu. Takođe bi trebalo da imaju iskustvo i u drugim vrstama poslova finansiranja i prestrukturiranja sredstava i trebalo bi da znaju da predlože moguće načine prikupljanja kapitala i u budućnosti.
- *Poznavanje privrede*. Kompaniji je u interesu da je vodi investiciona banka koja poznaje industrijsku granu kojoj pripada preduzeće to podrazumeva poznavanje tržišta, proizvoda i konkurenata. Takođe je od velike pomoći i poznavanje strukture bilansa stanja preduzeća i pristup finansijskim operacijama, kao i razumevanje očekivanja investitora. I nakon procesa inicijalne javne ponude akcija, investicioni bankarski tim pomaže preduzeću u finansijskim tehnikama i selekciji potencijalnih partnera za poslove akvizicije.
- *Sposobnost distribucije*. Sposobnost da se prodaju akcije kompanije potencijalnim investitorima može se odraziti kroz inicijalni uspeh ponude, poboljšanje preformanse tržišta, kao i korporativno upravljanje preduzeća na duge staze. Investicioni bankar bi trebalo da napravi odabrani miks plasiranjem akcija većem broju individualnih investitora i institucija u zemlji, a ako je potrebno i uvođenje međunarodnih vlasnika.
- *Istraživanja*. Vidljivost kompanije među investitorima je sastavni deo tržišnog performansa. Periodični istraživački izveštaji omogućavaju kompaniji da odrede aktivnosti pre institucionalnih investitora i brokera. Ili još bolje, kompanije će imati jak istraživački sektor ukoliko budu angažovale i analitičare. Kompanija će možda želeti da upozna analitičara koji će im biti dodeljen pre procesa javne ponude akcija, da bi bila upoznata sa njegovim ili njenim radom i analitičkim stilom. Rukovodioci preduzeća bi trebalo da budu pažljivi u tome da ne diskutuju sa analitičarem o

predstojećoj ponudi ili o bilo kakvim informacijama koje nisu za javnost, a tiču se kompanije. Otkrivanjem takvih informacija, analitičari automatski postaju insajderi.

11.6.2. Izbor računovodstvene firme

Prilikom odabiranja računovodstvene agencije treba imati u vidu sledeće:

- *Profesionalni status.* Kompanija treba da angažuje ovlašćenu računovodstvenu firmu koja radi prema međunarodnim standardima. Sertifikat računovodstvene firme pouzdan je dokument, koji uliva poverenje ostalim članovima tima.
- *Iskustvo u industriji.* Računovođa koji vodi postupak javne ponude mora da poznaje finansijske računovodstvene međunarodne standarde (sk. eng. FASB) i sve regulative vezane za poslovanje preduzeća. Računovođa takođe treba da je upoznat sa načinom na koji se ostvaruje prihod u firmi, i da saopšti moguće alternative. Prodaja se, na primer, različito odvija u različitim industrijskim zonama, i fleksibilnost je praktično prednost u slučajevima kada razlika između proizvoda i usluga nije čista. Konačno, računovođa treba da vodi preduzeće u skladu sa zakonom i zahtevima koji su propisani od strane SEC – a. Za ostale kompanije koje izlaze u javnost, (a ne vode knjigovodstvo po međunarodnim standardima) odabrani računovođa za javnu ponudu akcija, treba da ima celokupno znanje po Međunarodnim računovodstvenim standardima i Opšte prihvaćenim američkim računovodstvenim principima (sk. eng. GAAP) u cilju savetovanja klijenata, i usaglašenosti poreskih zakona.
- *Iskustvo sa brzorastućim kompanijama.* Iz razloga što brzorastuće kompanije teže da plasiraju postojeća sredstva u hartije od vrednosti, na primer u akcije, tim računovođa treba da je upoznat sa metodama izveštavanja, i da na osnovu iskustva donesu mudru odluku. Računovođe vode preduzeće još u ranoj fazi razvoja, i to praktično može pomoći u dizajniranju i implementaciji finansijskog sistema i kontrole. Računovodstveni tim može da asistira pri izradi čvrstih finansijskih izveštaja za objavljivanje, a može i savetovati preduzeće u kojoj fazi poslovanja treba da izađe u javnost.

12. PRIVATIZACIJA I FINANSIRANJE VELIKIH SISTEMA, KROZ JAVNU PONUDU AKCIJA I UTICAJ NA TRŽIŠTE KAPITALA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA

Rezultati i uspeh procesa privatizacije u Engleskoj pomogli su u opredeljivanju ostalih industrijskih zemalja za početak privatizacije državnih preduzeća kroz javnu ponudu akcija. U Francuskoj su pokrenute dve najveće privatizacije, i to od strane socijalističke vlade. Prva je izvršena oktobra 1997. godine, kada je u vidu inicijalne javne ponude prodat France Telecom za 7,1 milijardi dolara, i druga koja se odnosi na istu kompaniju izvršena je novembra 1998. godine u vrednosti od 10,5 milijardi dolara. Takođe i vlade Italije, Nemačke i Španije pokrenule su obimne privatizacione programe tokom devedesetih godina. Ključna odluka u procesu privatizacije, koju mora svaka vlada da donese je metod transferisanja državne aktive u privatno vlasništvo. Ova odluka je teška zato što pored ekonomskih faktora, kao što je vrednost aktive, predstavlja i deo političkog procesa. Neki od faktora koji utiču na izbor, metoda transferisanja državne aktive u privatno vlasništvo uključuju:¹⁵⁸

1. istoriju vlasništva preduzeća,
2. finansijsku i konkurentsku poziciju državnih preduzeća,
3. vladin ideološki stav prema tržištu i regulaciji,

¹⁵⁸ Internet sajt – www.fibv.com

4. strukturu regulative u prošlosti, sadašnjosti i budućnosti,
5. uzimanje u obzir potreba i zahteva značajnih interesnih grupa u privatizaciji,
6. spremnost vlade da poveri preduzeća novim vlasnicima,
7. dostignuti stepen razvoja tržišta kapitala i postojanje institucionalnog okvira za korporativno upravljanje,
8. suficitarnost potencijalnih investitora i
9. spremnost vlade da proda državna preduzeća stranim investitorima.

Kompleksnost ciljeva podrazumeva upotrebu raznovrsnih metoda privatizacije za razne oblike aktive. Iako, finansijski stručnjaci u svim zemljama prilično dobro poznaju procedure i tehnike prodaje aktive na razvijenim tržištima kapitala, još uvek postoji određen stepen nerazumevanja metoda privatizacije državnih preduzeća. Teoretičari nude brojne metode privatizacije, ali većina ovih metoda ignoriše značajne faktore. Empirijski podaci o determinantama privatizacije su, takođe, limitirani kompleksnim ciljevima, koji se žele ostvariti ovim procesom. Treba naglasiti da se proces privatizacije obavlja uz upotrebu kombinacija klasičnih metoda privatizacije. Osim ovih postoje mnoge druge metode, koje se mogu koristiti za porast učešća privatnog sektora u nacionalnoj ekonomiji. Na primer, pojam privatizacije ima sasvim drugačije značenje u SAD. Rasprave o privatizaciji u SAD odnose se na izbor između javnih nabavki dobara i usluga ili ugovorne proizvodnje privatnih firmi. Podaci pokazuju da su zastupljeni fiksni pritisci od strane države, dok su manje uticajne unije javnog sektora.

Uticaj privatizacije na razvoj finansijskog tržišta možemo, najpre sagledati kroz tržišnu kapitalizaciju i vrednost ostvarene trgovine akcijama na svetskim berzama od 1984–2006. godine. Pogledajmo tabelu 12.1. koja opisuje ukupnu tržišnu kapitalizaciju i vrednost ostvarene trgovine akcijama na svetskim berzama. To je bio period rapidnog porasta kapitalizacije na tržištima u svim razvijenim zemljama. U analiziranom vremenskom periodu ukupna tržišna kapitalizacija u svetu povećana je za preko deset puta.

Uticaj privatizacije na kretanje ovih tržišta bio je izuzetan. U periodu između 1984–2006. godine ukupna kapitalizacija na svim tržištima, sa izuzetkom američkog porasla je sa 5,3 triliona dolara na 51 triliona dolara. Mada je rast tržišne kapitalizacije bio impresivan, obim trgovanja je beležio još intenzivniji porast likvidnosti. Ukupan obim akcija kojima se trgovalo na svim svetskim berzama porastao je sa 2,2 triliona dolara u 1984. godini na 10,2 triliona dolara u 1996. godini.¹⁵⁹ Ovakvom impozantnom rastu treba dodati ulaganja u periodu 2004–2006. godina, naročito institucionalnih investitora, kao što su na primer penzioni fondovi.

¹⁵⁹ Business Week, 2007.

Tabela 12.1. „Rast tržišne kapitalizacije i obima trgovine na svetskim berzama u periodu 1984–2006. g. (u mil \$)“¹⁶⁰

	1984	1990	1996	2004	2006
	Tržišna kapitalizacija				
Razvijene zemlje	4.301.117	11.957.463	15.842.152	40.820.474	45.000.300
Francuska	1.898.063	3.505.686	6.857.622	16.642.462	17.005.000
Španija	565.164	4.392.597	3.667.292	4.554.886	6.513.000
V. Britanija	1.225.800	4.826.598	7.407.737	25.855.351	29.000.000
Ukupno svet	5.384.339	14.712.673	27.782.071	50.005.373	51.005.373
	Obim trgovine	Obim	Obim	Obim	Obim
Razvijene zemlje	1.202.546	6.297.069	9.169.761	35.187.632	40.000.000
Francuska	797.123	1.015.544	4.108.591	9.993.439	11.200.000
Španija	230.906	1.800.695	1.231.552	4.891.654	5.001.987
V Britanija	720.554	2.320.268	4.510.131	13.399.381	16.000.500
Ukupno svet	2.227.761	7.467.997	10.216.307	44.515.088	45.508.523

Krupne privatizacije, obavljene putem, prodaje akcija, odigrale su ključnu ulogu na razvoj tržišta kapitala gotovo u celom svetu, jer je reč o najvećim firmama na nacionalnim tržištima.

Tabela 12. 2. pokazuje ukupnu tržišnu vrednost i značaj najvrednijih privatizovanih firmi u svetu. Mi treba da pokažemo relativni značaj privatizovanih firmi, na berzama, koje imaju najveću vrednost u Italiji, Francuskoj, Nemačkoj, Austriji, Španiji, Danskoj, Portugaliji i Grčkoj. U mnogim drugim zemljama privatizovane firme se nalaze na drugom mestu po vrednost kao što su firme iz Velike Britanije i Finske. Tabela 12.2.. pokazuje da privatizovane firme ostvaruju značajno učešće u ukupnoj kapitalizaciji nacionalnih tržišta kapitala, čak i u razvijenim zemljama kao što su na primer firme u :Velikoj Britaniji 3,3 odsto, Italija 11,7 odsto, Španija 15,4 odsto itd.

Tabela 12.2. „Učešće privatizovanih firmi u ukupnoj kapitalizaciji nacionalnih tržišta kapitala u 2006“¹⁶¹

Naziv frme	Država	Rang lista pozicioniranih kompanija	Rang na nacionalnim tržištu	Tržišna vrednost u mil.\$	Učešće u nacionalnoj tržišnoj kapitalizaciji
BP Amoco	V. Britanija	12	2	247.006	7.4%
Deutsche Telecom	Nemačka	17	1	188.247	13.jan
France Telecom	Francuska	25	1	148.711	9,9
Total Fina Elf	Francuska	33	3	126.318	7.jul
British Telecom	V. Britanija	45	4	93.701	3.mar
Telecom Italija	Italija	54	1	85.258	11.jul
Tel. Italia Mobiliare	Italia	60	2	75.917	10.apr
Telefonica	Španija	70	1	66.571	15.apr
ING Groep	Holandija	92	3	60.100	8.mar
ENEL	Italija	98	3	53.418	7.mar
ST	Francuska	101	6	51.324	3.apr
Cable&Wireless	V. Britanija	121	10	45.941	1.jun
BBV Argentaria	Španija	127	2	43.359	10.jan
ENI	Italija	128	4	43.058	5.sep
BNP Paribas	Francuska	139	10	40.390	2.jul
Sonera	Finska	147	2	37.199	10.jun

¹⁶⁰ Business Week, 2007.¹⁶¹ Isto

Drugi način za merenje uticaja privatizovanih firmi na razvoj tržišta kapitala razvijenih zemalja je, kako i u kojoj meri akcije iz privatizacije učestvuju u ukupnoj ponudi akcija. Pogledajmo sada tabelu 12. 3. koja pokazuje da najveća ponuda akcija koja se desila do današnjeg dana potiče iz privatizacije. Poželjno je naznačiti, da veliki broj akcija od privatizovanih firmi u Americi, su veće od američke ponude iz privatnog sektora, na primer kompanija ATT Wireless u aprilu 2000. godine je privatizovana u vrednosti od 10,6 milijardi dolara.

Istraživanjem povezanosti privatizacije i razvoja tržišta kapitala, dolazimo do zaključka da je u periodu kada startuje privatizacija pa do 2007. godine (između 1984–2006. godine) vrednost akcija iz privatizacije u stotinak državnih preduzeća premašila vrednost od nekoliko trilmil. dolara i da ih je retko kada nadmašila ponuda akcija privatnih firmi.

Tabela 12.3. „Najveće svetske ponude akcija, (od 1987 do 2007.) potiču iz perioda privatizacije“¹⁶²

Naziv kompanije	Država	Iznosi u mil.\$	IPOa/SEOb
ENEL	Italija	18.900	IPO
Telecom Italija	Italija	15.500	SEO
Deutsche Telekom	Nemačka	14.760	SEO
British Petroleum	V. Britanija	12.430	SEO
France Telecom	Francuska	10.500	SEO
Telia	Švedska	8.800	IPO
British Gas	V. Britanija	8.012	IPO
Endesa	Španija	8.000	SEO
Eni	Italija	7.800	SEO
British Telecom	V. Britanija	7.360	SEO
France Telecom	Francuska	7.080	IPO
ENI	Italija	6.740	SEO
Swisscom	Švajcarska	5.600	IPO
a/ IPO – Initial public offering – (Inicijalna javna ponuda)			

b/SPO- Secondary public offering

Najveća ekonomska korist od poboljšanja efikasnosti tržišta kapitala proizilazi iz činjenice da dolazi do obezbeđenja sredstava za finansiranje profitabilnih projekata i monitoringa svih aktivnosti.

Sve ovo, potvrđuje tezu da efikasna tržišta kapitala pomažu ekonomski rast i da omogućavaju preduzeću lakše finansiranje, odnosno, da obezbede neophodna sredstva za finansiranje razvojnih projekata, koja inače na drugi način ne bi mogla pribaviti.

Prema tome, privatizacija igra direktnu ulogu u finansiranju, promocijom razvoja tržišta akcija, kroz nove ponude akcija. Ulogu katalizatora privatizacija dobija iz prostog razloga što razvoj jednog segmenta tržišta neminovno dovodi do promocije razvoja i ostalih, međusobno povezanih segmenata tržišta.

¹⁶² Business Week, 2008.

U realnom životu postoje razlike između zemalja u zakonskoj regulativi koja se odnosi na sistem zaštite investitora, tako da se tržišta kapitala bolje razvijaju u onim zemljama gde se ova problematika definiše posebnim zakonom. Zakonodavni okviri i konkretne operacije u legalnom sistemu značajno determinišu operacije na finansijskim tržištima i korporativnom upravljanju. Ovi uslovi direktno utiču i na privatizaciju, jer ona predstavlja značajnu promenu u upravljačkoj strukturi korporacija. Znači, zaštita investitora je primarna determinanta uspeha privatizacije u poboljšanju i unapređenju performansi preduzeća i finansijskog tržišta.

Proces privatizacije u poslednjih dvadeset godina je značajno redukovao ulogu državnih preduzeća u ekonomskom životu velikog broja zemalja. Primarni razlog započinjanja privatizacionih procesa je činjenica da firme u privatnom vlasništvu beleže veću efikasnost i profitabilnost u odnosu na državna preduzeća. S druge strane podaci pokazuju da su posledice privatizacije kroz prodaju putem javne ponude akcija veoma vidljivi na tržištima kapitala, jer nedvosmisleno dolazi do porasta obima trgovine i tržišne kapitalizacije na nacionalnim tržištima.

Što je viši stepen ekonomske razvijenosti, to je finansijsko posredovanje razvijenije, te su finansijski tokovi dublje penetrirani u ekonomske procese, zemlje koje su ostvarile visoku stopu finansijske produbljenosti, ali i visoku stopu štednje i investicija, kao i njihove efikasnosti. Međutim, važi i obrnuto; niža finansijska produbljenost ima za posledicu nižu efikasnost investicija.

13. PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA I RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U ZEMLJAMA U TRANZICIJI

Zemlje u tranziciji su slabo poznavale mehanizme tržišta kapitala, u trenutku kada su napuštale socijalističku privredu i pokušale postići brži privredni razvoj koristeći dostupne modele tada već razvijenih zemalja. Ove zemlje pre političkih promena, koristile su samo jedan deo mehanizma finansijskog tržišta i to samo onaj koji je obuhvatao bankarsko poslovanje u delu štednje građana, klasične kreditne odnose i platni promet pravnih lica. Međutim, tržište kapitala ima veliku važnost i brojne zadatke. Njegov osnovni zadatak jeste osiguranje prenosa kapitala između različitih učesnika na tržištu, ali u stvarnosti je to puno više od selidbe novčanih viškova.

Prikupljanje kapitala koji nedostaje za zemlje u tranziciji je pitanje opstanka, a plasman viška raspoloživog kapitala za druge, je pitanje vezano za najpovoljnije investicije. Imajući to u vidu, promet kapitalom je stratejsko pitanje za sve učesnike u tom procesu. Da bi se kapital mogao slobodno kretati moraju postojati politički, pravni i ekonomski preduslovi, a nacionalno tržište mora biti uključeno u sve oblike međunarodne trgovine. Domaće tržište kapitala takođe mora biti uključeno u međunarodna tržišta kapitala.

O razvoju finansijskog tržišta ne možemo govoriti ako u njegovoj osnovi nemamo uspešno sprovedenu privatizaciju, koja u suštini podrazumeva:¹⁶³

1. U užem smislu smanjenje učešća državnog odnosno društvenog svojinskog oblika prisvajanja uz individualizaciju imovinskih prava nad kapitalom koji je redistribucijom ušao u vlasništvo privatnih lica
2. U širem smislu, redukciju realnog ekonomskog značaja tzv. kolektivnih svojinskih oblika uz istovremeno povećanje aktivnosti i učešća privatnog sektora u makroekonomskim agregatima, sektorskoj disperziranosti u konkurentsko-sektorskim odnosim i dr.

¹⁶³ Poslovna politika-Beograd. Internet adresa: www.poslovnapolitika.co.yu

Sada je jasno da je strategija ka privatizaciji opšta i apsolutno vidljiva i da javni sektor ne može biti konkurentan privatnom sektoru. Sistem akcionarstva i stvaranje akcionarske svojine je daleko od individualne privatne svojine i u suštini ne vodi nikakvoj podeli, već se samo otklanjaju nedostaci državnih preduzeća u smislu pronalaženja akcija i udela nad tim preduzećima.

Zemlje u tranziciji, imaju određene karakteristike koje ih čine međusobno sličnima. Pre svega u njima još uvek postoje mnogi činioci koji utiču na društvenu nestabilnost, a gotovo podjednako se oseća i nedostatak domaćeg kapitala za ubrzan privredni razvoj. To znači da zemlje u tranziciji ne mogu samostalno prevazići teškoće koje imaju u svom razvoju nego im je potrebna međunarodna pomoć. U nekim zemljama dovoljna je edukacija odgovornih ljudi, a neposredna materijalna pomoć može biti od koristi jedino ako je pravilno usmerena na rešenje ključnih aspekata privrednog razvoja.

Međunarodna konferencija na Georgetown University u Vašingtonu¹⁶⁴ okupila je stručnjake iz razvijenih zemalja i zemalja u tranziciji, i bez obzira na ekonomske i kulturološke razlike zemalja učesnika, ocena o potrebi jačanja tržišta kapitala u svim zemljama bila je nedvosmislena. Glavna prepreka razvoju akcionarstva u mnogim zemljama još uvek je nedostatak tradicije, a uz to i nedostatak vlastitog kapitala. To znači, da je moguće unaprediti tržište kapitala u zemljama u tranziciji na dva načina:¹⁶⁵

1. podsticanjem primarne emisije i
2. pojačanim investiranjem u kupovinu akcija

Podsticanje primarne emisije za finansiranje razvoja može se postići posredno putem edukacije i to svih učesnika na tržištima kapitala, a posebno menadžera. Neposredan uticaj mogu dati i vlade u pojedinim zemljama, ako poreskom politikom stimuliraju reinvestiranje ili ulaganje u vlasničke vrednosne papire. Uključivanje akcionarskih društava u kotaciju na uređenim mestima trgovanja, pojačaće mogućnost društvenog nadzora, a ujedno i povećati sigurnost ulaganja.

Pojačano investiranje kupovinom akcija se može stimulisati poreskom politikom i stvaranjem povoljnih uslova za ulazak inostranih investicionih fondova. Opšta sigurnost u nekoj zemlji, zajedno sa državnim regulativom, dobar je signal za investitore. Ukoliko se postigne razvoj tržišta kapitala, stabilnim domaćim transakcijama, tada će i inostrani kapital lakše pronalaziti put do privatnih preduzeća koje ekspanziju traže kroz primarnu emisiju. Iz navedenog sledi, da razvoj tržišta kapitala u zemljama u tranziciji ne može se ubrzati bez međunarodne pomoći koja se iskazuje kao edukacija, transfer znanja i tehnologije i neposredno investiranje.

Finansijsko tržište je ključni mehanizam privatizacije preduzeća i privreda zemalja u tranziciji. Istovremeno ono predstavlja polugu za promenu načina razmišljanja, kao unutar privrede, tako i kod države, stanovništva i finansijskog sistema u celini. Njegov nivo i kvalitet zavise od ukupne ekonomske i finansijske situacije u konkretnoj nacionalnoj ekonomiji.

Osnovni cilj privatizacije u zemljama u tranziciji je uvođenje tržišnog sistema zasnovanog na konkurentskom tržištu i porastu konkurencije efikasnih preduzeća, uz povećanje ekonomske efikasnosti sistema, brži izlazak iz krize ili sprečavanje ulaska u krizu i opštu neefikasnost sistema. Nema sumnje, privatizacija ima najznačajniji i najizraženiji uticaj na funkcionisanje tržišta kapitala, u prilog tome ide i kretanje tržišne kapitalizacije i obima trgovine na svim svetskim berzama, kao i učešća akcija iz privatizacije u ukupnom prometu.

¹⁶⁴ Poslovna politika-Beograd. Internet adresa: www.poslovnapolitika.co.yu

¹⁶⁵ Isto

Zemlje u tranziciji počele su privatizaciju državnih preduzeća kao deo širih reformi usmerenih na transformaciju ovih privreda od planskih ka tržišnim ekonomijama. Međutim, one su se suočile sa veoma krupnim izazovima i imale su vrlo sužen set solucija, odnosno mogućnosti. Nakon sloma komunizma, sve novoizabrane vlade u ovom regionu bile su pod pritiskom da kreiraju nešto nalik tržišnim ekonomijama i to što pre.

Grupa autora analizirala je prihode od privatizacije u zemljama u tranziciji i razvijenim zemljama gde su se prosečni prihodi od privatizacije kretali od $\frac{1}{4}$ do $\frac{3}{4}$ od GDP¹⁶⁶. Kao rezultat privatizacije navodi se u uloga prihoda državnih preduzeća u ukupnom GDP, u zemljama u tranziciji. Od značajnog učešća od oko 16 odsto u GDP u 1995., ovaj procenat je 2007. godine pao na oko 2 odsto.

Praksa je pokazala da nema sumnje da privatizacija ima i direktan uticaj na razvoj i funkcionisanje tržišta kapitala, a posredno utiče i na lakše i uspešnije finansiranje preduzeća. U prilog ovoj tvrdnji idu podaci iz tabele 13.1.¹⁶⁷ koja opisuje tržišnu kapitalizaciju zemalja u tranziciji i vrednost ostvarene trgovine akcijama u odnosu na ukupnu trgovinu na svetskim berzama u periodu 1982–2006. godina.

Tabela 13.1. Rast tržišne kapitalizacije i obim trgovine akcija u periodu 1982–2006. godina (u mil. dolara)

	Tržišna kapitalizacija			
	1982	1991	1999	2006
Zemlje u razvoju	83.222	755.210	1.939.919	6.005.073
Ukupno svet	4.384.339	15.712.673	27.782.071	51.005.373
	Obim trgovine			
	1982	1991	1999	2006
Zemlje u razvoju	25.215	1.170.928	2.046.546	5.508.523
Ukupno svet	1.227.761	7.467.997	10.216.307	45.508.523

Od grupe zemalja u tranziciji sada ćemo izdvojiti Mađarsku, na koje se odnosi gotovo nepodeljena ocena većine autora, o relativno uspešnom sprovođenju procesa privatizacije i konstantnom podsticanju funkcionisanja tržišta kapitala. Značajnu ulogu u procesu privatizacije i daljeg razvoja finansijskog tržišta u zemljama u razvoju odigrale su upravo berze.

Budimpeštanska berza je ponovo osnovana 1990. godine i njen nastanak, a i dalji razvoj su koincidirali sa napredovanjem tranzicije, a posebno privatizacije u oblasti telekomunikacija i energetskog sektora. Osnovana je kao privatno preduzeće, čiji su vlasnici bili preduzeća čijim se akcijama trgovalo na njoj. Elektronski sistem trgovanja počeo je da funkcioniše 1994. godine, a od aprila 1995. godine na berzi je počelo da se trguje i terminskim hartijama od vrednosti, a od februara 1995. godine krenulo je trgovanje dužničkim hartijama od vrednosti, opcijama. Danas se berza u Budimpešti sastoji od tri tržišta hartija i tri sekcije hartija od vrednosti, fiksnih prihoda i derivata. Na njoj se ugledno trguje akcijama domaćih preduzeća,

¹⁶⁶ Gibbon Henry, A Seller Manual –Guidelines for Sellines State-Owned Enterprises, Privatization Yearbook, Privatization Inter-national-2000. god.

¹⁶⁷ The World Bank Emerging Markets Fact Book, 2008.

obveznicama i u manjem obimu akcijama stranih kompanija. Poslovanje na berzi meri se pomoću dva indeksa – BUX koji je zvanični indeks berze u Budimpešti i CESI (Central European Stock Index – Centralno evropski berzanski indeks) koji se primenjuje još u Pragu, Varšavi, Bratislavi i Ljubljani.

O razvoju berze u Budimpešti i mogućnostima trgovanja na njoj, posebno velikih sistema najbolje govore sledeći podaci:

Tabela 13.2. Razvoj berze u Budimpešti¹⁶⁸

Kapitalizacija budimpeštanske berze	1997	2007
	7,5 mil USD	28mil USD
Kapitalizacija kao % GDP-a	4%	34%
Prosečni dnevni broj transakcija	200	6200

Kontrola poslovanja na berzi je dvostepena, odnosno vrše je Mađarska finansijska služba nadgledanja (Hungaria Financial Supervisory Authority) i berzanska služba. Prva nadgleda sve učesnike na tržištu, odlučuje o pravilima poslovanja, nadgleda aktivnosti berze i klirinške kuće, preduzima zakonske mere i uvodi sankcije onima koji prekrše pravila. Budimpeštanska berza poseduje samoregulativne mehanizme, ima pravo da uvodi finansijske sankcije 5–5000\$ učesnicima koji prekrše pravila, kao i da im zabrani poslovanje i članstvo na berzi. Poslovanje na berzi obavlja se pomoću elektronskog sistema, troškovi trgovanja se obračunavaju po stopi od 0,015 odsto od vrednosti transakcije (sa minimumom od 25 forinti ili 10 centi i maksimumom od 75.000 forinti ili 270 \$) i uz, plaćanje klirinškoj kući 50 forinti po transakciji.¹⁶⁹

14. RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U SRBIJI I PREDSTOJEĆE PRIVATIZACIJE JAVNIH PREDUZEĆA

Suština je da investitori, ako ne mogu da zarade, neće doći na tržište kapitala, a da bi mogli da zarade, moraju da investiraju i kupe nešto što je veliko. Da bi se privukli investitore, neophodno je obezbediti emisiju akcija, koje će biti atraktivne. Firme koje su najveće kompanije u Srbiji, koje su tržišni lideri u svom poslovanju, su važni kandidati koje bi investitori uzeli u obzir pri razmatranju investiranja u Srbiji.

Donošenjem Zakona o privatizaciji u Srbiji trasirani su globalni ciljevi ekonomske tranzicije. Jedan od glavnih ciljeva bio je promena privredne strukture sa idejom da se unapredi konkurentnost srpske privrede. U tome postoje dve strateške poluge privatizacija i kreiranje ambijenta koji je pogodan za „grinfild“ investicije. Direktan uticaj privatizacije na razvoj tržišta kapitala u Srbiji, bio je kroz nekoliko ključnih koraka, ili ključnih odluka, koje su neposredno nakon donošenja Zakona o privatizaciji uzrokovale brži razvoj tržišta kapitala.

Zakonom o privatizaciji omogućeno je neposredno trgovanje akcijama, a koje su prethodno besplatno podeljene, po Zakonu o svojinskoj transformaciji (1997. god), zatim je objavljena prodaja paketa akcija iz Akcijskog fonda, pa je omogućeno da se samo preko berze, nikako vanberzanskim trgovanjem, obezbedi koncentracija vlasništva u preduzećima koja su privatizovana po Zakonu o svojinskoj transformaciji, odnosno koncentracija preostalog paketa akcija u preduzećima.

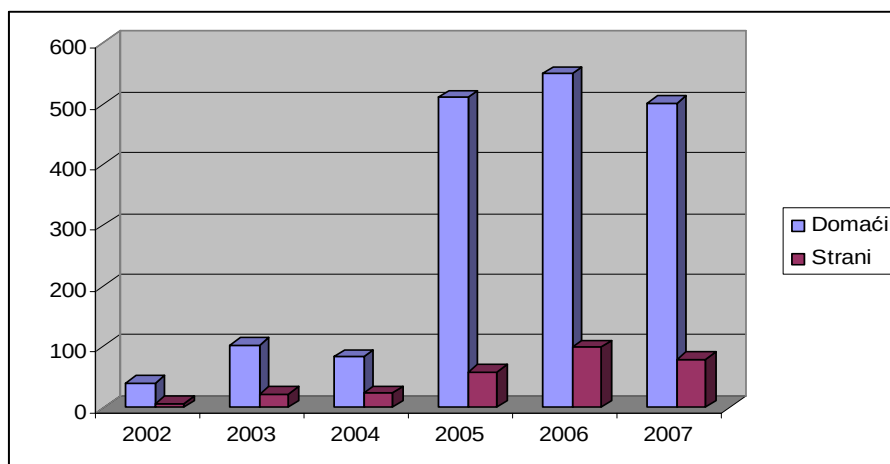
¹⁶⁸ Izvor-Budapest Stock Exchange : www.bse.hu

¹⁶⁹ isto

Već sada možemo definisati nekoliko ključnih događaja, koji su doprineli razvoju tržišta kapitala, kao što možemo identifikovati i nekoliko ključnih događaja koji su negativno uticali na razvoj tržišta kapitala u Srbiji. Pomenimo samo Akcijski fond i berzu kao ključne generatore razvoja tržišta kapitala. Radi se o prometu akcija. Može se konstatovati da je promet akcija na berzi u Beogradu, pre početka trgovanja akcijama iz portfelja Akcijskog fonda, bio veoma mali, a da su faktički, tek sa početkom trgovanja akcijama iz Akcijskog fonda, stvoreni uslovi za mnogo veći broj transakcija. Treba dodati da su tome delom, doprinele i akcije privatizovanih srpskih banaka, koje nisu u portfelju Akcijskog fonda. U početku, u 2002. godini Akcijski fond je obezbedio 70 odsto kapitalizacije ukupnih trgovanja, odnosno ukupne vrednosti, koja je bila obuhvaćena prometom na tržištu kapitala, odnosno Beogradskoj berzi.¹⁷⁰

Kasnije sa razvojem drugih odlika trgovanja udeo Akcijskog fonda u ukupnoj kapitalizaciji je bio značajno manji. Od decembra 2003. godine do početka februara 2004. godine, taj period je obeležen potpunim zastojem u prometu akcija. Zbog prenosa podataka iz Privatizacionog registra Agencije za privatizaciju, u Centralni registar hartija od vrednosti i vanberzanskog trgovanja. To je prouzrokovano kolizijom Zakona o hartijama od vrednosti i potrebe da se ova oblast uredi novim Zakonom (donošenjem novog Zakona o hartijama od vrednosti i Zakona o investicionim fondovima- nakon duge polemike ovaj zakon je usvojen) i uvođenjem, odnosno formiranjem drugih zakonskih propisa koji bi uredili izbegavanje, odnosno zaobilaznje berze. Proteklih godina privatizacije u Srbiji, karakteristika tržišta kapitala jeste prisutnost fondova, čak i više od uobičajenog u praksi ostalih zemalja. Ako pogledamo BELEX 15 ili takozvane blue chip akcije, 43 odsto ukupne kapitalizacije odnosi se na strane investicione fondove, dok 57 odsto kapitalizacije odnosi se na domaće akcionare. Trgovanje akcijama iz procesa privatizacije na Beogradskoj berzi davalo je zamajac razvoju tržišta kapitala. Osnovna uloga razvoja berzanskog poslovanja i tržišta kapitala i jeste da se na berzi pojave kompanije na zvaničnom listingu, gde bi se uspostavila likvidnost trgovanja akcijama i omogućilo finansiranje kompanija preko prikupljanja slobodnog kapitala na tržištu, što je u direktnoj korelaciji sa načelima aktivnosti AF u procesu privatizacije (priliv investicija, razvoj tržišta kapitala, i maksimiziranje prihoda od privatizacije).

Grafikon 14.1.. – Učešće domaćih i stranih kupaca u ostvarenim prodajama akcija iz AF



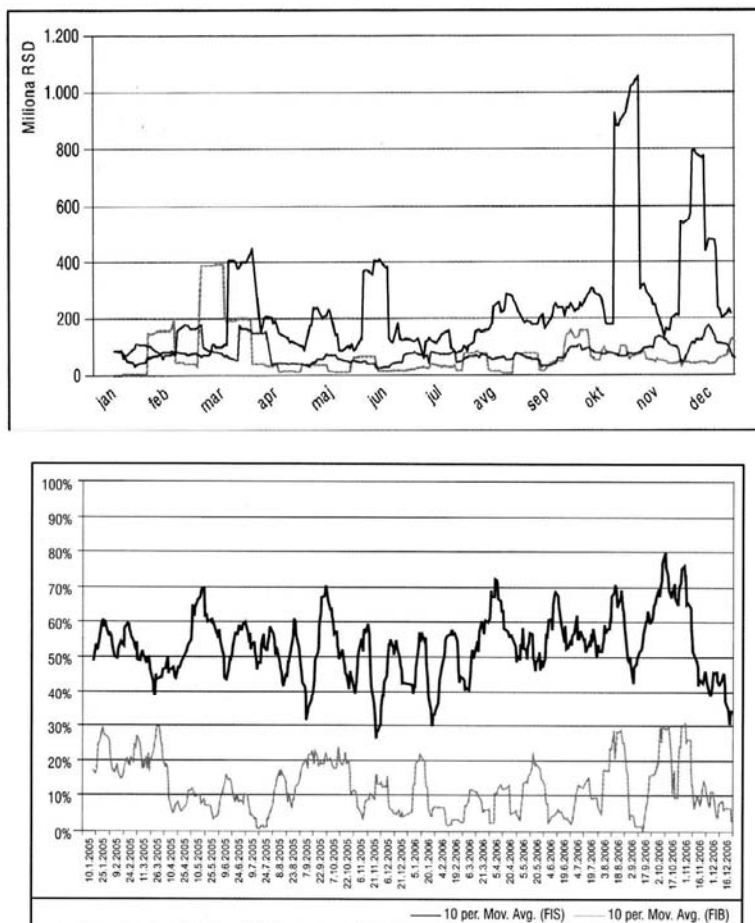
Izvor: AF RS

¹⁷⁰ Akcijski Fond RS

Uspešna realizacija postojećeg modela privatizacije sa oslanjanjem na AF, i postizanje višeg nivoa tržišta kapitala, predstavlja jedan od temelja na kojima će se zasnivati budući rast privrede Srbije. Istovremeno, paralelnim procesima privatizacije javnih preduzeća i razvojem tržišta kapitala omogućiće se održavanje unutrašnje i spoljne makro-ekonomske stabilizacije.

Da bi se tržište kapitala dalje razvijalo, mora doći do privatizacije javnih preduzeća koristeći mehanizme tržišta kapitala, i jačanja ključnih institucija od kojih zavisi funkcionisanje finansijskog tržišta. Nezamislivo da mi još uvek na Beogradskoj berzi nemamo trgovanje akcijama javnih preduzeća, koje bi direktno uticale na razvoj tržišta kapitala i uspeh privatizacije. Mišljenja smo, da smo mi jedna od retkih Berzi u Centralnoj Evropi, koja se razvija bez prisustva javnih preduzeća, ili „velikih igrača“ Plan o prodaji 1000 evra građanima u akcijama, zasniva se na proceni o vrednosti javnih preduzeća na oko 25 milijardi evra, jasno je da je to projektovana vrednost. Mišljenja smo da je Telekom najspremniji za izlazak na Berzu, jer ima veliku prednost u odnosu na ostale, a to su Grci kao manjinski partneri. Sigurno da listiranje akcijama Telekoma, NIS-a (koje je izostalo), Elektroprivrede i ostalih javnih preduzeća u mnogome može da doprinese unapređenju tržišta kapitala i finansijskog tržišta uopšte. Ali, do postupka listiranja akcija ovih preduzeća na berzi, potrebno je uložiti puno truda i novca, kroz jednu sistematsku edukaciju svih građana. Nažalost, Srbija je još uvek jedno plodonosno tlo za prevare, a sigurno da bilo kakve nepravilnosti u ovoj oblasti, ne doprinose razvoju tržišta kapitala. Učešće stranih investitora na tržištu akcija značajno varira u poslednjem periodu. Na narednim grafikonima možemo sagledati strukturu investitora Beogradske berze.

Grafikon 14.2. Struktura investitora na Beogradskoj berzi u 2007. godini i 2005-2006. godina¹⁷¹



¹⁷¹ Internet site: www.belxs.co.yu

Na osnovu prvog grafikona, mogao bi se izvući zaključak o padu učešća stranih investitora u akcije srpskih preduzeća, jer je u prvom kvartalu 2007. godine došlo do pada u kupovini akcija. Uporedno posmatranje ova dva grafikona ukazuje da relativno učešće stranih investitora jeste u padu, ali ne samo kao izraz njegovog smanjenja realnog interesa (obzirom da njihovi ulogi iskazani u apsolutnim brojevima rastu), već i kao posledica značajnog rasta ukupne vrednosti prometa akcijama manje likvidnih preduzeća, na BELEX u tom periodu. Druge dve krive grafikona 14.3. pokazuju kakva je bila uloga stranih investitora na Berzi tokom protekle dve godine. Takođe, u ovom delu naglasićemo još samo da su se pokazatelji domaćih i stranih pravnih lica kretali u korist stranih pravih lica, to je i razumljivo jer su strani individualni investitori nastupali kroz strane investicione fondove.

15. BUDUĆE SMERNICE INVESTIRANJU – JAVNA PREDUZEĆA U SRBIJI I ZEMLJAMA U OKRUŽENJU

15.1. NAFTNE KOMPANIJE

Javno trgovanje akcijama INA-e počelo je 2006. godine. U 2007. godini je Odlukom Vlade Republike Hrvatske o načinu prodaje, ceni, posebnim pogodnostima, vremenu prodaje i načinu prodaje INA – Industrija nafte d. d. zaposlenima i ranije zaposlenima, od 2007. godine, (Narodne novine 77/07), a na temelju Zakona o privatizaciji INA – Industrije nafte d. d. (Narodne novine 32/2002), i izmenjenom i dopunjenom Odlukom Vlada RH od 2007. godine Vlada RH donela je odluku o prodaji do najviše 7 odsto akcija društva INA – Industrija nafte d. d. (700.000 akcija). Temeljom Odluka Vlade RH, zaposleni i bivši zaposleni kupili su 628.695 akcija. Dana 03. marta 2007. izvršeno je preknjižavanje 66.754 dopunskih akcija sa računa Vlade RH na račun investitora koji su na to stekli pravo.

Tabela 15.1.1. – Struktura vlasništva INA Grupe na dan 31. decembra 2007. je sledeća:

	Broj akcija	Procenat udela u vlasništvu	Broj akcija	Procenat udela u vlasništvu
	2007.	2007.	2006.	2006.
Vlada RH	4.484.918	44,85	5.180.367	51,80
MOL	2.500.001	25,00	2.500.001	25,00
Fond hrvatskih branitelja	700.000	7,0	700.000	7,00
Zagrebačka banka/ Citibanka N. A.	204.307	2,04	368.725	3,69
Mali akcionari (manje od 2% pojedinačno)	2.110.774	21,11	1.250.907	12,51
	10.000.000	100	10.000.000	100

Izvor: Finansijski izveštaj

Za izračunavanje koeficijenata tržišnih vrednosti koristimo podatke iz konsolidovanih finansijskih izveštaja, bilansa stanja i uspeha odabranih preduzeća. Konsolidirani finansijski izveštaji Društva predstavljaju zbir imovine, obveza, kapitala i rezervi te rezultate poslovanja delova koje čine Društvo za završni vremenski period. Sva interna stanja i interne poslovne promene su preliminirane. U finansijskim izveštajima Društva, ulaganja u zavisna društva iskazana su po metodi troška nabavke, ispravljeno za umanjenje vrednosti.

Konsolidovani finansijski izvještaji Grupe uključuju finansijske izveštaje INA d. d. (INA Matica) i društva nad kojima INA Matica ima kontrolu, tj. zavisna društva. Kontrola je prisutna ako društvo ima moć upravljanja finansijskim i poslovnim politikama pojedinog društva radi ostvarivanja koristi za njegova poslovanja. Poslovni rezultati zavisnih društava kupljenih ili prodanih tokom godine, konsolidovani su za razdoblje od ili do promene vlasništva.

Finansijski izveštaji zavisnih društava usklađeni su po potrebi u skladu s računovodstvenim politikama Grupe. Sva stanja, poslovne promene, prihodi i rashodi unutar Grupe u potpunosti su eliminisani konsolidacijom. Manjinski udeli u neto imovini (izuzevši goodwill) konsolidovanih zavisnih društava prikazuju se odvojeno od udela Grupe u glavnici. Manjinski udeli sastoje se od vrednosti udela na dan nastanka poslovne kombinacije, te ispravci vrednosti manjinskih udela u glavnici od datuma nastanka poslovne kombinacije. Gubici koji se odnose na manjinske udele koji su veći od vrednosti manjinskih udela u glavnici zavisnog društva raspoređuju se na udeo Grupe, osim kada vlasnici manjinskih udela imaju doslednih obaveza i sposobni su za dodano ulaganju kako bi pokrili gubitke.

Pogledajmo finansijsku analizu tržišnih koeficijenata INA-e u tabeli 15.1.2. Tržišni koeficijenti su izračunati po osnovu cene akcija u HRK na dan 31.12.2006. i 31.12.2007. godine i bilansnih stavki izraženih u HRK.

Tabela 15.1.2. – INA – Industrije nafte d. d. - tržišni pokazatelji poslovanja

HRK 000.0000			
Bilans uspeha	2006	2007	prom 07/06
Poslovni prihodi	24.807	27.162	9,49%
Prihodi od prodaje	23.434	25.848	10,30 %
Poslovni rashodi	23.833	26.142	9,69%
EBIT	974	1.020	4,72%
EBITDA	1.938	2.322	19,81%
Neto finansijski rezultat	98	107	9,18%
Neto rezultat	670	990	47,76%
EPS HRK	67	99	
Bilans stanja	2006	2007	prom 07/06
Ukupna aktiva	22.188	24.916	12,29 %
Obrtna imovina	2.838	3.123	10,04%
Trajni kapital	12.786	13.643	6,70%
Ukupne obaveze	2.836	4.771	68,23%
Kratkoročne obaveze	6.566	6.502	-0,97 %

Izvor- Finansijski izveštaj, 2007.

15.1.3. Du Pont -racija za 2006-2007. godinu INA

Du Pont (korišćen finansijski leveridž)	2006	2007
ROE	5,24%	7,26%
ROA	3,02%	3,97%
Neto profitna margina = neto dobit /prihodi od prodaje	2,86%	3,83%
Obrt aktive= poslovni prihodi /aktivu	105,62%	103,74%
Finansijski leverage= aktiva/kapital	173,53%	182,63%

Izvor-Finansijski izveštaj, 2007

P/E izračunata vrednost, pokazuje koliko je puta neto dobit preduzeća sadržana u tržišnoj kapitalizaciji. Odnosno P/E je cena akcije/zarada po akciji (tržišna kapitalizacija/neto dobit preduzeća).¹⁷² Kretanje P/E za INA-u u prvoj polovini 2008. godine, možemo prikazati i grafikonom, pogledajmo grafikon 15.1.1.

Grafikon 15.1.1. INA- Kretanje P/E za period 1.01.-30.06.2008. godine



Izvor: The Zagreb Stock Exchange: Internet. www.zse.hr

Trgovanje akcijama INA-e u januaru 2008. godine bilo je nešto nižim P/E vrednostima u odnosu na 2007. godinu, ali već od februara 2008. godine PE vrednosti bile su znatno veće. P/E vrednosti od početka trgovanja akcijama INA-e pokazuju konstantno tendenciju rasta na berzi u Zagrebu.

¹⁷² Zoran Jeremić – Tržište akcija u Srbiji, Ekonomist medija group, 2008.

Tabela 15.1.4. – Du Pont -kompanije rangirane po ROE

Du Pont 2007	Neto profitna margina	Obrt aktive	ROE	ROA	EBIT 2007.	EBITDA Margin 2007.
OMV	7,90%	94,00%	19,38%	7,43%	13,30%	18,20%
					2,40%	3,40%
Hellenic Petroleum	4,10%	169,00%	14,27%	6,93%	5,60%	7,20%
					3,00%	4,50%
SNP Petroleum SA	14,20%	0,59	13,40%	8,38%	15,70%	3,10%
Petrol DD	2,50%	1,89	12,00%	4,73%	3,40%	3,90%
Petrol Ofsi	2,30%	2,32	11,69%	5,34%	15,70%	4,80%
					1,70%	3,10%
INA	3,40%	1,04	6,47%	3,54%	3,90%	9,00%
					7,08%	6,34%
EBIT 2006.		EBITDA Margin 2006				
OMV 13,30%		3,40%				
Hellenic Petroleum 5,60%		6,20%				
SNP Petroleum SA 14,70%		3,10%				
Petrol DD 2,40%		2,40%				
Petrol Ofsi 15,70%		4,80%				
INA 3,90%		3,99%				

Izvor: Finansijski izveštaji

ROE i ROA su dati kroz Du Pont analizu u cilju praćenja trendova neto profitne margine, obrta aktive u periodu 2007. godine. Rangirana po visini tržišnog učešća među kompanijama iz ove oblasti, INA spada u red manjih kompanija u oblasti prerade i proizvodnje nafte, kao i Petrol dd. Odabrane kompanije po svojoj strukturi i vrednosti kapitala dosta su slične NIS-u. Mišljenja smo da će izračunavanje tržišnih koeficijenata ovih kompanija, koje su već privatizovane i čijim akcijama se trguje na berzama, biti korisno i naći primenu i u našim uslovima. Ova preduzeća su uvećala kapital emisijom akcija kroz novčani ulog države. Tokom 2007. godine i početkom 2008. godine koeficijent ROE, koji pokazuje prinos na akcijski kapital, a izračunava se kada se neto dobit stavi u odnos sa ukupnim kapitalom kod INA-e je iznosio 6,47 odsto i jedan je od nižih u ovoj grani. Poređenja radi koeficijent ROE u OMV-u iznosio je 19,38 odsto, u Petrolu dd 12,00 odsto i sl.

Koeficijent EBITDA koji nam pokazuje odnos dobiti preduzeća pre plaćenih kamata i poreza, ali sa amortizacijom materijalne i nematerijalne imovine. Kao i ROE i ROA, zajedno sa EBIT i EBITDA Marginom pripada grupi racija profitabilnosti, a izračunava se EBITDA-poslovni prihodi –poslovni rashodi+troškovi amortizacije i rezervisanja.¹⁷³ EBITDA Margin dobija se iz odnosa EBITDA i poslovnih prihoda. EBITDA Margin pokazuje trend prihoda od prodaje i EBITDA Margine prikazan je za period 2006–2007. godine. Ukazuje na poslovni rizik meren varijabilnošću prihoda od prodaje i EBITDA Margine preduzeća. EBITDA Margina kod Petrola d.d kretao se od 3,80 odsto do 3,90 odsto, pokazuje rast skoro u kontinuitetu, što indicira stabilno dobre performanse kompanije, koja je povećala prihode od prodaje što je dobar rezultat imajući u vidu njenu veličinu u odnosu na ostale kompanije u sektoru.

Takođe INA-a beleži visok rast, za energetski sektor, EBITDA Margine od 3,99 odsto u 2006. godini do 9 odsto u 2007. godini, i ostale kompanije beleže visoke stope margine EBITDA na

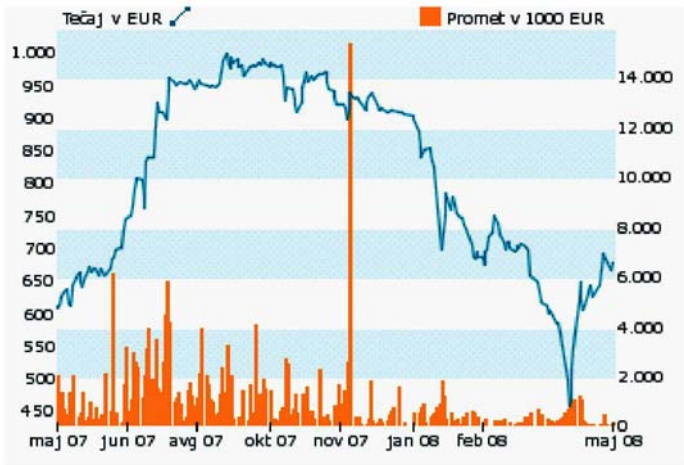
¹⁷³ Zoran Jeremić 2008. Tržište akcija u Srbiji, Ekonomist medija group, Beograd.

primer OMV pokazuje rast sa 3,40 na 18,20 odsto. U grupi racija profitabilnosti je i EBIT, koji izračunavamo oduzimanjem poslovnih rashoda od poslovnih prihoda.¹⁷⁴ EBIT kod preduzeća Petrol dd iznosio je u periodu 2006–2007. godina 2,40 odsto-3,80 odsto i ovaj racio je pokazivao rast, za rast EBIT–a u gotovo svim kompanijama naftne industrije u dobroj meri zaslugu treba pripisati i konstantnom rastu vanrednih prihoda.

P/B koeficijent, koji pokazuje odnos tržišne cene po akciji i knjigovodstvene vrednosti akcije¹⁷⁵, takođe u ovom sektoru P/B je dosta veći nego u ostalim sektorima na primer za Petrol dd iznosi 3,55, i koliko god bio visok koeficijent P/B investitori su spremni da kupuju ove akcije. Koeficijent P/E, koji stavlja u odnos tržišnu kapitalizaciju i neto dobit, takođe pokazuje visoke stope, na primer za Petrol dd P/E iznosi 28,9 odsto. Koeficijent P/S, odnos tržišne kapitalizacije i prihoda od prodaje,¹⁷⁶ takođe je pozitivan, na primer za Petrol dd iznosi 0,72 odsto. Navedene pozitivne performanse, dobar su indikator za potencijalne aktivnosti institucionalnih investitora, što bi takođe imalo određeni pozitivan uticaj na cenu akcije.

Tabela 15.1.5. – Petrol d.d. Ljubljana – tržišni koeficijent P/E grafički prikaz u 2008.g.

Trgovanje - promet	Vrednovanje	O strukturi vlasništva	Računovodski iskazi	Finansijski pokazatelji
--------------------	-------------	------------------------	---------------------	-------------------------



Trgovanje akcijama	vEUR	
Dnevni promet	158,25	
Najbolja ponuda	689,00	
Tržišna kapitalizacija	1.416,99	
Mesečni raspon cene*	450,00	
	730,00	
52-tedenski raspon cene*	450,00	
	1.010,00	
Tržišni koeficijenti	13.5.2008	Povr. trg.
P/E	28,09	-
P/B	3,55	0,00
P/S	0,72	0,00
	0,81	1,13
Kapitalni dobitak u zadnjih 52 dana (u %)	12,23	-2,40

Napomena: Podatak za kapitalni dobitak predstavlja dobitak indeksa SBI 20.

¹⁷⁴ Zoran Jeremić 2008. Tržište akcija u Srbiji, Ekonomist medija group, Beograd

¹⁷⁵ Isto

¹⁷⁶ Isto

Tabela 15.1.6. Prihodi od prodaje akcija Petrol d.d.

	31.12.2007	31.12.2006
Dobitak na akcije	24,18	17,02
Prihodi od prodaje akcija	942,30	851,42
Knjigovodska vrednost akcija	191,27	171,30
Dividenda	5,50	4,17

Finansijski izveštaj Petrol d.d.

Tabela 15.1.7. Bilansni izveštaj Petrol d.d.

	31.12.2007	31.12.2006	Spr. (u %)
Sredstva	843.436	848.121	-0,55
Dugoročna sredstva	534.430	522.885	2,21
Kratkoročna sredstva	307.499	322.362	-4,61
Kapital	396.940	355.773	11,57
Kapital većinskih vlasnika	396.826	355.662	11,57
Kapital manjinskih vlasnika	114	110	3,56
Rezervisanja	27.837	29.597	-5,95
Obveze	418.658	462.751	-9,53
Kratkoročne obveze	319.425	333.092	-4,10
Dolgoročne obveze	99.234	129.659	-23,47

u%

Tabela 15.1.8. Du Pont analiza Petrol d.d.

	2008	2007
Prihodi / sredstva	237,30	223,62
ROA	5,89	4,73
ROE	13,24	12,00
Profitna stopa iz poslovanja	2,43	1,63
Ukupna profitna stopa	2,48	1,94

Izvor: Finansijski izveštaj Petrol d.d.

Računovodstveni pokazatelji za Petrol d.d. u prošloj godini, bez obzira na svetsku finansijsku krizu pokazuju da je profitna stopa iz poslovanja porasla sa 1,63 odsto na 2,43 odsto kao i ukupna profitna stopa sa 1,94 odsto na 2,48 odsto. Racija profitabilnosti ROA i ROE pokazuju takođe tendenciju rasta.

15.2. TELEKOMUNIKACIJE

15.2.1. Komparativna analiza: Magyar-Mađarska ,Telefonica 02 –Češka Republika, i TPSA-Poljska

Odlučili smo se za komparativnu analizu, predstavnika telekomunikacija iz zemalja u tranziciji Mađarske, Poljske i Češke (sada članica EU), jer kontrolna tela u sve tri zemlje

naglašavaju liberalni pristup mreži. U ove tri zemlje u tranzicij, tokom proteklih godina u oblasti telekomunikacija, proces privatizacije pratio je uspešno razvoj tržišta kapitala i odvijao se koristeći mehanizme tržišta kapitala u većoj ili manjoj meri. Takođe važno je zanti kako su se ova preduzeća razvijala i funkcionisala na tržištu kapitala u ovoj i proteklih godina, kako bi sve prednosti dobre poslovne politiki i okruženja primenili u našim uslovima.

Glavni makroekonomski pokretači (činioci) za telekomunikacije u ovim zemljama su rast realne potrošnje i GDP-a. Telekom Poljske će imati najbolje izgode za povećanje potrošnje, iza njega su češki pa mađarski. Očekujemo da mađarsko makroekonomsko polje pokazuje znakove oporavljanja, međutim, 2008. , bila je teška godina sa 0 odsto rasta potrošnje u realnim uslovima. Kroz nekoliko prošlih kvartala mađarski telekom pokazao da je spori rast kućnog budžeta uticao na njegove rezultate uglavnom vidljive u kretanju prihoda od širokog obima frekvencija i mobilne mreže. Pogledajmo tabelu 15.2.1.

Tabela 15.2.1. Realni rast GDP-a i planirani rast u 2009. godini ¹⁷⁷

	2006	2007	2008	2009E
Realni rast GDP				
Češka	64%	6.5%	4.8%	4.7%
Mađarska	39%	1.3%	2.3%	3.0%
Poljska	62%	6.5%	5.3%	5.2%
CPI				
Češka	25%	2.8%	6.6%	3.6%
Mađarska	39%	7.9%	5.8%	3.2%
Poljska	10%	2.5%	3.9%	3.0%
Realni rast potrošnje				
Češka	44%	5.7%	5.0%	5.0%
Mađarska	19%	-2.1%	0.0%	1.5%
Poljska	52%	5.2%	7.0%	5.2%

Iz navedene tabele vidimo da je mađarski telekom nemilosrdno pogođen tromim makroekonomskim okruženjem gde naše prognoze ukazuju na prilično spor obrt. Telefonica O2 Češke će poslovati u lošijem ekonomskom okruženju, ali GDP i stopa rasta potrošnje će ostati iznad mađarskog nivoa.

Smanjenje stopa fiksne i mobilne telefonije

Stope mobilne telefonije opadaju u sve tri zemlje: U Mađarskoj stope su smanjene u proseku za 17 odsto od 1. januara 2008., u Poljskoj pad iznositi od 1. maja 7,5 odsto, a u Češkoj Republici, pad je izražen u drugom kvartalu i iznosi 15 odsto. Očekujemo da kumulativni pad mobilnih završnih stopa u Poljskoj iznosi 63 odsto, Mađarskoj 50 odsto, a u Češkoj Republici 45 odsto do kraja 2010. godine.

Za očekivati je da smanjenje stopa utiče na opadanje efektivnih tarifa, pošto je kretanje na svim glavnim tržištima bilo do sada visoko.

Kretanje od smanjenja stopa ka smanjenju efektivnih tarifa (mesečno prosečnim prihodom razgovora po minutu) iznosiće 80 odsto ili više, što znači da će se efektivne cene sniziti. Taj stav je podržan sa dva argumenta: (1) očekuje se rast konkurencije jer su tržišta prezasićena, (2) dosadašnje kretanje već iznosi 90 odsto ili više. Nema tržišta koje u ovom pogledu odudara. Pad stopa mobilne telefonije je izražen u Poljskoj. Mađarskoj i Češkoj prihod od razgovora po minutu i stope su značajno korigovani u nekoliko prošlih kvartala, te odavde ne

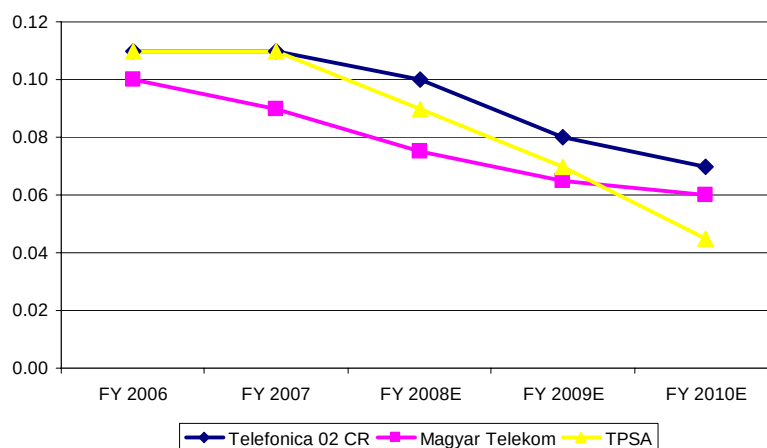
¹⁷⁷ Izvor: Studija UBS LIMITED;Ffilijale UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

očekujemo drugi pritisak na marže, pošto se ne očekuje da na tržište uđe ijedan drugi mobilni operater.

Mobilne završne stope predstavljaju troškove marži razgovora od strane potrošača druge mreže. Završne stope su regulisane u sve tri zemlje, a prelazni put je očigledno unapred određen za naredne od 1 do 3 godine. Iskustvo pokazuje da je podešavanje mobilnih završnih stopa bilo vrlo efikasno regulativno sredstvo na sva tri glavna tržišta u učvršćivanju maloprodajnih cena.

Očekujemo da kretanje završnih stopa bude slično u ovim zemljama, kao i prognoza pada 10-20 odsto do 2010.godine (zasnovano na pouzdanim izvorima iz pomenute tri zemlje). Očekujemo da brzina opadanja bude najveća u Poljskoj u periodu od 2009-2010, što je u skladu sa predviđanjima zasnovanim na strategiji UKE u Poljskoj. Pored Poljske, i u Češkoj i Mađarskoj završne stope će se slično sniziti, ali na manje agresivan način. Trenutna linija mobilnih završnih stopa je u nivou sa prosekom EU od 0,08 evra, a magnituda predviđenih padova je takođe u nivou sa praksom regulatora u EU. Posle 2010.očekujemo da završne stope nastave da padaju sa visokim pojedinačnim ciframa. Pogledajmo grafikon 14.2.2.

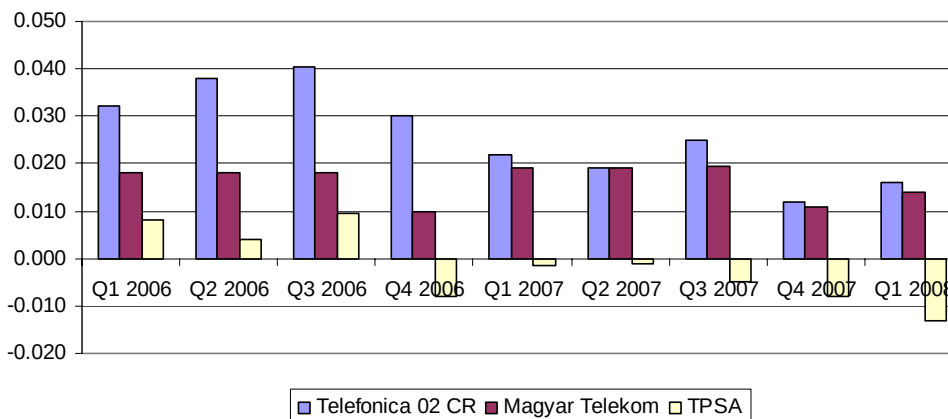
Grafikon 15.2.1. Trenutna linija mobilnih stopa sa magnitudom predviđenih padova



Izvor: UBS LIMITED;Ffilijale UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Iskustvo pokazuje da je uticaj završnih mobilnih stopa na cene bio više nego 100 odsto jer su se efektivne cene snizile više nego što je na sniženje mogao da utiče pad završne mobilne stope. Dole prikazujemo vezu između prosečnog prihoda po minutu i završnih mobilnih stopa (grafikon 14.2.2.).

Grafikon 15.2.2. Stanje proseka prihoda prema minutu (ARPU) zaključne mobilne stope

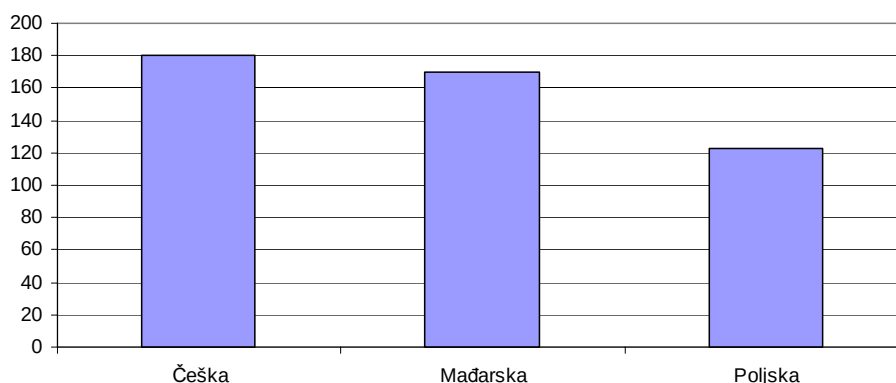


Izvor: UBS LIMITED;Ffilijale UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Poljski Telekom (TPSA) je ARPU (na regionalnom poređenju) oko trećine jeftiniji nego ARPU u Češkoj Republici, ili 20 odsto jeftiniji nego u Mađarskoj tako da je donja strna ovde limitirana. Glavne pogodnosti TPSA su elastične cene. Smanjenje efikasnosti tarife nije uvek loš znak, ako je cena elastičnosti povoljana za operatora povećanje će biti u upotrebi veće nego opadanja u efikasnosti cene.

Celokupno stanje kontakta u regionu Istočne Evrope, je još uvek vrlo nisko od 120 do 180 minuta , nasuprot Zapadnoj Evropi gde je prosečnost 300 do 400 minuta. Činjenica je, da je u Poljskoj kontaktno stanje 37 odsto niža nego u Mađarskoj i 47 odsto niža nego u Češkoj Republici (Grafikon 15.2.3.).

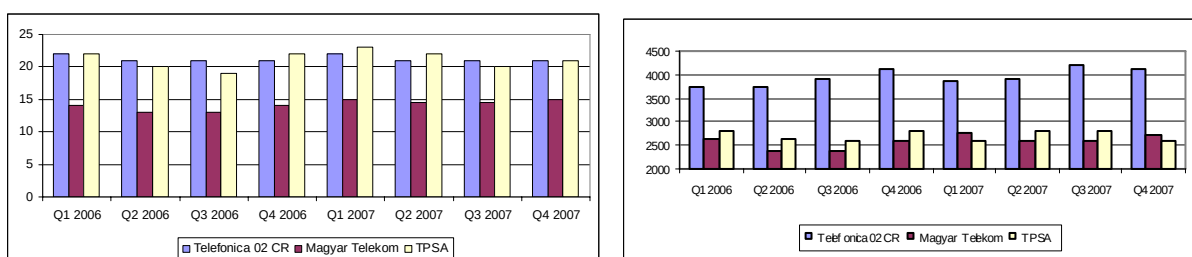
Grafikon 15.2.3. Procena ukupnog kontaktnog stanja prema populaciji/ fiksi i mobilni



Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

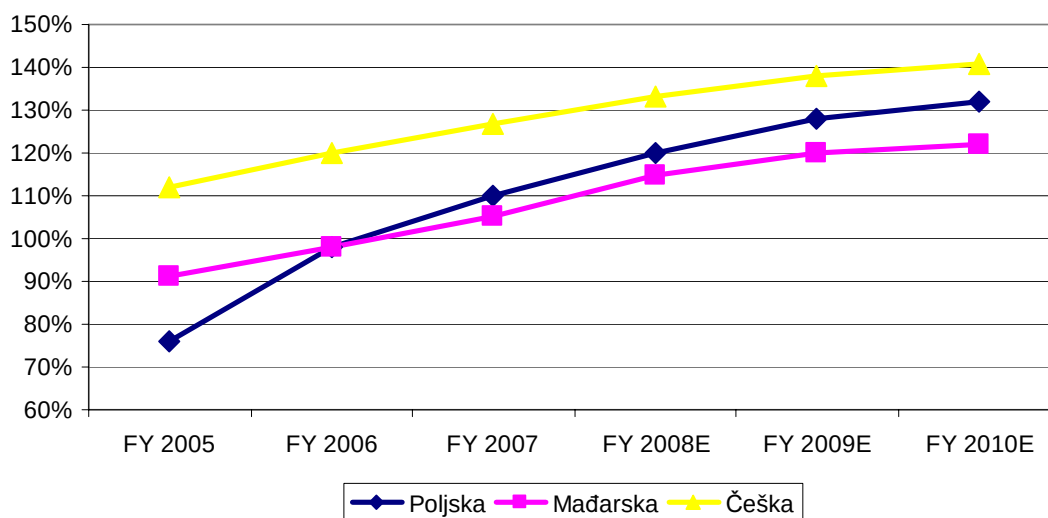
Podaci o potrošnji telefonskih usluga su najviši u Češkoj Republici kao i procenti od ARPU. Za očekivati je za Mađarsku i Poljsku da telefonske usluge dostignu nivo Češke. Mi očekujemo da brzina rasta bude veća za Mađarsku (grafikoni 15.2.4. i 15.2.5.)

Grafikon 15.2.4.Podaci kao i procenti ARPU Grafikon ..5 Proseč.mesečni pod.potrošnje



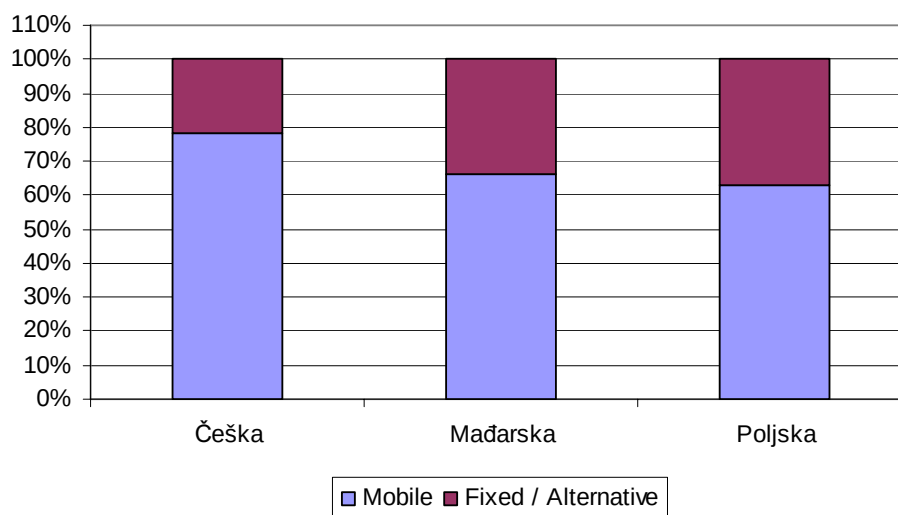
Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Mobilni prodor rasta biće mnogo brži za Poljsku, a nešto sporiji za Mađarsku i naročito Češku Republiku.

Grafik 15.2.6 Mobilni rast u periodu 2005-2010. godina¹⁷⁸**Fiksno-mobilna supstitucija**

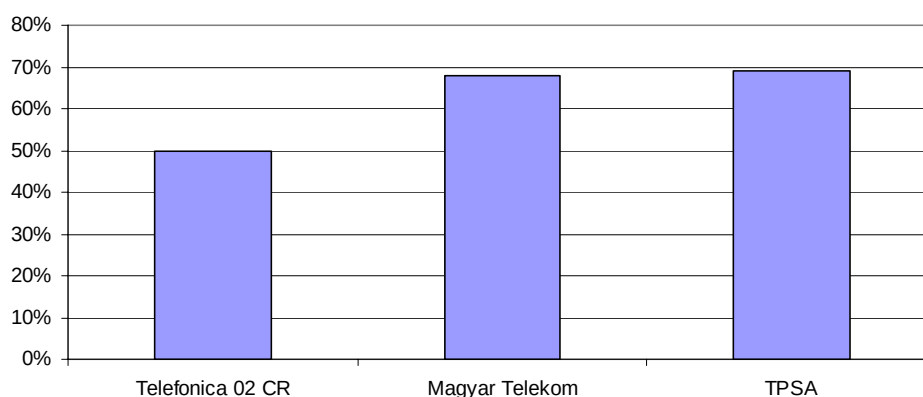
Fiksna-mobilna substitucija ima strogo fiksno stanje zato što:

- Kupci odustaju od fiksne linije, okreću se mobilnim linijama, rezultira smanjenjem osnovnih kupaca.
- Krajnja mobilna stopa dovodi do prinude rikovođenja smanjenjem cene u fiksnom govornom servis.

Grafikon 15.2. 7. Procenat stvaranja i nastajanja telefonije u 2007

Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

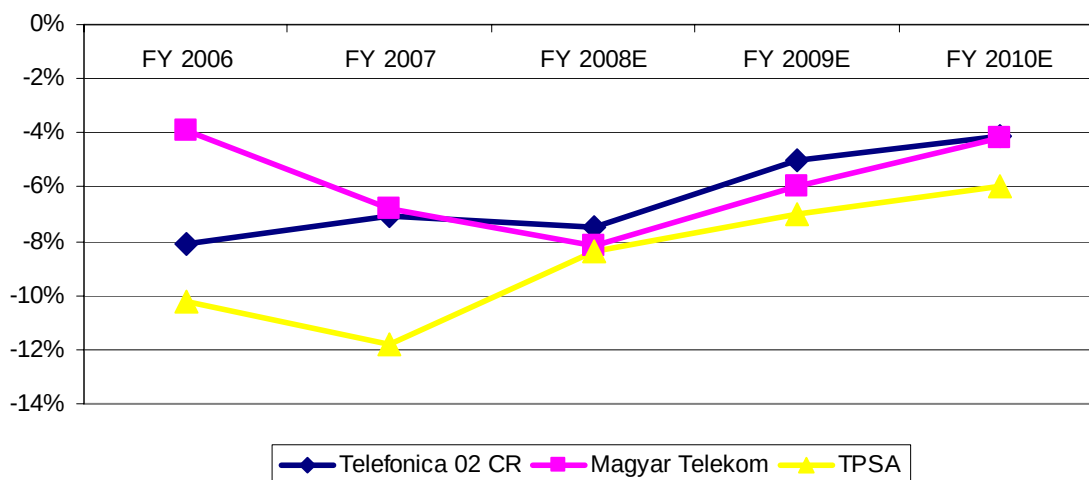
¹⁷⁸ Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Grafikon 15.2.8. Predviđanja za 2010. godinu – mobilno, fiksna telefonija

Izvor: UBS LIMITED; Ffilijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Ffilijale referišu kao UBS.

Fiksne linije

Snižavanje cene (spuštanjem istaknute cene ili poklanjanje slobodnih minuta) je generalno nedovoljno ublaženo za gubitak linija. Rastuća prodaja kupcima ima dejstvo samo u paketnim ponudama, i navodi se kao alternativa zadržavanja pretplatnika.

Grafikon 15.2.9. Fiksno linije u opadanju

Izvor: UBS LIMITED; Ffilijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Ffilijale referišu kao UBS.

Indirektna rešenja – Smanjenje troškova u međunarodnim vezama bez ekspanzije u mreži

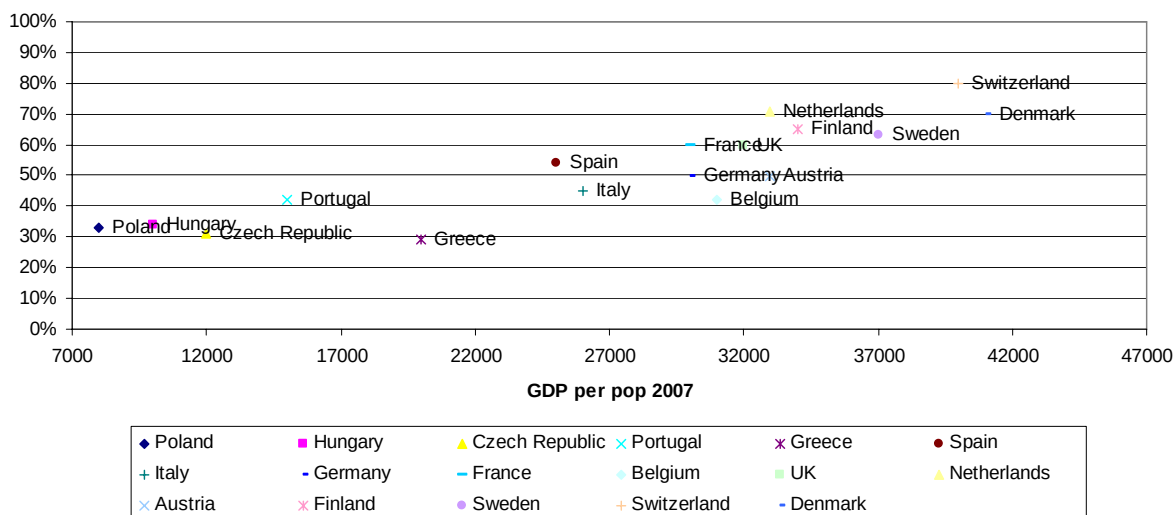
Međunarodni troškovi biće definisani kao rezultat smanjenja stope rasta. To je često argument koji menja međunarodne prihode i troškove u fiksnom mobilnom segmentu gde bi trebalo EBITDA neutralizovati i poboljšati prednost EBITDA marže. Sekundarni efekat jeste obaveza da ta zaključna stopa smanji opadanje međunarodnih troškova i zaduži segment fiksne linije. Istorija tu sugerise konkurenciju i realno je očekivati proširenje mobilnog tržišta. Dok, prilike za koeficijent proširenja na fiksnoj strani nisu moguće zato što je (1) povećana konkurencija kablovskog operatera (Mađarska i Češka Republika) ili od alternativnih operatera (Poljska) i (2) nastavak fiksno-mobilne substitucije.

Pristupačnost kretanja potražnje

Prisutno je brzo prenošenje aktuelnog širenja bazične indenticnosti u sve tri zemlje. Poljska

ima najbolju priliku zauzimanja prilično velikog porasta širenja. To je zato što Poljska ima najpovoljniju makro perspektivu, u pogledu domaćinstva, nivoa dohodka i povezanosti sniženja cena u regionalnom poređenju. U grafikonu 15.2.10. mi koristimo GDP kvotu relativne razlike u stepenu dohodka.

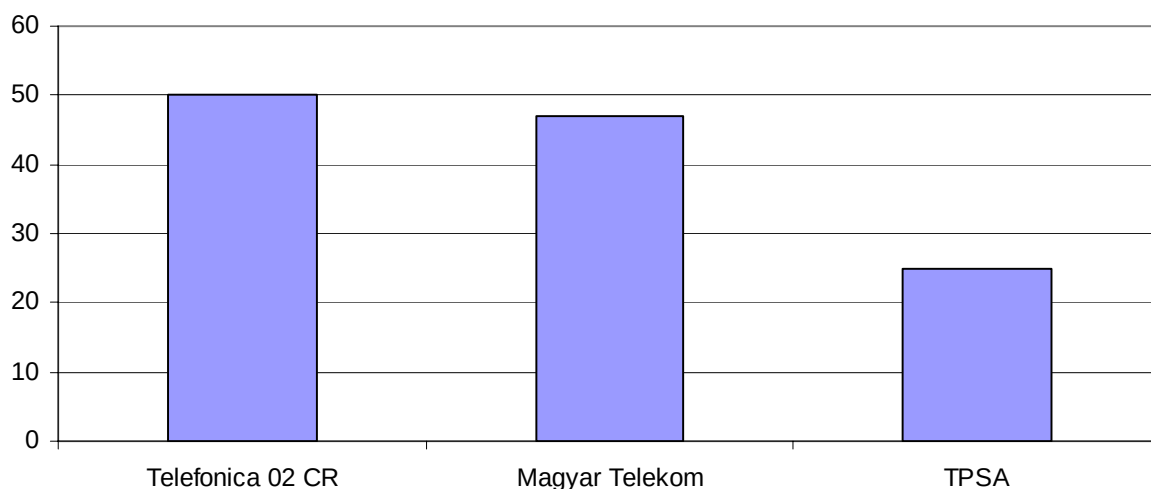
Grafikon 15.2.10. Širenje / GDP u 2007. godini



Izvor: UBS LIMITED; Ffilijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Ffilijale referišu kao UBS.

Mišljenja smo da su relativno jeftinije cene u Poljskoj povezane sa neprekidnim pokušajem da regulator zadrži manju cenu. Pored toga sadašnji popust takođe sugerise negativna predviđanja kojih je mnogo više limitirano u Poljskoj nego u druge dve zemlje. Sadašnje reklamiranje u Poljskoj koje je regulisano prilično brzim stepenom od jedinstvene cene treba takođe da pomogne da se zadrži ARPA stabilnost.

Grafikon 15.2.11. Poređenje nivoa mesečnih taksa



Izvor: UBS LIMITED; Ffilijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Ffilijale referišu kao UBS.

U tabeli 15.2.2. mi poredimo mreže dodavanjem brojki za fiksnog servisa naspram znatnije kablovske i alternativne konkurencije. Pre sagledavanja detalja možemo reći da što više ima mrežnih dodataka korisnika to znači da je konkurencija veća.

Tabela 15.2.2. Mrežni dodatak značajan za kablovske i alternativne operatore

Širenje mrežnih dodataka	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008
Telefonica O2 CR	58	43	38	41	32	25	20	26	19
UPC Češka	8	7	9	87	19	12	14	18	19
Magyar Telekom	27	28	41	52	35	16	18	24	33
UPC Mađarska	21	12	17	24	23	12	15	23	18
TPSA	153	96	139	158	61	99	80	76	73
UPC Poljska	17	9	20	37	29	12	16	34	29
Multimedia Poljska	11	8	10	18	21	9	15	22	18
Alternativne operacije preko BSA/LLU	0	0	0	0	42	11	38	36	43
Sopstvena mreža	8	3	5	6	6	27	7	18	10
Ukupno bez TPSA	36	20	35	61	98	59	76	110	100
Kablovski mrežni dodaci	-92	-151	-129	-135	-114	-81	-72	-66	-73
Telefonica O2ČR	0	2	8	16	10	24	10	14	8
UPC Češka	-27	-20	-27	-31	-29	-31	-39	-47	-45
UPC Mađarska	10	6	6	9	15	7	6	21	22
TPSA	-122	-97	-113	-147	-362	-290	-278	-248	-292
UPC Poljska	11	15	13	23	20	6	7	16	16
Multimedia Poljska	5	3	3	5	3	1	2	9	13
Alternativne operacije preko WLR/LLU	0	0	0	0	181	165	134	132	72
Sopstvena mreža	-6	-2	-4	-2	1	-2	-2	-4	-4
Ukupno bez TPSA	10	16	12	25	184	189	141	154	97

Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Iz tabele vidimo da je konkurencijska pretnja kablovskog operatera značajna u Mađarskoj i Češkoj Republici. U Poljskoj, za tržište kablovskog operatera definisana je stopa granice mreže. UPC je najveći kablovski operater prezentovan u tri zemlje sa geografskim osiguranjem od 31 odsto u Češkoj Republici, 33 odstou Mađarskoj i 9 odsto u Poljskoj. Kada upoređujemo fiksnu govornu mrežu nalazimo da je fiksnom govornom pretplatniku zamena za kablovskog operatera u ove tri zemlje za oko 34 odsto.

Istraživanje investicija Telefonika O2 ČR

Sadašnje izvođenje u više komplikovanih sredina

- Pogoršanje ekonomske sredine izražavanjem cene u riziku
- Mi smo mnogo oprezniji oko Telefonika O2 ČR zato što ekonomska sredina u Češkoj Republici je manje podržana upoređivanjem prošle godine i rizične donje strane visokog vrednovanja.
- Fiksni glasovni prihod je dinamični i krajnji rizik.
- Fiksni operater će doći ispod pritiska zahtevanog od double-digit linijskog gubitka. Od početka 2007. godine od kada je u Češkoj prisutan, slovački mobilni serviser može prednjačiti u pozitivnom iznenađenju na top line. Ipak pod prisutnim uslovima za očekivati je da Slovačka održi manju EBITDA liniju nego češki operateri.
- Procena: neutralni rejting cene je nepromenljiv.
- Tekuća tržišna cena podrazumeva 6.0 * EV/EBITDA višestruko za 2008 E i 5.9 * za 2009 E. Naša procena dobitka dividende je 9,7 odsto i 8,7 odsto za 2008 i 2009 za svakog posebno.

Očekuje se da slovački operater EBITDA bude neutralan 2010 i mi očekujemo da će to biti EBITDA linija, zato što niži prosek EBITDA linije ostvaruje od slovačkih operatera

Telefonica O2 ČR. Kompanija se stara o veoma malom detalju slovačkog biznisa a to je vrednost izlaganja što mi znamo o tržištu. Sadašnji 65 odsto od trgovine ide direktno na kompanijsku sopstvenu mrežu. Za ostatak kompanija koristi T-Mobil's mrežu i plaća za tumaranje (trženje). Pretplatnička statistika i reference ARPU oblika je lista u tabeli 15.2.3.

Tabela 15.2.3. Osnovne osobine indikatora za Slovačku u 2008. god.

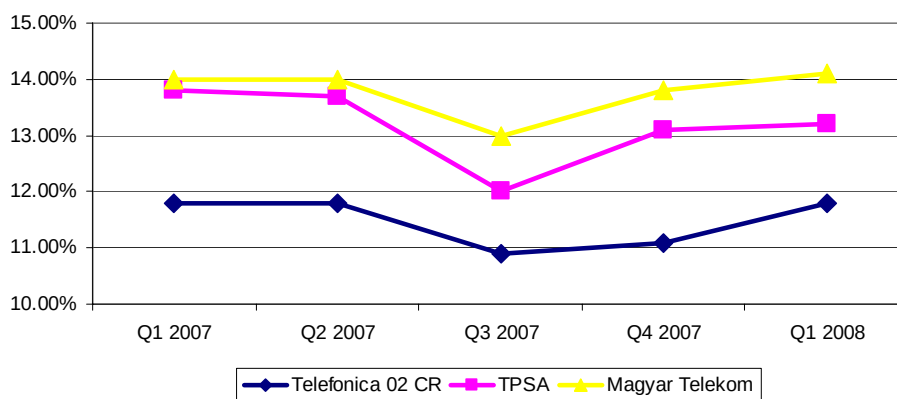
Broj aktivnih pretplatnika u Slovačkoj ('000)	287
- Prepaid ('000)	213
- Postpaid ('000)	74
Pretplatničko tržište u Slovačkoj	4.8%
Slovački pretplatnici/ Telefonica O2 CR pretplatnici	5.6%
APRU – Slovačka (€)	17.9%
APRU – Češka (€)	19.3%
% razlika	-7.6%

Izvor: Projektovanje rasta i ARPU, Finansijski izveštaj Telefonica O2 ČR - Filijale UBS

Osnova prvih pet mesta poslovanja u kompaniji je veza koja održava 14 odsto do 17 odsto pretplatničkog tržišnog dela. Kompanija ima prodor nižeg ARPU segmenta na tržištu i mi očekujemo da će to biti dug proces dobiti tržišni udeo u visokom ARPU segmentu.

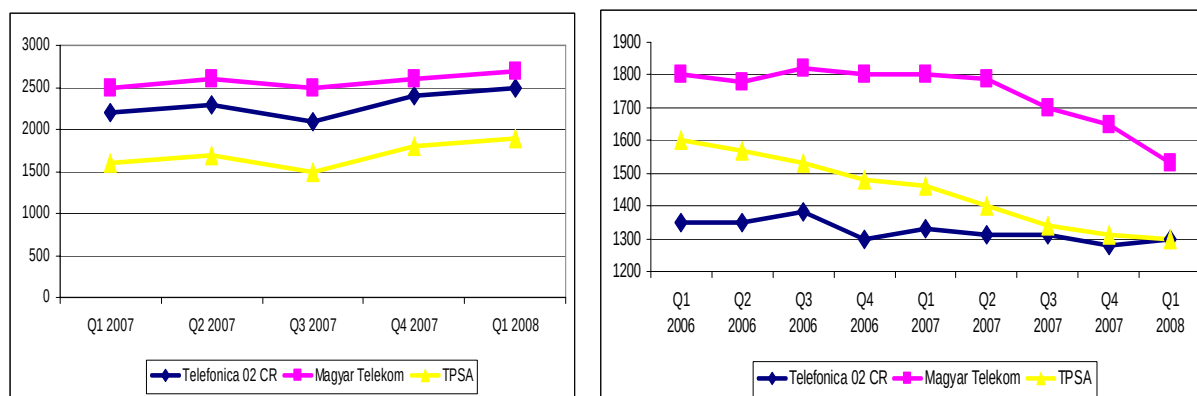
U proseku, troškovi za zaposlene smanjuju bruto prihod (EBITDA) Magyar Telekomu za 1/3 u poredjenju sa Telefonica O2 ČR i TPSA.

Grafikon 15.2.12. Troškovi za zaposlene u funkciji smanjenja bruto prihoda



Izvor: Finansijski izveštaj Magyar Telekomu –Filijale UBS

U grafikonu ispod (Grafikon 15.2.13.) podelili smo troškove za zaposlene na dva faktora – broj zaposlenih i prosečan lični dohodak po zaposlenom – i otkrili da se usporavanje poslovanja Magyar Telekomu može objasniti kako povišenim troškovima za zaposlene tako i relativno velikim brojem zaposlenih.

Grafikon 15.2.13. Broj zaposlenih i prosečan lični dohodak/zaposlenom

Izvor: Finansijski izveštaj Magyar Telekom

Magyar Telekom je najavio program za racionalizaciju broja zaposlenih što bi trebalo da dovede do smanjenja od 15 odsto na nivou grupe. To bi moglo pomoći da se procenat troškova za zaposlene približi procentu prodaje. Međutim, neka dodatna smanjenja troškova za zaposlene teško da su moguća, s obzirom da na visinu bruto ličnog dohodka u velikoj meri utiču veliki porezi i doprinosi na koje kompanija ne može da utiče.

Profil kompanije Magyar- Telekom Mađarska

Magyar Telekom je glavni mađarski provajder fiksne i mobilne telefonije.. Njime upravlja Deutsche Telekom koji poseduje skoro 60 odsto. Obzirom da je 100 odsto vlasnik kompanije T-Mobile Mađarska, Magyar Telekom je najveći mobilni operater u zemlji. Takođe je većinski vlasnik Maktela i TCG-a integrisanih operatora u Makedoniji i Crnoj Gori. Pogledajmo sledeće tabele i grafikone do kojih smo došli dosadašnjim istraživanjem.

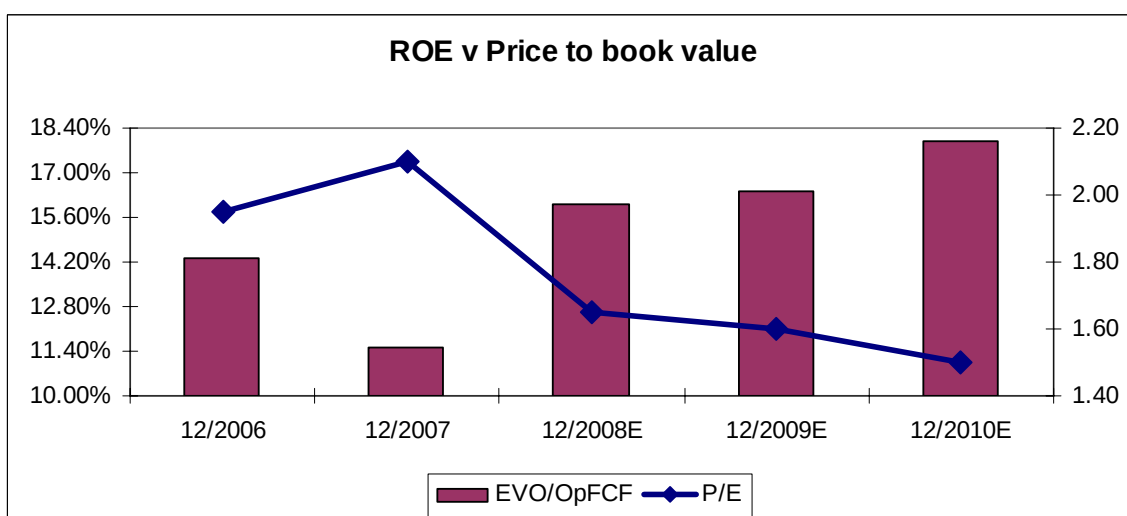
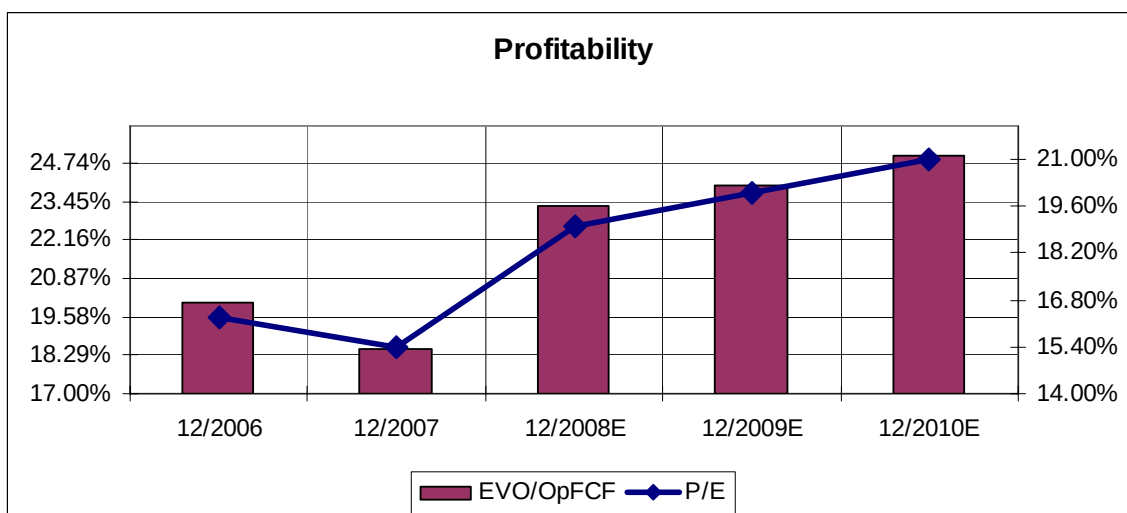
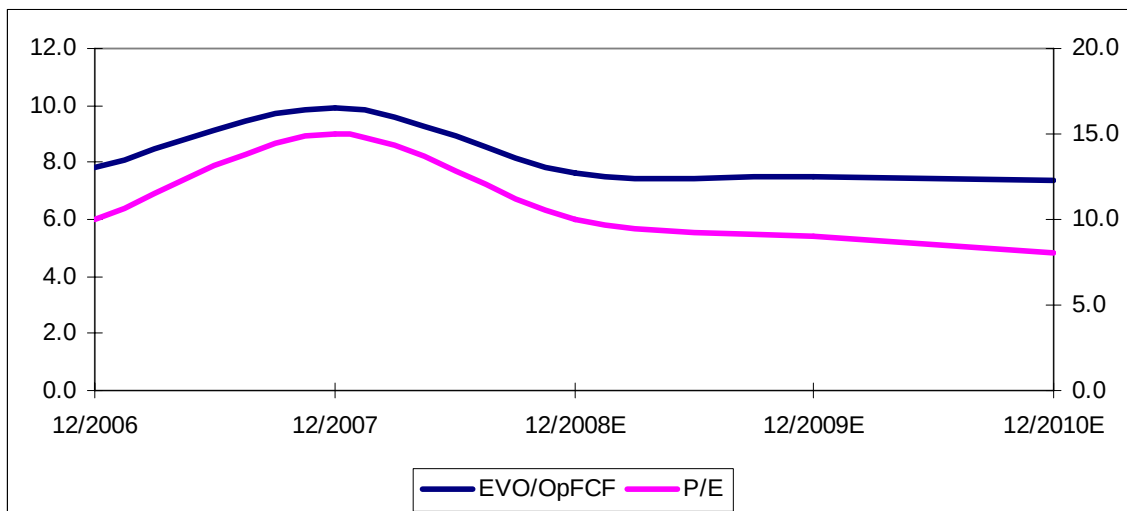
Tabela 15.2. 4. Profil kompanije Magyar Telekom

Izveštaj o prihodima UBS	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Prihodi	-	615,054	571,195	575,551	557,854	-1.3	672,554	0.8	578,543	0.8
Operativni troškovi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	-	255,440	258,640	243,907	270,375	10.9	272,920	0.9	274,911	0.7
Amortizacija	-	(114,686)	(122,249)	(115,595)	(112,199)	-2.9	(111,023)	-1.0	(101,781)	-8.3
Operativni prihod (EBIT _o)	-	141,754	136,391	128,312	158,176	23.3	161,897	2.4	173,129	6.9
Ostali prihodi	-	330	703	934	1,027	10.0	1,110	8.0	1,187	7.0
Kamata	-	(31,501)	(25,410)	(29,969)	(28,812)	-10.5	(21,178)	-21.0	(15,549)	-
Profit pre poreza	-	110,583	111,684	99,277	132,391	33.4	141,829	7.1	158,768	11.9
Porez	-	(21,858)	(24,220)	(28,221)	(33,098)	26.2	(34,039)	2.8	(34,929)	2.6
Profit posle poreza	-	88,725	87,464	73,056	99,293	38.9	107,790	6.6	123,839	14.9
Marginalne dividende	-	(10,310)	(12,011)	(12,901)	(14,894)	15.4	(16,707)	12.2	(19,814)	18.6
Neto prihod (lokalni GAAP)	-	78,415	75,453	60,155	84,399	40.3	91,083	7.9	104,025	14.2
Neto prihod	-	78,415	75,453	60,155	84,399	40.3	91,083	7.9	104,025	14.2
Poreska stopa (%)	0	20	22	26	25	-5.3	24	-4.0	22	-8.3
Dividenda po akciji	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Neto dividenda po akciji	-	81.1	0.1	155.9	74.0	-52.5	85.0	14.9	95.0	11.8
Gotovina isplaćena po akciji	-	185.2	189.6	168.5	188.5	11.9	193.8	2.8	197.4	1.8
Bilansni izveštaj	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Neto stalna imovina	-	580,736	550,900	534,731	522,710	-2.2	509,252	-2.6	505,181	-0.8
Neto obrtna imovina	-	319,797	331,740	337,227	337,227	0.0	337,227	0.0	337,227	0.0
Neto kapital	-	3,853	63,105	34,129	42,083	23.3	52,377	24.5	52,689	0.6
Ostale obaveze	-	(20,407)	(150,134)	(86,550)	(86,550)	0.0	(86,560)	0.0	(86,550)	0.0
Operativni investiran kapital	-	883,979	795,611	819,537	815,470	-0.5	812,305	-0.4	805,547	-0.5
Investicije	-	11,221	30,812	30,280	30,250	0.0	30,280	0.0	30,280	0.0
Ukupno angažovani kapital	-	895,200	826,423	849,817	845,750	-0.5	842,586	-0.4	838,827	-0.4
Akcionarski kapital	-	527,567	528,039	514,998	543,746	5.6	588,574	4.6	598,525	4.9
Kamate	-	70,127	67,128	66,695	68,695	0.0	66,895	0.0	68,695	0.0
Ukupni kapital	-	597,694	593,167	581,593	610,441	4.9	635,269	4.1	663,220	4.4
Neto dugovanja / (cash)	-	297,508	233,258	268,124	235,309	-12.2	207,317	-11.9	175,607	-
Ukupno angažovani kapital	-	895,200	826,423	849,817	845,750	-0.5	842,586	-0.4	838,827	-0.4
Protok gotovog novca (Cash flow)	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08E	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Operativni prihod (EBIT _o)	-	141,754	136,391	128,312	158,176	23.3	161,897	2.4	173,129	6.9
Amortizacija	-	114,686	122,249	115,595	112,199	-2.9	110,023	-1.0	101,781	-8.3
Neto promene na kapitalu	-	(85)	(15,422)	32,489	(7,954)	-	(10,293)	29.4	312	-
Ostale promene	-	9,489	15,351	22,508	33,098	47.0	34,039	2.8	34,929	2.6
Operativni cash flow	-	265,844	258,559	298,904	295,519	-1.1	295,665	0.4	309,527	4.3
Neto plaćene kamate	-	(31,501)	(25,410)	(29,969)	(26,812)	-10.5	(21,178)	-21.0	15,549	-
Isplaćena dividenda	-	(84,551)	(77)	(162,558)	(77,165)	-52.5	(88,835)	14.9	99,083	11.8
Plaćen porez	0	(11,479)	(19,388)	(12,343)	(26,476)	114.5	(26,366)	7.1	31,754	11.9
Trošak kapitala	-	(103,587)	(93,982)	(103,882)	(100,178)	-3.5	(97,585)	-2.6	97,710	0.1
Neto (akvizicije) / odložene	-	6,082	11,437	(30,338)	0	-	0	-	0	-
Ostalo	-	(52,451)	(50,597)	(28,817)	(20,486)	-23.6	(21,271)	3.8	21,802	2.5
Cash flow / neto dug	-	(11,643)	80,552	(67,031)	44,399	-	39,650	-10.7	43,650	10.1
Promena stavki koje nisu u gotovini	-	(2,710)	(16,302)	32,163	(11,584)	-	(11,658)	0.6	11,939	2.4
Bilansni izveštaj / neto dug	-	(14,353)	64,250	(34,868)	32,815	-	27,992	-14.7	31,710	13.3
EBITDA	-	256,440	258,840	243,907	270,375	10.9	272,920	0.9	274,911	0.7
Održavanje kapitalnih rashoda	-	(103,587)	(93,982)	(103,662)	(100,178)	-3.5	(97,585)	-2.6	97,710	0.1
Operating cash flow (pre oporezivanja)	-	152,853	164,658	140,045	170,197	21.5	175,355	3.0	177,201	1.1

Izvor : Finansijski izveštaj Magyar Telekom

Koristeći podatke u tabelama 15.2.4. i 15.2.5. možemo slikovito prikazati profil kompanije Magyar Telekom. Koristeći tržišne koeficijente i racija profitabilnosti.

Grafikoni :15.2.15; 16; 17; 18; Prikaz cene akcije/zaradi po akciji, profitabilnosti, ROE i rasta zarade po akciji (EPS) za Magyar Telekom¹⁷⁹



¹⁷⁹ UBS LIMITED; Filijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Filijale referišu kao UBS.

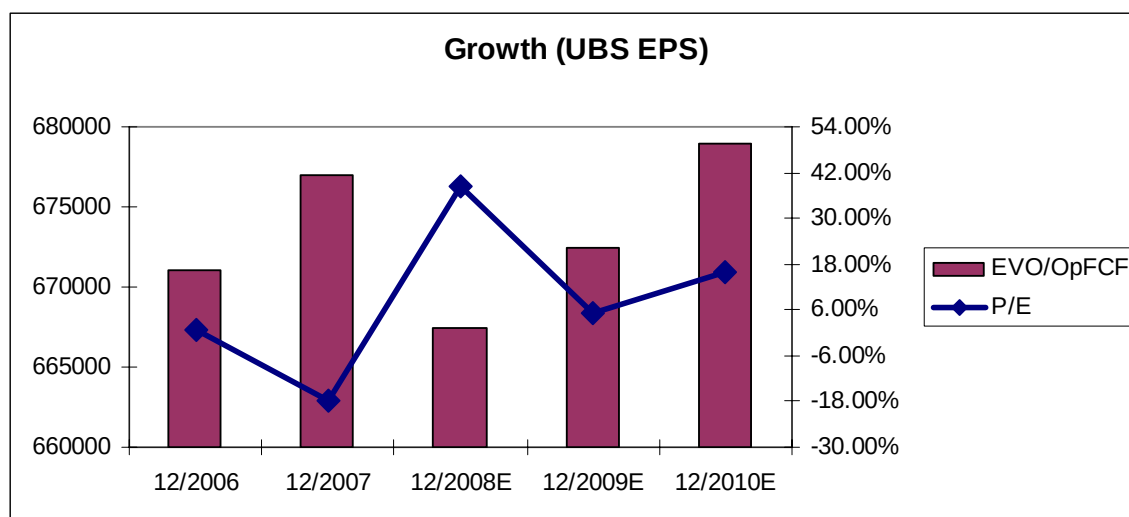


Tabela 15.2.5. Koeficijenti i racija profitabilnosti Magyar Telekom-a

Valuation (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
P/E (local GAAP)	-	12.8	16.7	10.8	10.0	8.8
P/E (UBS)	-	12.8	16.7	10.8	10.0	8.8
Neto dividenda (%)	-	0.0	16.2	8.5	9.7	10.9
P/BV	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/profit	-	1.9	2.0	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	-	4.9	5.5	4.6	4.5	4.3
EV/EBIT	-	9.3	10.5	7.8	7.5	6.9
EV/PpFCF	-	7.7	9.6	7.2	6.9	6.7
EV/operativni investirani kapital	-	1.5	1.7	1.5	1.5	1.5
Vrednost preduzeća		12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
Tržišna vrednost kapitala		962,559	996,542	907,621	907,621	907,621
+ kamate		85,839	97,259	108,931	122,002	136,643
+ prosečni neto dug (cash)		233,256	268,124	235,309	207,317	175,607
+ penzione obaveze i ostale obaveze		0	0	0	0	0
- otpisana vrednost		(15,761)	(17,652)	(19,770)	(22,143)	(24,800)
Osnovna vrednost preduzeća		1,266,893	1,344,273	1,232,090	1,214,797	1,195,070
Rast (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
Prihodi	-	9.1	0.8	-1.3	0.8	0.8
EBITDA (UBS)	-	0.9	-5.7	10.9	0.9	0.7
EBIT (UBS)	-	-3.8	-5.9	23.3	2.4	6.9
Dividenda (UBS)	-	-3.8	-20.3	40.3	7.9	14.2
Dividenda u gotovini	-	2.4	-11.1	11.9	2.8	1.8
Neto dividenda po akciji (DPS)	-	-99.9	NM	-52.5	14.9	11.8
Margine (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
EBITDA / prihod	-	38.5	36.0	40.5	40.6	40.5
EBIT / prihod	-	20.3	19.0	23.7	24.1	25.5
Neto profit (UBS) / prihod	-	11.2	8.9	13.5	13.5	15.3
Povraćaj kapitala (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
EBIT	-	16.2	15.9	19.3	19.9	21.4
Neto ROE	-	14.3	11.6	15.9	16.4	17.9
Proporcije (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
EBIT / neto kamate	-	5.4	4.3	5.9	7.7	11.2
Izveštaj o dividendi (UBS EPS)	-	NM	0.4	1.1	1.0	1.1
Isplata dividende (% UBS EPS)	-	0.1	NM	91.4	97.3	95.2
Neto dug / EBITDA	-	0.9	1.1	0.9	0.8	0.6
Proporcije investicije (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
OpFCF / EBIT	-	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Struktura kapitala (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Neto dugovanje / dividenda	-	44.3	52.1	43.3	36.5	29.4
Neto dugovanje / (neto dugovanje + dividenda)	-	30.7	34.2	30.2	26.7	22.7
Neto osnovni dug / EV	-	18.4	19.9	19.1	17.1	14.7

Izvor : Finansijski izveštaj Magyar Telekom-a

Iz navedenih podataka možemo konstatovati da je povraćaj kapitala, odnosno EBIT i ROE povećavaju iz godine u godinu i sobzirom na dosadašnje analize realno je za očekivanje rast u 2009. godini i naredne 2010. godine. Proporcije investicija prikazane kao odnos

OpFCF/EBIT u 2007. iznosile su 1,1 odsto što je za 0,1 odsto manje nego u 2006. godini. U 2008. godini procenjene investicije bile su iste kao 2007. godine. Očekujemo da će investicije i u 2009. godini biti 1,1 odsto, a pad za 0,1 odsto očekuje se 2010. kao posledica svetske ekonomske krize i smanjenog investiranja. Kao posledica smanjenja investicija i uticaja svetske ekonomske krize i neto dividende padaju u 2008. u odnosu na 2007. godinu, ali interesantno je da se očekuje rast dividende u 2009. i 2010. godini, to se ipak može pripisati delom i samom atraktivnom sektoru telekomunikacija. Sve to dobr je znak za odabir tajminga početaka privatizacije Telekoma „Srbija“

Analiza investicije TPSA- Poljska

Opšta konkurencija i regulative su dobro procenjene

Pojedinačne stavke iz analize ukazuju da ono što karakteriše TPSA Poljske su cene sa najvećom elastičnošću, najveći potencijal za proširenje mreže i činjenica da ima najmanji broj negativnih varijabiliteta prilikom formiranja cene.

- Nedavne promene u regulativi

Regulatorno telo je objavilo svoju strategiju za sledeće tri godine koja se pre svega sastoji iz agresivnijeg obaranja tarifa koje se odnose na mobilnu telefoniju i podsticanje konkurencije u fiksnoj telefoniji.

Tabela 15.2.6. Odredjivanje vrednosti: Otkupne cene i ciljne vrednosti PLN

Najvažnije (PLNm)	12/06	12/07	12/08	12/09E	12/10E
Prihodi	18,625	18,244	18,160	18,105	18,108
EBIT (UBS)	3,367	3,282	3,418	3,546	9.956
Neto zarada (UBS)	2,094	2,273	2,432	2,612	3,004
Dividenda (UBS, PLN)	1.5	1.6	1.8	1.9	2.2
Profitabilnost %Vrednovanje	5-yr hist av.	12/07	12/08	12/09E	12/10E
EV/EBITDA (osnova)	-	5.1	4.8	4.6	4.3
PE (UBS) x	-	14.0	13.0	12.1	10.5
Neto prihod po dividendi %	-	6.2	6.6	7.0	7.4

Izvor: Finansijski izveštaj TPSA

Naša ciljna vrednost PLN je bazirana na Diskontiranom novčanom toku (DNT). Aktuelne cene doneće 4.8 puta veći bruto prihod u 2008E, i povećanje od 4.6 odsto u 2009E, kao i prihod od dividendi (8.8 odsto) i otkupa (9.2 odsto).

Poljsko regulatorno telo u oblasti telekomunikacija je objavilo svoju strategiju za period od 2008 do 2010 godine. Osnova strategije sastoji se iz agresivnijeg trenda obaranja MT tarifa i podsticanja konkurencije u oblasti fiksne telefonije.

Profil kompanije- TPSA Poljska

Trenutno ima nekih 10 miliona aktivnih linija, što je oko 90 odsto poljskog lokalnog tržišta. Kontrolisan od strane France Telecom-a koji poseduje 47.5 odsto akcija. Skoro 4 odsto akcija je i dalje u vlasništvu Vlade koja je u više navrata izrazila nameru da proda svoj deo udela. Kompanija je takodje i u vlasništvu Orange, najvećeg poljskog mobilnog operatora.

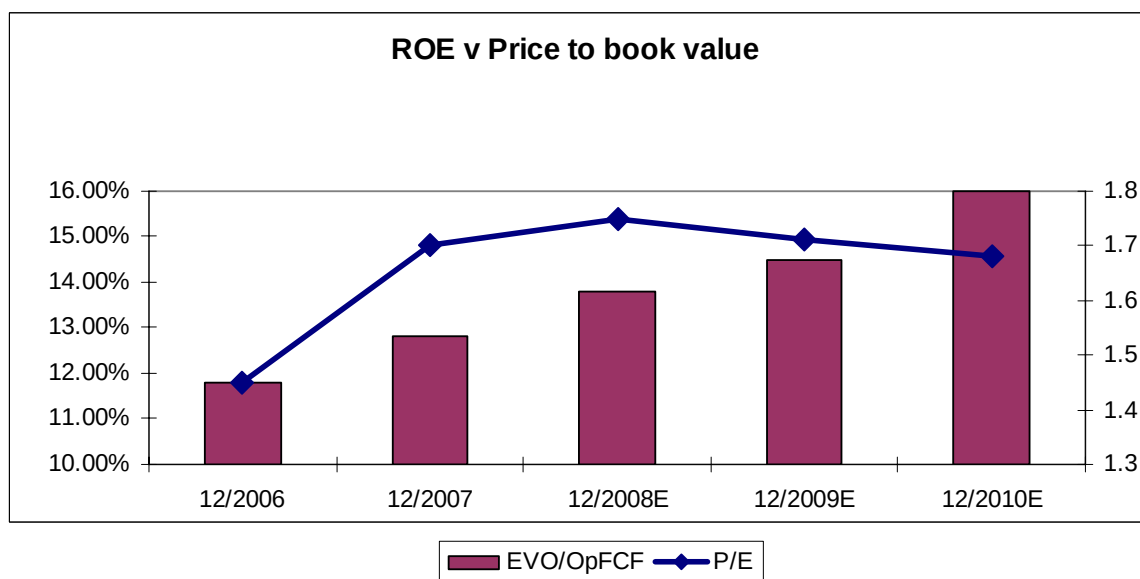
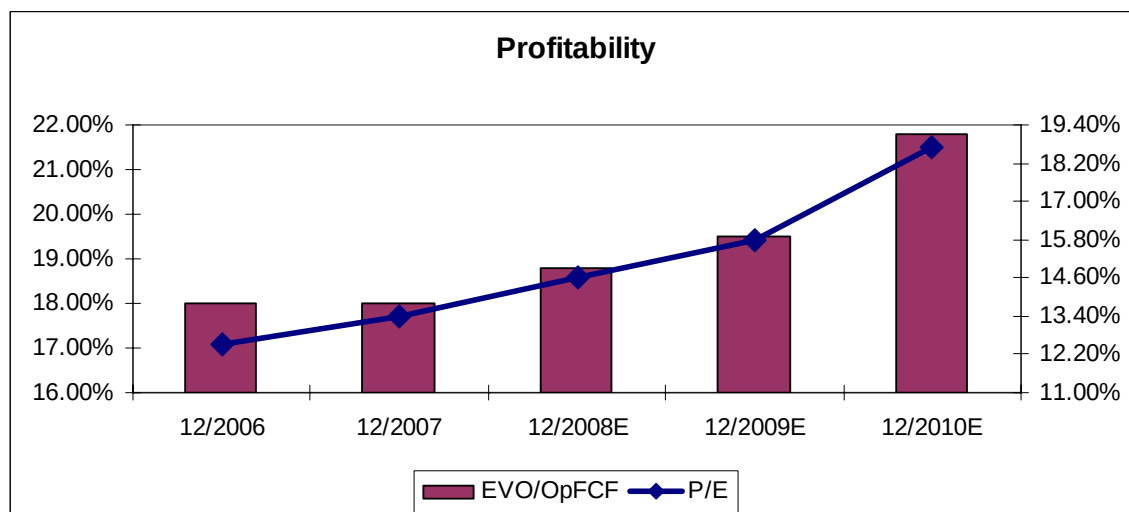
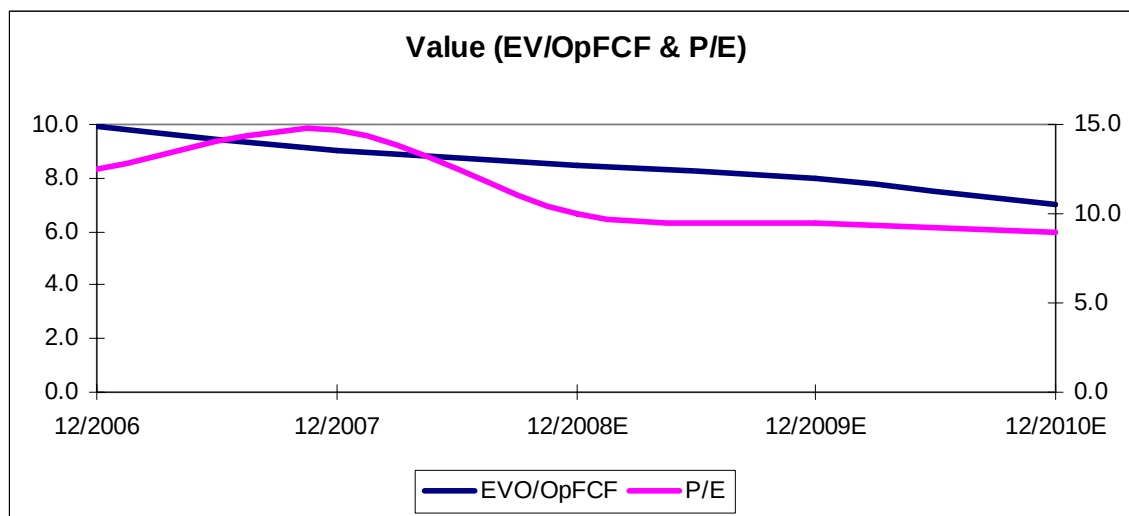
Tabela 15.2.7. Profil kompanije TPSA - Poljska

Izveštaj o prihodima UBS	12/05	12/06	12/07	12/08	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Prihodi	18,342	18,625	18,244	18,160	-0.5	18,105	-0.3	18,108	0.0
Operativni troškovi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	8,087	7,895	7,721	7,743	0.3	7,754	0.1	7,757	-0.2
Amortizacija	(4,280)	(4,489)	(4,439)	(4,325)	-2.6	(4,209)	-2.7	(3,811)	-9.4
Operativni prihod	3,827	3,367	3,282	3,418	4.1	3,546	3.7	3,956	11.6
Ostali prihodi	(94)	(79)	(48)	0	-	0	-	0	-
Neto kamata	(852)	(654)	(404)	(415)	2.8	(320)	-22.8	(246)	-
									23.1
Profit pre oporezivanja	2,881	2,634	2,830	3,003	6.1	3,225	7.4	3,709	15.0
Porez	(381)	(538)	(555)	(570)	2.8	(613)	7.4	(705)	15.0
Profit posle oporezivanja	2,520	2,095	2,275	2,432	6.9	2,612	7.4	3,004	15.0
Neto prihod (GAAP)	2,216	2,094	2,273	2,432	7.0	2,812	7.4	3,004	15.0
Neto prihod (UBS)	2,216	2,094	2,273	2,432	7.0	2,812	7.4	3,004	15.0
Poreska stopa (%)	13	20	20	19	-3.1	19	0.0	19	0.0
Dividenda po akciji	12/05	12/06	12/07	12/08	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
EPS dividenda po akciji(GAAP)	1.6	1.5	1.6	1.8	7.0	1.9	7.4	2.2	15.0
Neto dividenda	0.3	1.0	1.4	1.5	5.6	1.6	6.7	1.7	6.2
Gotovina EPS	4.6	4.7	4.9	4.9	0.7	4.9	0.9	4.9	-0.1
Bilansni izveštaj	12/05	12/06	12/07	12/08	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Neto stalna imovina	23,512	21,686	21,120	19,657	-6.9	18,119	-7.8	16,927	-6.6
Neto varijabilna imovina	7,460	7,280	7,091	7,091	0.0	7,091	0.0	7,091	0.0
Neto kapital	(576)	(230)	(1,315)	(1,114)	-15.3	(1,110)	-0.4	(1,110)	0.0
Ostale obaveze	(2,857)	(3,093)	(2,830)	(2,830)	0.0	(2,830)	0.0	(2,830)	0.0
Operativni investirani kapital	27,739	25,543	24,066	22,804	-5.2	21,270	-6.7	20,078	-5.6
Investicije	160	538	1,089	1,089	0.0	1,089	0.0	1,089	0.0
Ukupno angažovan kapital	27,699	26,181	25,155	23,893	-5.0	22,359	-6.4	21,167	-5.3
Aksijski kapital	17,403	18,292	17,770	18,131	2.0	18,533	2.2	19,190	3.5
Kamate	13	13	13	13	0.0	13	0.0	13	0.0
Ukupni kapital	17,416	18,305	17,783	10,144	2.0	18,546	2.2	19,203	3.5
Neto dug / (gotovina)	9,702	7,112	6,666	5,043	-24.3	3,107	-38.4	1,258	-
									59.5
Dug za provizije	781	784	706	706	0.0	708	0.0	708	0.0
Ukupno angažovan kapital	27,899	25,181	25,155	23,993	-5.0	22,359	-6.4	21,157	-5.3
Tok gotovog novca (cash flow)	12/05	12/06	12/07	12/08	%ch	12/09E	%ch	12/10E	%ch
Operativni prihod (EBIT)	3,827	3,367	3,282	3,418	4.1	3,548	3.7	3,958	11.6
Amortizacija	4,280	4,489	4,439	4,325	-2.6	4,209	-2.7	3,811	-9.4
Neto promene kapitala	87	31	300	(201)	-	(4)	-97.9	0	-
Ostalo (operativno)	(244)	288	(52)	0	-	0	-	0	-
Operativni cash flow	7,930	8,175	7,969	7,542	-5.4	7,750	2.8	7,757	0.2
Neto primljena kamata / (plaćena)	(852)	(654)	(404)	(415)	2.8	(320)	-22.8	(246)	-
									23.1
Plaćena dividenda	(463)	(1,402)	(1,962)	(2,072)	5.6	(2210)	6.7	(2,438)	6.2
Plaćen porez	(503)	(215)	(1,208)	(570)	-52.7	(613)	7.4	(705)	15.0
Troškovi kapitala	(3,209)	(3,093)	(2,998)	(2,562)	-4.5	(2,670)	-6.7	(2,619)	-1.9
Neto (akvizicije) / staviti na raspolaganje	110	13	57	0	-	0	-	0	-
Ostalo	(4,461)	(1,686)	322	0	-	0	-	0	-
Cash flow	(1,448)	1,138	1,076	1,623	50.8	1,937	19.4	1,849	-4.5
Bilansni izveštaj	(3,451)	2,590	445	1,623	263.8	1,937	19.4	1,849	-4.5
EBITDA	8,087	7,858	7,721	7,743	0.3	7,754	0.1	7,767	0.2
Održavanje rashoda kapitala	(3,046)	(3,000)	(3,677)	2,862	-22.2	(2,670)	-6.7	(2,619)	-1.9
Operativni cash flow pre oporezivanja, (OpFCF)	5,041	4,856	4,044	4,881	20.7	5,084	4.2	5,147	1.3

Izvor : Finansijski izveštaj –TPSA,

Koristeći podatke u tabelama 15.2.7. i 15.2.8. možemo slikovito prikazati profil kompanije TPSA Telekom Poljska. Koristićemo tržišne koeficijente i racija profitabilnosti.

Grafikoni 15.2.19; 20; 21; i 22. Prikaz cene akcija/zarade po akciji, profitabilnosti, ROE i rsta¹⁸⁰



¹⁸⁰ UBS LIMITED; Filijala UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, Filijale referišu kao UBS.

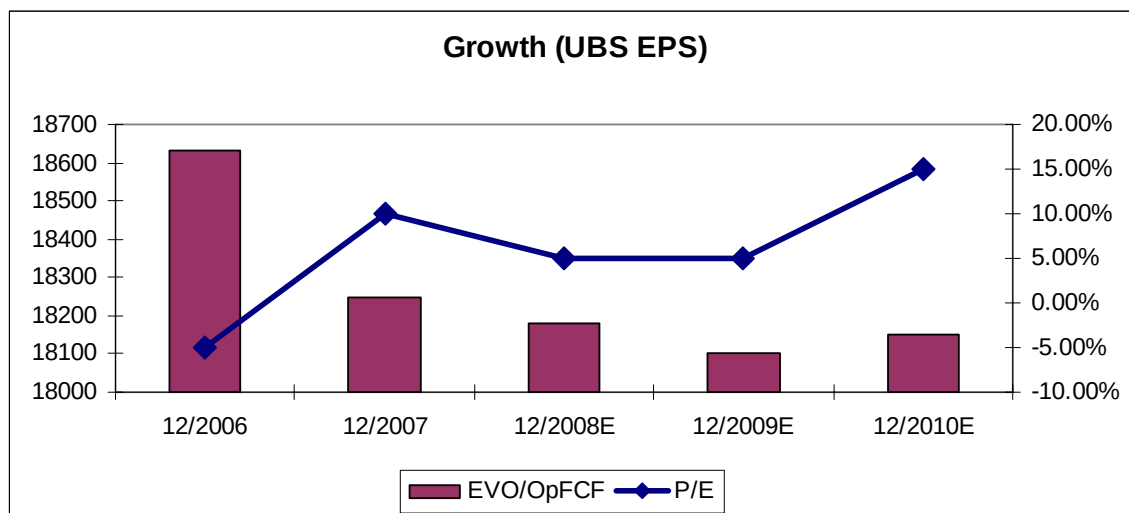


Tabela 15.2.8. Koeficijenti i racija profitabilnosti za TPSA- Poljska

Vrednovanje (UBS)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
P/E (local GAAP)	-	14.6	14.0	13.0	12.1	10.5
Neto prinos dividende (%)	-	4.6	6.2	6.6	7.0	7.4
P/BV	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/prihod	-	2.1	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	-	4.9	5.1	4.8	4.6	4.3
EV/PpFCF	-	7.9	9.8	7.6	7.0	6.5
EV/op. investicioni kapital	-	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
Vrednost preduzeća (HUFm)		12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Prosečna tržišna vrednost kapitala		30,479	32,047	31,452	31,542	31,542
+ kamate		13	13	13	13	13
+ prosečno neto dugovanje (cash)		7,112	6,666	5,043	3,107	1,258
+ penzione obaveze i ostalo		764	706	706	706	705
Osnovna vrednost preduzeća		33,368	39,432	37,305	35,368	33,519
Rast (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Prihod	-	1.5	-2.0	-0.5	-0.3	0.0
EBITDA (UBS)	-	-2.9	-1.7	0.3	0.1	0.2
EBIT (UBS)	-	-12.0	-2.5	4.1	3.7	11.6
EPS (UBS)	-	-5.5	10.0	7.0	7.4	15.0
Margine (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
EBITDA / prihod	-	42.2	42.3	42.6	42.8	42.9
EBIT / prihod	-	18.1	18.0	18.8	19.6	21.8
Neto profit (UBS) / prihod	-	11.2	12.5	13.4	14.4	16.6
Povraćaj kapitala (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
EBIT (UBS)	-	12.6	13.2	14.6	16.1	19.1
Neto ROE	-	11.7	12.6	13.5	14.3	15.9
Proporcije (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
EBIT / neto kamate	-	5.1	8.1	8.2	11.1	16.1
Isplata dividende (%)	-	67.0	86.3	85.2	84.6	78.1
Neto dug / EBITDA	-	0.9	0.9	0.7	0.4	0.2
Efektivni racio (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Prihod / op. investirani kapital	-	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
Prihod / stalna imovina	-	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Prihod / neto aktivni kapital	-	NM	NM	NM	NM	NM
Investiranje (x)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Operativni slobodni cash flow pre oporezivanja (OpFCF) / EBIT	-	1.4	1.2	1.4	1.4	1.3
Struktura kapitala (%)	5Yr Avg	12/06	12/07	12/08E	12/09E	12/10E
Neto dug / ukupni kapital	-	38.9	37.5	27.8	16.8	6.6
Neto dug / (neto dug + kapital)	-	28.0	27.3	21.8	14.4	6.2
Osnovni neto dug / EV	-	18.5	16.9	13.5	8.8	3.8

Finansijski izveštaj TPSA

Iz navedenih podataka možemo konstatovati da je povraćaj kapitala, odnosno EBIT i ROE povećavaju iz godine u godinu i sobzirom na dosadašnje analize realno je za očekivanje rast u 2009. godini i naredne 2010. godine. Proporcije investicija prikazane kao odnos OpFCF/EBIT u 2007. iznosile su 1,2 odsto što je za 0,2 odsto manje nego u 2006. godini. U 2008. godini procenjene investicije bile su veće nego u 2007. godine i znose 1,4 odsto. Očekujemo da će investicije i u 2009. godini biti 1,4 odsto, a pad za 0,1 odsto očekuje se 2010. kao posledica svetske ekonomske krize i smanjenog investiranja. Kao posledica smanjenja investicija i uticaja svetske ekonomske krize i neto dividende padaju u 2008. u odnosu na 2007. godinu, ali interesantno je da se očekuje rast od 0,4 odsto kod dividendi u 2009. i 2010. godini, to se ipak može pripisati delom i samom atraktivnom sektoru telekomunikacija. Na osnovu svih dosadašnjih analiza kompanija iz telekomunikacija vidimo da je rast i smanjenje rasta kod svih približno isto. To koristi kao dobra osnova za našu analizu Telekoma Srbije.

Evoluciono analitički model (EAM) analize osetljivosti

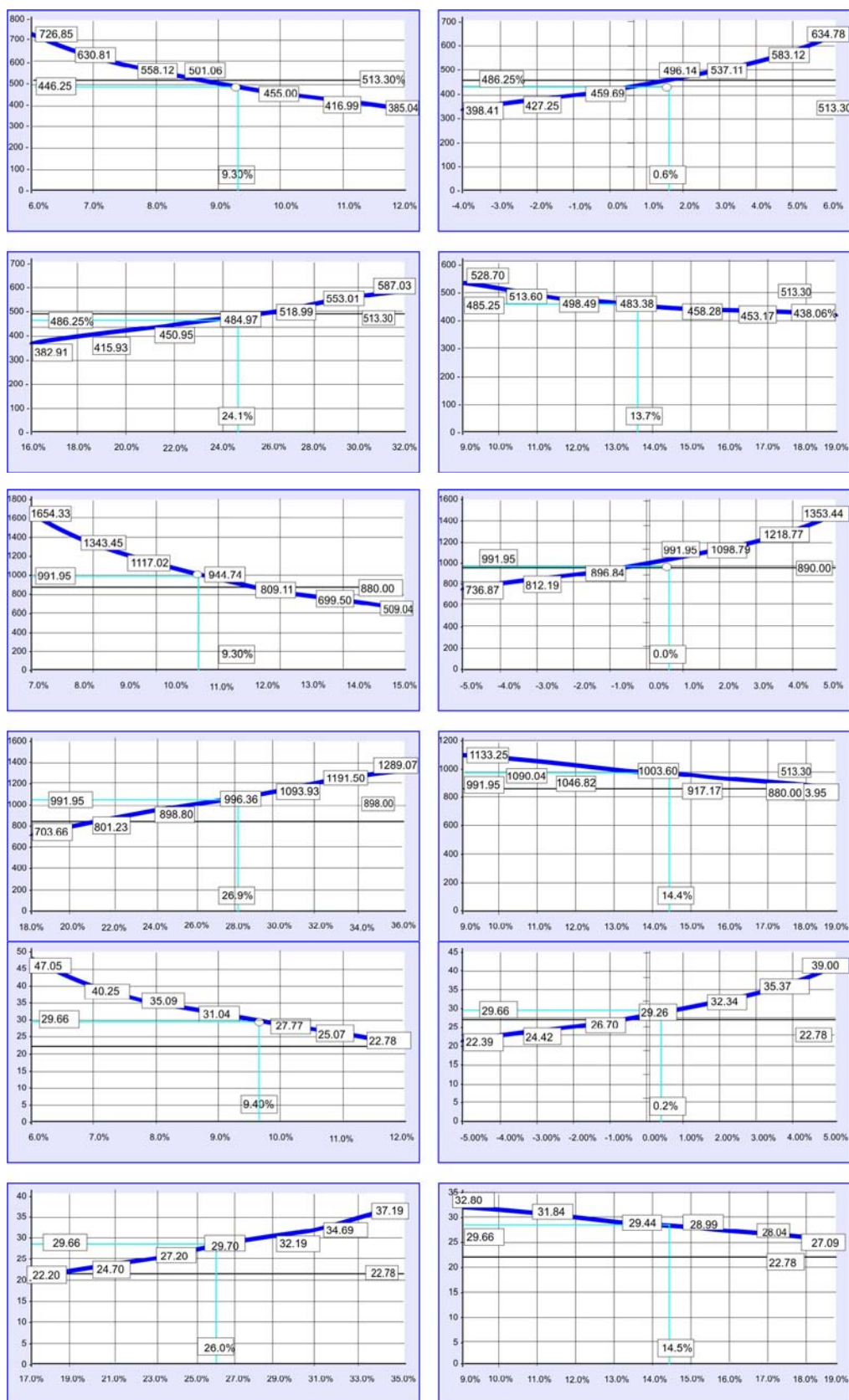
EAM omogućuje suštinsku procenu i analizu. Iako su podaci koji proističu iz EAM-a rezultat kratkoročnih i dugoročnih podataka koje unosi analitičar, on obezbeđuje komparativnu analizu procena baziranih na Diskontiranom novčanom toku, i ono što je možda još korisnije, dosledan okvir za vršenje procena u svim sektorima. Uporedili smo željene cene sa procenom tržišne vrednosti za period od 12 meseci koristeći EAM, "pan-sector" pristup srednjoročnim i dugoročnim procenama.

Tabela 15.2.9. Poređenje stvarnih i planiranih ciljanih cena

	Stvarne cene	Planirane cene (VCAM)	Razlika
Telefonica O2 CR	Kc527	Ko487	-8%
Magyar Telekom	HUF910	HUF1021	12%
TPSA	PLN27	PLN30	11%

Kao jedna od najinteresantnijih formi EAM je procena osetljivosti. Pogledajmo dijagram koji slede 15.2.23.

Grafikon 15.2.23. Komparativna analiza procene osetljivosti cena u formi EAM, za Magyar, 02 ČR i TPSA



Izvor: UBS LIMITED;Ffilijala UBS AG.UBS AG, čiji ogranci,Ffilijale referišu kao UBS.

Dodatak 1: Sumarna analiza grafikona i tabela

Sva tri operatera se bave fiksnom telefonijom kao jezgrom poslovanja, ali isto tako se bave i uslugama mobilne telefonije.

Profil se širi u slučaju Telefonice O2 ČR i Magyar-a i dobijaju veći značaj informacione tehnologije i integrisanje sistema. Oba operatera imaju veliki udeo na tržištu informacionih sistema i kao rezultat toga je njihova prilika za dalje konsolidovanje na tržištu limitirana. Kako bilo, u oba slučaja menadžment očekuje da linija informacionih sistema stvara prihod gde će stopa rasta biti otprilike oko grupnog proseka i da će se povećavati do najvećeg nivoa.

Ovo će najverovatnije prouzrokovati razređivanje mogućnosti EBITDA, s obzirom da je ova aktivnost EBITDA tradicionalno u rangi između 15-20 odsto. Za Telefoniku O2 ČR ovo razređivanje treba da ima krajnji efekat na grupe EBITDA mogućnosti, ali za Magyar Telekom značaj može biti 15 odsto razređivanja. Sa naše tačke gledišta, TPSA takođe će podrazumevati ulazak na nova tržišta sa ciljem očuvanja fiksnog prihoda i povećavanja potrošačke odanosti nudeći širi spektar usluga.

Mobilna telefonija je imala najvažniji doprinos u stopi rasta u proteklim godinama, mi očekujemo da će se to nastaviti i da će stopa GDP rasti. Isto tako za očekivati je da će se postojeće teškoće kod fiksnih poziva znatno poboljšati. Uobičajen trend na svim tržištima je borba za posao sa fiksnom telefonijom.

Za očekivati je da će široka grupa telekomunikacija biti glavni pokretač povećanja prihoda u sledećih nekoliko godina, jer za dalji razvoj u svim zemljama ima još dosta prostora.

Tabela 15.2.10. Sumarni pregled

	FY 2006	FY 2007	FY 2008E	FY 2009E	FY 2010E
Mobilni					
Telefonica O2 CR					
Akcijski prihod (%)	50.9%	51.8%	53.7%	54.5%	55.1%
Rast prihoda (%)	6.9%	4.7%	2.9%	1.8%	1.7%
Magyar Telekom (UBS)					
Akcijski prihod (%)	48.8%	48.1%	47.3%	48.0%	48.6%
Rast prihoda (%)	14.5%	-0.5%	1.5%	2.6%	2.1%
TPSA (UBS)					
Akcijski prihod (%)	39.9%	44.8%	48.0%	50.3%	52.1%
Rast prihoda (%)	19.8%	9.8%	6.5%	4.1%	3.1%
Fiksni					
Telefonica O2 CR					
Akcijski prihod (%)	39.8%	36.0%	33.5%	33.5%	33.4%
Rast prihoda (%)	-8.3%	-7.0%	-7.5%	0.2%	0.4%
Magyar Telekom					
Akcijski prihod (%)	40.1%	37.1%	30.8%	28.3%	26.5%
Rast prihoda (%)	-3.9%	-6.7%	-8.4%	-8.6%	-7.8%
TPSA					
Akcijski prihod (%)	52.4%	47.3%	43.3%	40.1%	37.5%
Rast prihoda (%)	-10.5%	11.6%	-9.2%	-8.0%	-7.0%
Broadband					
Telefonica O2 CR					
Akcijski prihod (%)	5.5%	6.2%	6.8%	7.4%	7.9%
Rast prihoda (%)	9.7%	16.6%	8.3%	8.8%	7.9%
Magyar Telekom					
Akcijski prihod (%)	7.4%	8.5%	10.4%	11.3%	11.9%
Rast prihoda (%)	25.0%	16.2%	11.5%	12.1%	7.1%
TPSA					
Akcijski prihod (%)	6.3%	6.8%	7.6%	8.4%	9.1%
Rast prihoda (%)	20.3%	5.1%	11.3%	10.2%	8.1%
IT services					
Telefonica O2 CR (UBS)					
Akcijski prihod (%)	1.0%	2.7%	3.6%	4.2%	4.8%
Rast prihoda (%)	152.8%	193.7%	30.0%	18.0%	15.0%
Magyar Telekom					
Akcijski prihod (%)	3.7%	6.1%	7.3%	8.1%	8.8%
Rast prihoda (%)	173.5%	68.4%	18.0%	12.0%	10.0%
TPSA					
Akcijski prihod (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Rast prihoda (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Dodatak 2: Politika dividendi i kapitalna struktura (analiza grafikona i tabela)

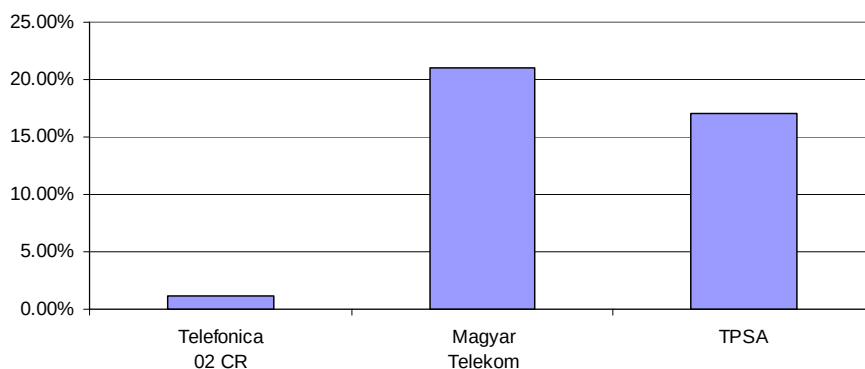
Sve tri kompanije mogu ponuditi mali rast, ali sve one nude visok nivo slobodnog protoka novca. Kao rezultat toga jeste povrat novca akcionarima i to je od velikog značaja. Tabela 15.2.11. nam pokazuje sažeti pregled dividende i politike buyback (ponovne kupovine) za kompanije.

Tabela 15.2.11. Sažeti pregled dividende i politike ponovne kupovine (buyback)

(Nacionalna valuta)	Telefonica O2 CR	Magyar Telekom	TPSA
DPS – 2008	50	74	1.5
Ponovna kupovina akcija	0		0.51
Ukupna naknada akcionara - 2008	50	74	2.01
Trenutna cena akcije	496	863	22.46
Ukupna gotovina vraćena akcionarima	9.7%	8.5%	8.8%
Profit u kapitalu slobodnog novca	8.8%	12.0%	11.7%

TPSA ima politiku dividende koju iskazuju sledeći parametri. Ciljevi kompanije neto obaveze prema ukupnom kapitalu su u srazmeri 35-40 odsto. Kompanija se obavezala za minimalnu dividendu po akciji od PLN1.5. za 2008./09/10. godinu. Ciljevi Magyar Telekomu u odnosu neto obaveze prema ukupnom kapitalu su u srazmeri 30-40 odsto, ali nemaju nikakve druge eksplicitne obaveze u pogledu budućih dividendi.

Telefonika O2 ČR nema posebnu politiku dividendi ili ciljeve. Njihova zadnja plaćanja u pogledu dividendi su iznosila Kc50 po akciji, što će biti nastavljeno i u 2009. godini.

Grafikon 15.2.24. Pregled isplaćene dividende u 2007. god**Dodatak 3: Izjave o riziku (analiza grafikona i tabela)**

Sektor telekoma kao celina je izložen određenim faktorima rizika, uključujući i razvoj raspoloživog dohotka, inflacije, uslova kamatne stope i promenama u „pejzažu“ alternativnih operatera.

TPSA je naročito izložen promenama koje se tiču regulisanja ambijenta i promenama koje se tiču konkurencije između alternativnih operatera. Mađarski Telekom je posebno izložen promenama što se tiče konkurencije kod kablovski operatera, i razvoja makroekonomskih prilika u Mađarskoj, Makedoniji i Crnoj Gori. Telefonika O2 ČR je posebno izložen promenama u regulaciji ambijenta i promenama koje se tiču konkurencije kod kablovskih operatera kao i razvoja makroekonomske situacije u Mađarskoj i Češkoj.¹⁸¹

¹⁸¹ Za analizu Telekomu Poljske, Mađarske i Češke, korišćeni su podaci kao i izveštaji od strane UBS LIMITED, filijale UBS AG. UBS AG, čiji ogranci, filijale referišu kao UBS. Za informacije o načinima na koji UBS upravlja konfliktima i održava nezavisnost njegovih istraživanja, istorijskim informacijama, pojedinim dodatnim obelodanjivanjima, kao i preporuka istraživanja možete posetiti sajt: www.ubs.com.

15.2.2. Analiza HT Hrvatske Telekomunikacije

Odlučili smo se za analizu HT, jer je Hrvatska u oblasti privatizacije i razvoja telekomunikacija dosta napredovala, kao i zbog postojanja određene sličnosti sa Telekom Srbije. U analizi, korišćemo konsolidovani finansijski izveštaj (u slučaju da za konkretno preduzeće nemamo, korišćemo nekonsolidovani bilans). Konsolidovani finansijski izveštaj HT Hrvatske Telekomunikacije dd sastavljen je prema načelu troškova, uz izuzetke investicija namenjenih prodaji i raspoloživih za prodaju po fer vrednosti kako je dalje navedeno u računovodstvenim politikama. Konsolidovani finansijski izveštaji Grupe prikazani su u hrvatskim kunama koja je funkcionalna valuta Grupe. Iznosi objavljeni u finansijskim izveštajima izraženi su u milionima kuna ako nije drugačije navedeno. Konsolidovani finansijski izveštaji pripremljeni su u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja.

Broj izdatih akcija HT ostao je nepromenjen u periodu od 1. septembra 1999. godine do 2008. godine. Emitovano je 81.888.535 redovnih akcija nominalne vrednosti 100 kuna po akciji. Akcijski kapital u završnim računima iz 2006 i 2007. godine iznosio je 8.189. mil. kuna. Osnovne zarade po akciji izračunavaju se deljenjem dobiti pripisive redovnim akcionarima Društva s vaganim prosečnim brojem redovnih akcija tokom razdoblja.

Razređene zarade po akciji izračunavaju se podelom dobiti pripisive redovnim akcionarima Društva s vaganim prosečnim brojem redovnih akcija tokom razdoblja uvećanim za vagani prosečni broj redovnih akcija koje bi bile izdate konverzijom svih razredivih potencijalnih redovnih akcija. Sledi tabela 15.2.12.

Tabela 15.2.12 Podaci o dobiti i akcijama korištenim za izračunavanje osnovnih i razređenih zarada po akciji¹⁸²

	2007.	2006.
Mil.		
Dobit godine pripisiva redovnim akcionarima Društva	2.471.	2.214
Vagani prosečni broj redovnih akcija za osnovnu zaradu po akciji	8.188	8.188

Tabela 15.2.13. – Hrvatski Telekom HT – koeficijenti i racija profitabilnosti¹⁸³

Bilans stanja	2006	2007	prom 07/06
Ukupna aktiva	15.458	15.292	-1,07%
Obrtna imovina	7.774	7.551	-2,87%
Trajni kapital	12.731	12.575	-1,23%
Ukupne obaveze	2.727	2.717	-0,37%
Kratkoročne obaveze	2.255	2.263	0,35%
Du Pont	2006	2007	
ROE	17,39%	19,65%	
ROA	14,32%	16,16%	
Neto profitna margina	15,64%	17,96%	
Obrt aktive	0,55	0,57	
Finansijski leveridž	1,21	1,21	
HT	2006. g	2007. g	
EBIT	20	25	
EBITDA	35	40	

¹⁸² Izvor: Finansijski izveštaj T-Hrvatski Telekom, 2007

¹⁸³ Isto

Grafikon 15.2.25. P/E vrednosti za period 2.01–30.6.2008. godine

Izvor: The Zagreb Stockexchange /// www.zse.hr

Grafikon 15.2.25.. - predstavlja kretanje P/E vrednosti u periodu od 1.01.2008. godine do 30. 06. 2008. godine. U izračunavanju P/E vrednosti koristili smo tržišnu kapitalizaciju i neto dobit preduzeća T-H Telekom za 2007. godinu.

Nakon rezultata 1Q 2008. godine analitičari IC HT napravili su povoljan model i prividno redukovali zaradu zbog procenjenih rastućih operacionih troškova i zbog višeg pritiska na rezerve EBITDA. Zbog nižih zarada procene i više interesne cene okruženja prilagođena je dvanaestomesečna cena od HRK 379 do HRK 360 po akciji.

Očekuje se da će telefonska linija ostati praktično ista, zato što se računa da će opadanje u prihodima od fiksne telefonije biti nadoknađeno rastom mobilne telefonije u periodu od 2008 do 2010. Usled rasta trgovine, materijala i troškova energije u T-HT se očekuje rastući pritisak na rezerve EBITDA za koje se predviđa da će biti olakšane sa troškovima u toku optimizacionog programa povezanog uglavnom sa žičanom vezom. Očekuje se od kompanije da plati dividendu od otprilike HRK 27 po akciji za period od 2008-2010 godine, što bi značilo datu primamljivu dividendu od preko 9 odsto. Sa pozitivne strane, T-HT menadžment je naznačio svoju posvećenost za rešavanje neprikladne kapitalne strukture kompanije. Jedno od rešenja je otkupljivanje akcija. Međutim, otkupljivanje akcija ili specijalna dividenda morala bi biti poboljšana od strane većine akcionara.

Koristili smo DCF model za procenu T-HT i poprečno ga procenili sa sadržaoem EV/EBITA. Prema datom modelu, očekivana dividenda od preko 9 odsto opravdava više nego trenutna očekivanje EV/EBITDA od oko 4.7 za FY 09.

Tabela 15.2.15. T-HT kupovina¹⁸⁴

Cena (HRK) 03.06.08	288.57
Ciljna cena (HRK)	360.00
Željeni rizik	medium
Godina viša/niža	398.00/273.21
HRK/EUR	7.24
Kapitalizacija tržišta	
u EUR mn	3,330.0
Slobodan priliv	32.5%
Slobodan priliv u EUR mn	1,082.3
Prosečan dnevni preokret (12 m)	
u EUR mn	2.4
Indeks	CROEMI

Tabela 15.2.16. Ključna provizija¹⁸⁵

HRK	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
EPS objavio	27.0	30.2	26.9	26.7	26.4
PE objavio	13.6	11.7	11.0	11.0	11.1
Prilagođen EPS smanjen	27.0	30.2	26.9	26.7	26.4
Prilagođen PE smanjen	13.6	11.7	11.0	11.0	11.1
Operacioni priliv novca po akciji	49.2	38.5	41.7	42.9	42.8
Cena priliva novca	7.4	9.2	7.1	6.9	6.9
Dividenda po akciji	32.0	29.6	27.0	27.0	27.0
Data dividenda	8.7%	8.4%	9.2%	9.2%	9.2%
EV/prilagođena EBITDA	5.8	5.8	4.7	4.7	4.7

Sa pozitivne strane, menadžment T-HT-a naznačio je svoju posvećenost pri rešavanju neprikladne kapitalne strukture kompanije kroz specijalno plaćanje dividende, otkupljivanje akcija ili kroz nabavku. T-HT će možda povećati svoj udeo u integrisanom operateru HT Mostar, u kome ima 39 odsto udela. Sa druge strane, kompanija je relativno mala i zbog toga problem kapitalne strukture neće biti rešen do ovog usvajanja. HT Mostar nije isključio svoje ključne figure ali se ocenjuje da je njegov zarađeni profit dostigao skoro HRK 36 mn u FY 07. Zbog toga, kompanija će možda ponoviti svoju licitaciju za svoj udeo i u Telekom Sloveniji. Drugo mišljenje je otkup akcija, što bi moglo nadoknaditi moguć višak akcija povezanog sa akcijama zaposlenih sledeće godine. Međutim, otkup akcija ili specijalna dividenda morali bi biti odobreni od strane DT-a na sastanku akcionara. Prema našem mišljenju, trenutno očekivane sadržaoce EV/EBITDA od oko 4.7 povezan je sa visoko očekivanom dividendom dobiti od dosta preko 9 odsto za FY 08 i FY 09 su atraktivne stoga mi podržavamo nase „kupiti“ preporuke na akcijama.

Vlada Hrvatske odlučila je da proda 7 odsto udela u T-HT sadašnjim i bivšim zaposlenima za cenu od HRK 265 po akciji sa početnim popustom od 5 odsto za sve pretplatnike. Akcije bi trebalo da budu prebačene do kraja juna 2009. Međutim, biće zaključan period (u toku koga akcije neće moći biti prodane) od između 6 i 12 meseci za akcije zaposlenih zasnovanim na godinama radnog staža u kompaniji.

¹⁸⁴ HT: korišćeno pored finansijkog izveštaja I : Jindrich Svatek , T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group

¹⁸⁵ Isto

Tabela 15.2.17. Vrednost dražvera¹⁸⁶

	2008e	2009e	2010e	2011	2012e	2013e	TV CF
Konsolidovana prodaja	1.1%	-0.1%	-0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	1.0%
EBITDA tržište	43.5%	43.5%	43.3%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
Stopa plaćene takse	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
Radni kapital/prodaja	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.3%
Kapitalni trošak/zavisan	103.5%	102.8%	102.4%	100.7%	100.7%	100.7%	105.1%
Tržište slobodnog priliva novca	21.2%	22.4%	22.3%	22.2%	22.3%	22.3%	21.7%

Tabela 15.2.18. WACC

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	TV CF
Ciljna kapitalna struktura (na MV)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Dugovanje/jednakost odnos (na MV)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa oslobođena rizika (lokalna)	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
Premija jednakosti tržišta	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%
Levered beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Troškovi jednakosti	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	9.9%
Troškovi dugovanja	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Stopa takse	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
WACC	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	9.9%

Senzitivnost rasta(HRK)

	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
8.4%	346.2	357.7	370.7	385.3	402.2	421.6	444.4
8.9%	331.8	341.8	353.1	365.8	380.3	396.8	415.9
9.4%	318.8	327.6	337.5	348.6	361.1	375.3	391.5
9.9%	307.0	314.9	323.6	333.4	344.2	356.5	370.4
10.4%	296.3	303.4	311.1	319.7	329.2	339.9	352.0
10.9%	286.6	292.9	299.8	307.4	315.9	325.2	335.7
11.4%	277.6	283.3	289.5	296.3	303.8	312.1	321.3

Senzitivnost tržišta(HRK)

	20.2%	20.7%	21.2%	21.7%	22.2%	22.7%	23.2%
8.4%	370.4	375.4	380.4	385.3	390.3	395.3	400.3
8.9%	352.1	356.7	361.3	365.8	370.4	375.0	379.5
9.4%	336.0	340.2	344.4	348.6	352.8	357.0	361.2
9.9%	321.7	325.6	329.5	333.4	337.2	341.1	345.0
10.4%	309.0	312.5	316.1	319.7	323.3	326.9	330.4
10.9%	297.4	300.8	304.1	307.4	310.7	314.1	317.4
11.4%	287.0	290.1	293.2	296.3	299.4	302.5	305.6

Vrhunska linija je porasla za 2.5 odsto zbog Interneta i mobilne telefonije ostaje više nego izjednačeno opadajuća u fiksnoj liniji telefonije. EBITDA i neto profit opali su za 5.5 odsto i 3.9 odsto, što je više nego očekivano uglavnom zbog više prodaje i troškova materijala, koji su u vezi sa pojačanom prodajom ADSL modema.

Porast prodaje od 2.5 odsto u 1Q 2008, koji je prividno iznad očekivanja zbog boljeg razvoja usluga trgovine na veliko (+15.7 odsto) u 1Q 2008. Opadanje od skoro 10 odsto u fiksnim govornim uslugama bilo je više nego izjednačeno sa rastom prihoda od Interneta i mobilne telefonije. Na negaivnoj strani, popravljena linija došlo je do prekoračenja očekivanja u 1Q 2008. Na mobilnoj strani viši od očekivanog opadanja u ARPU od HRK 115.4 (-6.3 odsto)

¹⁸⁶ Jindrich Svatek, T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group

je izjednačen sa višim od očekivanog zapisanog rasta od skoro 12 odsto u 1Q 08.

Tabela 15.2.18. T-HT¹⁸⁷

<i>u HRK mn</i>	<i>1Q 07</i>	<i>1Q 08</i>	<i>+/- %</i>	<i>RCB est.</i>	<i>+/- %</i>
Prodaja	1990.0	2039.0	2.5	1997.0	2.1
EBITDA	981.0	927.0	-5.5	977.0	-5.1
EBIT	634.0	590.0	-6.9	637.0	-7.4
EBT	716.0	688.0	-3.9	722.0	-4.7
Neto profit a.m.	570.0	548.0	-3.9	572.0	-4.2
EPS	7.0	6.7	-3.9	7.0	-4.2
EBITDA tržište	49.3%	45.5%		48.9%	
EBIT tržište	31.9%	28.9%		31.9%	
EBT tržište	36.0%	33.7%		36.2%	

Sledeći rezultate 1Q 2008 došli smo do modernizovane promene za naše procene. Pomalo redukujući našu očekivanu glavnu liniju prihoda zbog viših od očekivanih miksovanja sa fiksnom linijom. Sa druge strane, zbog mnogo bržeg nego očekivanog porasta mobilnih korisnika i, prema tome viših od očekivanih tržišnih akcija T-Mobile-a, došlo je do povećanja procenjene prodaje za mobilni ogranak. Sa druge strane, treba očekivati da oko 509 zaposlenih na glavnoj liniji napuste kompaniju ove godine, što bi trebalo da redukuje troškove zaposlenih i umanju pritisak na tržište EBITDA u FY 08 i FY 09. Otuda je redukovan EBIT i neto profit procenjen za FY 08 i FY 09.

Tabela 15.2.19. Procenjene promene¹⁸⁸

	<i>Stare</i>		<i>Nove</i>		
<i>in HRK mn</i>	<i>2008e</i>	<i>2009e</i>	<i>2008e</i>	<i>2009e</i>	<i>Comment</i>
Sales	8795	8810	8939	8932	
Pojačali smo mobilne prihode zbog bržeg od očekivanog rasta u broju korisnika					
EBITDA	3998	3933	3887	3883	Rastući troškovi robe, materijala i troškova energije
EBIT	2628	2565	2562	2551	Viši operativni troškovi i niže opadanje
Neto profit	2262	2232	2202	2183	Niži EBIT i modernizovano niži finansijski prihod
DPS (HRK)	28.0	28.0	27.0	27.0	Niži neto profit
Capex	-1353	-1355	-1,371	-1,370	Poravnanje zbog malo viših procenjenih prihoda

Tabela 15.2.20. Ukupni prihodi¹⁸⁹

<i>u HRK mn</i>	<i>2007</i>	<i>2008e</i>	<i>2009e</i>	<i>2010e</i>
Fiksni glasovni prihodi	3,221	2,871	2,524	2,213
Usluge trgovine ne veliko	1,167	1,225	1,287	1,351
Internet usluge	680	858	1,025	1,251
Dial up prihodi	117	48	0	0
ADSL prihodi	397	597	731	851
Drugi prihodi povezani sa Internetom	166	214	293	400
Podaci	211	211	211	211
Drugo	167	167	167	167
T-Com (bruto)	5,446	5,333	5,213	5,192
T-Mobile (bruto)	4,236	4,458	4,570	4,588
Ukupni prihodi	9,682	9,790	9,783	9,780
Eliminacije	-844	-852	-851	-851
Konsolidovani prihodi	8,838	8,939	8,932	8,929
Drugi operativni prihodi	253	250	250	250

¹⁸⁷ Jindrich Svatek, T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group

¹⁸⁸ Isto

¹⁸⁹ Isto

Tabela 15.2.22. T Mobile H¹⁹⁰

	2007	2008e	2009e	2010e
Servisni prihodi (excl. Posetioči roaminga)	3,574	3,794	3,907	3,924
Roaming od posetioca*	393	393	393	393
Drugo	269	270	270	270
Ukupni prihodi (HRK mn)	4,236	4,458	4,570	4,588

Tabela 15.2.23. Stopa rasta prihoda

	2007	2008e	2009e	2010e
T Com	-0.4%	-2.1%	-2.2%	-0.4%
T Mobile	5.1%	5.2%	2.5%	0.4%
Ukupni prihodi (ukupno)	2.0%	1.1%	-0.1%	0.0%
Eliminacije	-1.9%	0.9%	-0.1%	0.0%
Konsolidovani prihodi	2.3%	1.1%	-0.1%	0.0%

Tabela 15.2.24. Operativni troškovi

<i>u HRK mn</i>	2007	2008e	2009e	2010e
Troškovi materijala i usluga	-3,239	-3,495	-3,510	-3,527
Troškovi robe i sirovih materijala	-867	-983	-983	-982
Troškovi usluga	-2,372	-2,512	-2,528	-2,545
Domaća interkonekcija	-762	-804	-804	-804
Internacionalna interkonekcija	-453	-456	-473	-491
Reklamiranje	-275	-313	-313	-313
Troškovi održavanja	-392	-402	-402	-402
Renta	-128	-134	-134	-134
Drugi troškovi	-362	-402	-402	-402
Troškovi zaposlenih	-1,278	-1,163	-1,146	-1,142
Kapitalizovan posao	143	150	150	150
Zapisana ili druga imovina	-154	-150	-150	-150
Drugi troškovi	-608	-644	-643	-643
Operativni troškovi	-5,136	-5,302	-5,299	-5,312
EBITDA	3,955	3,887	3,883	3,868

Na osnovu tabelarnih podataka za očekivati je da prihodi glavne linije glasovne telefonije opadnu za CAGR od 11.7 odsto u periodu od 2008. do 2010. godine kao rezultat od fiksne do mobilne zamene i takmičenja sa alternativnim operaterima. Sa druge strane, postoje očekivanja da će porast tražnje za Internet uslugama i porast usluga od trgovine na veliko, delimično nadoknaditi opadanje u fiksnim glasovnim uslugama. Kao rezultaat, očekujemo da T-Com-ovi prihodi opadaju za CAGR od 1.6 odsto u 2008-2010. Sa druge strane, za očekivati je da će porast prihoda od mobilne telefonije potpuno nadoknaditi opadanje u glavnoj liniji prihoda u FY 08. Očekujemo od T-Mobile-ovog ukupnog prihoda da raste za CAGR od 2.7 odsto u 2008-2010. Kao rezultat opadanja prihoda od glavne linije i porast prihoda od mobilne telefonije, mi očekujemo da će konsolidovana glavna linija modernizovana da raste na CAGR od 0.3 odsto u 2008-2010.

Na strani troškova, očekujemo da menadžment nastavi sa datim smanjenjima zaposlenih. Stoga se može pretpostaviti da broj grupe zaposlenih opadne sa 6.724 zaposlenih na kraju 2007. na 5.915 zaposlenih na kraju 2009. Očekujemo da troškovi materijala i robe porastu za 13.4 odsto zbog pojačane tražnje za ADSL, IPTV modemima i mobilnom robom ove godine. Zbog toga, očekujemo održavanje troškova do blagog porasta ove godine u vezi sa modernizacionim

¹⁹⁰ Izvor i 23, 24: Jindrich Svatek, T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group

planom kompanije da zameni postojeću bakarnu PTSN mrežu sa fiber-optičkom mrežom nove generacije (NGN) do 2012. Kao rezultat, za očekivati je da tržište EBITDA dostigne 43.5 odsto u FY 08 i FY 09 i 43.3 odsto u FY 10.

U liniji sa menadžmentom upravljanja očekujemo kapitalni trošak kao procenat od prihoda da jedva raste u FY 08 u poređenju sa FY 09. Drugim rečima, pretpostavljamo kapitalni trošak, kao procenat od ogromnih prihoda, da dostigne 14 odsto u periodu od 2008. do 2010. Menadžment ima za cilj pojačanje glavne linije strukture kompanije posle IPO. Za očekivanja menadžmenta upravljanja godišnja isplata dividende je bila u srazmeri između 50 odsto i 100 odsto. Pretpostavljena je dividenda od HRK 27 po akciji za 2008-2010, što bi značilo srazmeru isplate od oko 100 odsto za 2008-2010. Prema našem mišljenju, T-HT ima mogućnosti da plati i više dividende zbog njegove neto novčane pozicije.

Tabela 15.2.25. Planiranje prihoda T-HT¹⁹¹

<i>Planiranje prihoda (u HRK mn)</i>	<i>12/2006</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008e</i>	<i>12/2009e</i>	<i>12/2010e</i>
Konsolidovana prodaja	8,636	8,838	8,939	8,932	8,929
Promene u popisima	0	0	0	0	0
Kapitalizovan sopstveni posao	0	0	0	0	0
Drugi operativna prihodi	203	253	250	250	250
Ukupni porez	8,839	9,091	9,189	9,182	9,179
Materijalni troškovi	-2,622	-2,847	-3,093	-3,108	-3,125
Lični izdaci	-1,243	-1,278	-1,163	-1,146	-1,142
Drugi operativni izdaci	-933	-1,085	-1,046	-1,045	-1,045
EBITDA	4,041	3,881	3,887	3,883	3,868
Opadanje PPE-a i neopipljive imovine	-1,470	-1,362	-1,325	-1,332	-1,338
EBITA	2,571	2,519	2,562	2,551	2,530
Amortizacija, popravljavanje dobre volje	0	0	0	0	0
EBIT	2,571	2,519	2,562	2,551	2,530
Prihod investicija	0	0	0	0	0
Neto interesni prihod	216	312	191	178	174
Drugi finansijski rezultati	0	256	0	0	0
Finansijski rezultat	216	568	191	178	174
Zarade pre taksi	2,787	3,087	2,753	2,729	2,704
Takse na prihodima	-573	-616	-551	-546	-541
Neto profit pre manjine	2,214	2,471	2,202	2,183	2,163
Neto profit posle manjine	2,214	2,471	2,202	2,183	2,163

Tabela 15.2.26. Planiranje finansijskog izveštaja –bilansa

<i>Tabela bilansa (u HRK mn)</i>	<i>12/2006</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008e</i>	<i>12/2009e</i>	<i>12/2010e</i>
Trenutna imovina	7,806	7,582	7,278	7,211	7,132
Likvidni kapital	6,415	5,993	5,602	5,537	5,457
Uplate	1,167	1,297	1,366	1,365	1,364
Inventari	175	230	248	248	248
Druga imovina	49	62	62	62	62
Fiksna imovina	7,561	7,628	7,674	7,712	7,743
Zemljište, fabrika i oprema	6,244	6,153	6,198	6,236	6,267
Neopipljiva imovina	1,126	1,005	1,006	1,006	1,006
Raspoloživa	78	77	77	77	77
Finansijska imovina	113	393	393	393	393
Drugačiji porez imovine	91	82	82	82	82
Ukupna imovina	15,458	15,292	15,034	15,005	14,957
Trenutna pasiva	2,255	2,263	2,240	2,239	2,238
Pasiva na duže vreme	472	454	434	434	434
Pravičnost akcionara	12,731	12,575	12,360	12,332	12,284
Ukupna pasiva	15,458	15,292	15,034	15,005	14,957

¹⁹¹ Izvor 25, 26,27 T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group

Tabela 15.2.27. Planiranje novčanih tokova

<i>Planiranje o prilivu novca (u HRK mn)</i>	<i>12/2006</i>	<i>12/2007</i>	<i>12/2008e</i>	<i>12/2009e</i>	<i>12/2010e</i>
Zarade pre poreza	2,763	2,523	2,753	2,729	2,704
Plaćeni porezi	-545	-574	-551	-546	-541
Amortizacija i depresijacija	1,402	1,362	1,325	1,332	1,338
Druge nenovčane stavke	40	78	0	0	0
Priliv novca od rezultata	3,660	3,389	3,527	3,515	3,501
Promena u radnom kapitalu	370	-234	-110	0	0
Operacioni priliv novca	4,030	3,155	3,417	3,515	3,501
Capex PPE održiva imovina	-1,425	-1,249	-1,371	-1,370	-1,369
Usvajanje	0	0	0	0	0
Raspologanje sa fiksnom imovinom (ukupno)	92	0	0	0	0
Druge stavke (ulaganja)	-3,515	2,841	0	0	0
Ulagani priliv novca	-4,848	1,592	-1,371	-1,370	-1,369
Isplate dividendi	-813	-2,617	-2,421	-2,211	-2,211
Druge promene u jednakosti	0	0	4	0	0
Promene u interesu-ponašanju finansijske imovine	3,456	-2,535	0	0	0
Druge stavke	2	-7	0	0	0
Promena neto interesa-ponašanja dugova	1,827	-412	-371	-66	-79

Rizici za naš planirani model

1. Kompanija koristi više hiljada kilometara cevi kroz koje kablovi prolaze kao deo njene mreže glavne linije. Na negativnoj strani T-HT koristi dozvole za infrastrukturu cevi (DTI) i nije registrovan kao vlasnik većine prava na cevima u registraciji države Hrvatske .
2. Makroekonomski rizici bi mogli da imaju i negativne i pozitivne udar. Sa pozitivne strane, moguće smanjenje interesne stope bi trebalo da se podržava. Sa druge strane, viša interesna stopa i slabljenje novca u prometu bi bili negativni. Zbog toga postoji potencijalni poslovni rizik ako regulatorno okruženje postane teže, što bi značilo intenzivnije takmičenje i viši od očekivanog pritiska na profitabilnost. Postoji i rizik od bržeg nego očekivanog opadanja u prihodima od glavne linije u vezi sa zamenom og fiskalne do mobilne telefonije i intenzivnije takmičenje sa alternativnim operaterima. Na mobilnoj strani postoje potencijalni rizik od moguće cene roaming usluga ako T-HT prihvati regulative EU. Postoji i očekivanje da Hrvatska neće ući u EU pre 2010. godine. Zbog toga, niže od očekivanih isplata dividendi, bile bi negativne. Na kraju, moguće odvajanje usluga i mrežnih operatera u budućnosti, prilično predstavljaju rizik smanjenja.
3. Postoji mogućnost za promenu vlasnika, ako sadašnji i bivši zaposleni odluče da prodaju njihove akcije na tržištu. Međutim, postoji zaključan period praktično do kraja ove godine u toku koga zaposleni ne mogu da prodaju svoje akcije.
4. Gornja strana rizika je povezana sa poboljšanjem kapitalne strukture.

15.2.3. Komparativna analiza i izračunavanje tržišnih koeficijenata za javna preduzeća u Srbiji

Analogno dosadašnjim izračunavanjem i analiziranjem značajnih tržišnih pokazatelja koji su polazna osnova za velike strateške investitore, uradićemo komparativnu analizu, i izračunavanje tržišnih koeficijenata našeg javnog sektora.

Tabela 15.2.28. – Rangirane kompanije po ROE-u

Du Pont 2007	Neto profitna margina	Obrt aktive	Finansijski leveridž	ROE	ROA
HT Telekom	21,30%	0,50	5,52	58,79%	10,65%
Eesti Telekom	24,00%	1,25	1,17	35,10%	30,00%
Telekom Austrije	10,00%	0,55	3,51	19,31%	5,50%
Telekom Poljske	11,60%	0,71	1,83	15,07%	8,24%
Telekom Češke	16,50%	0,56	1,37	12,66%	9,24%
Telekom Mađarske	8,90%	0,60	2,21	11,80%	5,34%
Telekom Slovenije	11,20%	0,45	1,65	8,32%	5,04%

EBIT Margin	EBITDA Margin	
20,10%	39,30%	HT Telekom
29,40%	37,30%	Eesti Telekom
15,50%	37,70%	Telekom Austrije
17,30%	41,30%	Telekom Poljske
21,60%	44,50%	Telekom Češke
19,00%	36,00%	Telekom Mađarske
17,60%	38,20%	Telekom Slovenije
20,07%	39,19%	

Izvor: Finansijski izveštaji

Možemo konstatovati da je za preduzeća iz oblasti telekomunikacija finansijski leveridž, kao i neto profitne margine dosta visok i kreće se u rasponu od 1,3 odsto kod Telekoma Češke, pa do 5,5 odsto kod HT Telekoma za finansijski leveridž, a za neto profitne margine ovaj koeficijent iznosi od 8,9 kod Telekom Mađarska, do 24 odsto kod Eesti Telekoma. Neto profitna margina za HT, koji je po veličini dosta sličan našem Telekomu (zato smo i radili detaljnije analize, kako bi iskustva u privatizaciji primenili u privatizaciji Telekoma Srbija), iznosi 17,96, a finansijski leveridž iznosi 1,21 što je proseka u oblasti telekomunikacija. Prosečan EBITDA u oblasti telekomunikacija iznosi 39,19 odsto i pokazuje odnos dobiti preduzeća pre plaćenih kamata i poreza uvećano za amortizaciju. Možemo još konstatovati kada je u pitanju EBITDA, da uglavnom sve telekomunikacione kompanije manje više imaju ovaj koeficijent približno proseku grane. Prosečni EBIT u oblasti telekomunikacija iznosi 20,07 odsto, i pokazuje nam odnos operativnog profita bez amortizacije. I, ovaj koeficijent kod svih telekomunikacionih kompanija kreće se u skladu sa prosekom. Koeficijent ROE kreće se u rasponu od 58,79 odsto kod HT do 8,32 odsto kod TS. Ovaj koeficijent ROE govori nam koliki je prinos na akcije. Čak, i najniži koeficijent od 8,32 kod Telekoma Slovenije, jako je povoljan u odnosu na ostale privredne grane. Slično koeficijentu ROE i koeficijent ROA veoma je povoljan u ovoj grani. Sve ovo dobar je signal za investitore da investiraju u ovu visoko profitabilnu privrednu oblast.

U Srbiji postoji ukupno oko 550 javnih preduzeća. Republika ili Autonomna pokrajina jeste osnivač 17 javnih preduzeća, a osnivač ostalih, lokalnih javnih preduzeća su gradske i opštinske vlasti. Od ukupnog broja javnih preduzeća, njih 487 je u 2006. godini podnelo finansijski izveštaj Centru za bonitet NBS. Osnovni parametri poslovanja tih preduzeća prikazani su u Tabeli (15.2.29. Javna preduzeća osnovni parametri poslovanja).

Tabela 15.2.29. Javna preduzeća u Srbiji- osnovni parametri poslovanja

	2007	2006	2005	2004	Procenat od svih privrednih društava u Srbiji u 2006
Broj preduzeća	487	488	–	–	0,6
Broj zaposlenih	137.320	145.716	–	–	12,4
	u milionima dinara		u milionima evra		
Ukupni prihodi	413.938	316.400	4.917	3.816	8,6
Ukupni rashodi	421.550	343.810	5.007	4.146	9,0
Neto rezultat	-7.815	-28.778	-93	-347	-7,2
Stalna imovina	1.296.488	1.141.993	15.400	13.772	33,1
Kapital	1.087.021	985-980	12.912	11.891	33,6

Izvor: Ekonomist Media Group, 2007

Posebno se izdvajaju 17 republičkih javnih preduzeća: Elektroprivreda Srbije – EPS, Elektromreža Srbije – EMS, Javno preduzeće za podzemnu eksploataciju uglja Resavica – JP PEU Resavica, Naftna industrija Srbije – NIS, Srbijagas, Transnafta, Železnice Srbije, Jugoslovenski aerotransport – JAT, Aerodrom „Nikola Tesla“, JP Putevi Srbije, JP PTT saobraćaja „Srbija“, Telekom Srbija, Skijališta Srbije, Srbijašume, Vojvodinašume, Srbijavode i Vode Vojvodine. Ova preduzeća u 2006. prema podacima Republičkog zavoda za razvoj zapošljavaju 108.845 radnika i ostvaruju 801,7 milijardi dinara ukupnog prihoda ili oko 9 milijardi evra. U 2006. ta preduzeća (kao i celokupna privreda), po prvi put od početka tranzicije iskazuju pozitivan neto finansijski rezultat (31,3 milijardi dinara tj. 396 miliona evra). Po obimu poslovanja, posebno se ističu EPS, NIS, i Telekom Srbija.

Tabela 15.2.30. Javna preduzeća u Srbiji (NIS, Telekom i EPS),

000 RSD	NIS	TELEKOM	EPS konsolidovano
Poslovni prihodi 2006	257.431.323	62.552.451	103.633.908
Poslovni prihodi 2005	251.019.335	50.276.865	91.597.030
Rast poslovnog prihoda 06/05	2,6%	24,4%	13,1%
Broj zaposlenih 2006	13.152	10.639	34.789
Broj zaposlenih 2005	15.131	11.650	36.094
EBITDA 2006	12.053.736	30.412.451	27.833.036
EBITDA 2005	12.749.822	22.479.098	28.645.021
EBITDA margina 2006	47%	48,6%	26,9%
EBITDA margina 2005	51%	44,7%	31,3%
EBIT 2006	7.098.970	15.784.068	128.441
EBIT 2005	6.277.992	9.949.575	1.021.446
EBIT margina 2006	2,8%	25,2%	0,1%
EBIT margina 2005	2,5%	19,8%	1,1%
Equity 2006	93.734.487	98.777.218	308.370.012
ROE 2006	7,6%	16,0%	0,0%

Izvor: Ekonomist Media Group, 2007

Tabela 15.2.31. Izračunavanje zadatih vrednosti za 2007. godinu (NIS i Telekom Srbije)

NIS	
P PRIHOD	257.431.323.000
P RASHOD	250.444.537.000
NETO DOBIT	6.273.779.000
AKTIVA	258.754.648.000
KAPITAL	93.369.325.000
ROE	6,72%
ROA	2,42%
Net margin	2,44%
Obrt aktive	99,49%
Finansijski leveridž	277,13%
EBIT	6.986.786.000
EBIT MARGIN	2,71%
TELEKOM SRBIJE	
P PRIHOD	73.895.511.000
P RASHOD	58.787.580.000
NETO DOBIT	11.573.270.000
AKTIVA	200.371.408.000
KAPITAL	100.831.975.000
ROE	11,48%
ROA	5,78%
net margin	15,66%
obrt aktive	36,88%
finansijski leveridz	198,72%
EBIT	15.107.931.000
EBIT MARGIN	20,44%

Izvor: Ekonomist Media Group, 2007.

Akcijama naših javnih preduzeća NIS-a, EPS-a i Telekoma, još uvek se ne trguje na Beogradskoj berzi, to je jedina berza u okruženju na kojoj nema akcija najkvalitetnijih i najvećih preduzeća. Zato su neki od osnovnih pokazatelja o trgovanju akcijama i izostavljeni a to su: P/E, koji pokazuje odnos tržišne kapitalizacija i neto dobit, P/S, odnos tržišne kapitalizacije akcija i prihoda od prodaje.

Možemo koristeći SWOT analizu konstatovati:

Prednosti:

- Delatnost
- najavljena privatizacija i restrukturiranje
- prestižna pozicija i državna podrška
- profitabilnost slična konkurentskim firmama u regionu sa znatno nižim cenama usluga do 2007. godine

Slabosti:

- Izvestan višak zaposlenih
- još uvek nedovoljan nivo integrisanosti delova u celinu
- jaka konkurencija u okruženju

Potencijali:

- Moguć vlasnički udeo vodećih svetskih kompanija
- očekivani rast tržišta po stopi znatno iznad rasta GDP
- stabilnost visokog tržišnog učešća
- rast cena usluga

Pretnje:

- Neizvesnost dinamike i obima restrukturiranja i privatizacije
- jačanje postojeće konkurencije
- globalna finansijska kriza može rezultirati previsokim diskontnom cene kapitala u slučaju IPO-a Telekoma Srbije, EPS-a i dr. javnih preduzeća
- opasnost da država finansira visoku javnu potrošnju umesto kapitalnih investicija u same kompanije po osnovu rasta cena usluga

Sada možemo reći da su izračunate stope EBITDA margina i EBIT margina, kao i koeficijent ROE i rast poslovnih prihoda u našim javnim preduzećima, dosta slični koeficijentima u ovim oblastima kako u zemljama u okruženju, tako i u nekim razvijenim zemljama. Sve to predstavlja dobar signal stranim investitorima i gotovo siguran garant visokih cena akcija javnih preduzeća na berzi. Ovi koeficijenti još nam govore i o spremnosti NIS-a, EPS-a i Telekoma za privatizaciju i pojavljivanje na Beogradskoj berzi. Po dosadašnjim analizama Telekom je najspremniji za trgovinu akcijama na berzi.

Tabela 15.2.32. EPS: EBITDA marža u 2008. godini

ČEZ (Češka)	52,2
Verbund(Austrija)	38,6
EPS (Srbija)	24,7
Transelektrika (Rumunija)	17,7
HEP (Hrvatska)	16,6

Izvor: Vlada Srbije – EBIDA –profit pre odbijanja poreza i finansijskih obaveza

Tabela 15.2.33. Telekom Srbije: EBITDA marža u 2008. godini

T-HT	48,0
Telefonika 02 (Češka)	44,8
Magyar Telekom	42,5
Telekom Srbija	41,4
Telekom Austrija	39,0

Izvor: Vlada Srbije – EBIDA –profit pre odbijanja poreza i finansijskih obaveza

Tabela 15.2.32. Koeficijenti profitabilnosti -Telekom Srbija

EV/EBITDA	P/E	P/B	PS	PCF
9,2	16,6	1,9	2,6	6,5

Tržišni koeficijenti Telekoma Srbije, izvedeni su na osnovu tržišnih koeficijenata kompanija iz oblasti telekomunikacija koje smo analizirali u radu. Razlika prosečnog rasta realnog EBITDA Telekoma Srbije u odnosu na Telekom Hrvatske, Mađarske, Poljske i Češke, mogla bi poslužiti kao korigovanje diskontne stope prilikom određivanja vrednosti kapitala kompanije.

Sada se postavlja pitanje da li se u dogledno vreme može očekivati jasna, transparentna strategija restrukturiranja i privatizacije javnih preduzeća? (S obzirom da je u poslednje vreme bilo dosta govora o privatizaciji NIS-a, koja je bila atipična) Javna preduzeća se međusobom veoma razlikuju i zato treba imati različite strategije prema njima. Smatramo da bi u srednjem roku trebalo privatizovati većinu preduzeća gde je moguće uspostaviti konkurenciju i koji nisu prirodni monopoli. Ova godina (2009.), ipak, nije najpogodnija za privatizaciju i da kratkoročno treba odložiti i one privatizacije koje su pripremane i planirane. Treba sačekati bolje vreme, jer čak sa stanovišta neto sadašnje vrednosti i EBIDA, moguće je dokazati da je zaduživanje povoljnija varijanta za Srbiju od prodaje javnih preduzeća, koja bismo sada prodali znatno ispod cene.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Privatizacija javnih preduzeća u Srbiji i razvoj tržišta kapitala treba da se razvijaju istovremeno, delom kroz oslanjanje na iskustva u razvijenim zemljama i ZUT, koje su koristile mehanizme tržišta kapitala za privatizaciju javnih preduzeća, a drugim delom kroz traženje rešenja za konkretne probleme. Pokazalo se kao najbolje za uspeh privatizacije i razvoj tržišta kapitala, upravo korišćenje kombinacije mehanizma tržišta kapitala za privatizacije javnih preduzeća. Zato smo u radu i koristili komparativne analize kroz primere najuspešnijih privatizacija iz oblasti energetike i telekomunikacija i dr. Na putu koji predstoji Srbiji, koji su zemlje Istočne Evrope već prošle, moramo poput tih zemalja završiti započetu privatizaciju uključujući javna preduzeća sa daleko razvijenijim tržištem kapitala nego što je danas.

Primenom aktuelne i relevantne literature i sopstvenim istraživanjem u okviru prezentirane strukture rada, potvrdili smo testirane hipoteze, ali i na osnovu dobijenih rezultata pokušali uticati na veću transparentnost javnog sektora koja je jedan od bitnih faktora za uspešno makroekonomsko vođenje. Velike promene očekuju se u celoj nacionalnoj privredi, posebno u ekonomiji javnog sektora. U tom pogledu, dat je određen doprinos u inteziviranju napora da se javna preduzeća po svojoj strukturi, organizaciji i funkcionisanju približe modelima moderno organizovanih i orjentisanih tržišnih ekonomija

Sa stanovišta naučnog doprinosa, izgradili smo konsistentan teorijski okvir za analizu izabranih aspekata tranzicije, odnosno teme koja se nedovoljno pojavljuje kao predmet analize u domaćim naučnim raspravama. U tom smislu, kombinovana primena teorijskog i praktičnog instrumentarija tržišta kapitala i privatizacije u analizi ekonomskih fenomena takođe predstavlja novinu u domaćoj ekonomskoj nauci. Ono što je, međutim, posedno bitno jeste da su rezultati ovog rada, pored naučno metodoloških doprinosa, i veoma konkretne preporuke u privatizaciji javnih preduzeća i razvoja tržišta kapitala.

Novinu u domaćoj ekonomskoj nauci predstavlja i predviđanje značaja faktora koji posebno utiču na kretanje vrednosti za akcionare, odnosno predviđanje preokreta trenda na tržištu akcija. Predviđanje trenda je neodvojiva i ključna aktivnost svakog investicionog odlučivanja. Zato je za donošenje dobrih investicionih odluka, potrebno kvalitetno analizirati i kompaniju i tržišne trendove. Pri tome smo imali u vidu da za analizu akcija i investiciono odlučivanje nisu primarne klasične finansijske kategorije, već prevashodno kapitalni dobitak (koji je ipak sekundaran u razvijenim tranzicionim zemljama, pa čak i u razvijenim zemljama, a kod nas gotovo zanemariva veličina).

Stoga su i izbor podataka, tržišnih i računovodstvenih veličina i indikatora, kao i ključne ocene u radu, prevashodno podređene uglu analize poslovanja kotiranih kompanija, sa izvučenim poukama za javna preduzeća u Srbiji. To je uslovilo da se u radu za analizu ključnih parametara i racija izabere set pokazatelja koji akcenat stavljaju na poslovne prihode i poslovne rashode, operativni profit i stavke koje su rezultat kontinuiranog poslovanja, a ne jednokratnih operacija. Zbog toga su u analizama dosta zastupljeni prihodi od prodaje (Sales), zatim operativni prihodi i odgovarajuća racija. Tako je, na primer, kao jedan od ključnih racija izabran EBITDA i EBITDA Margin, jer oni bolje odražavaju i novčani tok i profitabilnost u kontekstu posmatranih parametara analize. Data je svuda i Du Pont analiza kao nezaobilazni set pokazatelja.

Sistemički ukazujući na uzročno posledične veze između pojava i posledica i ocenjujući prednosti i nedostatke usvojenih rešenja i kvaliteta institucija, disertacija može da sugeriše

optimalni pravac i dinamiku daljeg razvoja javnih preduzeća i tržišta kapitala u Srbiji. Na osnovu rezultata istraživanja, rad bi trebao da produbi saznanja ekonomske teorije i prakse u domenu privatizacije i razvoja finansijskih tržišta i institucija u našoj zemlji, te doprinese povećanju efikasnosti procesa privatizacije javnih preduzeća, kao važnih elemenata upravljanja makroekonomskom politikom.

Na bazi analize mehanizma tržišta kapitala i privatizacije javnih preduzeća, kako u zemljama u tranziciji, tako i u finansijskim sistemima najrazvijenijih zemalja izvučene su i neke pouke i moguća rešenja za Srbiju, u cilju što efikasnijeg završetka tranzicije i ubrzanog privrednog razvoja. Iz priloženih podataka u radu može se zaključiti da je proces restrukturiranja javnih preduzeća u Srbiji neminovnost. Neophodno je smanjenje ukupnog broja zaposlenih, restrukturiranje dugova, izdvajanje i privatizacija sporednih delatnosti, povećanje produktivnosti poslovanja, povećanje konkurentnosti preduzeća i ukidanje subvencija iz budžeta. Postojeća organizaciona struktura javnih preduzeća ukazuje da su mnoge sporedne delatnosti koje mogu uspešno poslovati na tržištu i dalje neopravdano u sastavu javnih preduzeća, što se dodatno odražava na njihovu neefikasnost.

Ne postoji dilema da li treba privatizovati državna preduzeća koja trenutno posluju i u perspektivi će poslovati na konkurentskom tržištu već treba odabrati pravo vreme i hrabro početi proces privatizacije. Otvoreno je pitanje šta uraditi sa prirodnim monopolima - tamo gde postoji osnovano opredeljenje ili je situacija takva da je teško očekivati da se formira konkurentsko tržište u kratkom ili srednjem roku (na primer: Železnica Srbije, Aerodrom Beograd i sl.). Otvoreno je pitanje i kada sprovesti restrukturiranje pre ili posle privatizacije. Zato smo u radu svako preduzeće analizirali posebno, i posmatrali kao projekat, u kome će državne investicije i restrukturiranje pre privatizacije zavisiti od toga šta pokazuju sadašnje analize. Javna preduzeća u Srbiji su raznolika, pa se i njihovo restrukturiranje i privatizacija, moraju raznoliko tretirati i tempirati.

Mišljenja smo, da je od svih javnih preduzeća koja ulaze u postupak privatizacije Telekom najspremniji, i već početkom 2010. godine (ukoliko dođe do stabilizacije finansijskih tržišta) treba očekivati izlazak na Beogradsku berzu ili neku ino-berzu. Planirano je da Telekom prvi organizuje IPO, kada se finansijska tržišta budu oporavila posle jedne od najvećih finansijskih kriza u svetu. Globalna finansijska kriza je dovela u pitanje opstanak velikog broja vodećih finansijskih kompanija na razvijenim tržištima što može značajno prolongirati IPO Telekoma Srbije. Kako smo već rekli u prethodnom izlaganju, JP PTT raspolaže sa 80 odsto kapitala Telekoma, grčki OTE sa 20 odsto kapitala. To bi moglo znači da će verovatno Deutsche Telekom (DT) učestvovati u kupovini akcija Telekoma Srbije, imajući u vidu da je DT sa grčkom vladom većinski akcionar OTE-a.

Što se tiče takozvani prirodni monomola, poput Aerodroma, EPS-a i sl. po svemu sudeći trebalo bi još neko vreme da ostanu u većinskom državnom vlasništvu. Drugim rečima, važno je definisati strategiju i razgraničiti, šta je to što treba privatizovati bez sumnje, odnosno razgraničiti da li je preduzeće prirodni monopol ili nije. Ne smemo zaboraviti da je svrha privatizacije, na početku svake tranzicije da se obezbedi efikasnost preduzeća, njihova racionalnost i profitabilnost.

Srbija je još uvek zemlja u tranziciji, koju karakteriše privredna neizvesnost. U uslovima niske stope akumulacije, nerentabilnosti, visokog stepena zaduženosti i neefikasnosti privrede, teško je u praksi omogućiti efikasno funkcionisanje tržišta kapitala, bez obzira kako su zakonska rešenja koncipirana. Oskudnost finansijskih sredstava (zbog ne uključivanja javnih preduzeća) pokreće pitanje mogućnosti prodaje i kupovine akcija i drugih hartija od

vrednosti, naročito ako se ima u vidu da privreda nema dovoljno sredstava i da značajan broj privrednih subjekata ne uliva sigurnost da će uopšte doći do isplate dividende, a pogotovo u visini koja će biti iznad važećih kamatnih stopa. Ovo jasno ukazuje na malu ekonomsku stranu i loš bonitet značajnog broja privrednih subjekata potencijalnih učesnika na našem finansijskom tržištu. Navedeni problemi predstavljaju realnost u kojoj funkcioniše tržišta kapitala u Srbiji i njihovo eliminisanje je jedna od ključnih pretpostavki za njegov dalji razvoj.

Zato su trasirani pravci razvoja tržišta kapitala u Srbiji koji zahtevaju da se kao polazna tačka prati stanje u ovoj oblasti u svetu, sa akcentom na uvažavanje pravaca razvoja za naredni period koji su u Evropi postavljeni kao standard, a zatim da se definišu domaće okolnosti i pravci privatizacije javnih preduzeća.

Ukoliko naše tržište, ostane kritično nelikvidno, to će imati implikacije i na njegovu sudbinu (zamiranje) i na potencijale eksternog finansiranja preduzeća koja nastavljaju da egzistiraju kao otvorene korporacije. Naime, likvidnost tržišta i mogućnost brzog povlačenja iz datog ulaganja su značajni činioci njegove atraktivnosti. Nivo sadašnje i očekivane likvidnosti, uključujući privatizaciju javnih preduzeća, će uticati na formiranje kritične mase zainteresovanih investitora na strani tražnje. Ukoliko ovi uslovi nisu ispunjeni nedostatak tražnje će uticati na smanjenje cena akcija svih emitenata. Zato, bez uključivanja akcija javnih preduzeća neće biti moguće razviti kvalitetno i likvidno tržište kapitala u Srbiji.

Prijem kompanija na listing, kao što su javna preduzeća u Srbiji, ali i uspešno povezivanja Beogradske berze sa berzama u regionu preduslov su za uključivanje u međunarodne finansijske tokove. Pitanje uključivanja naših najkvalitetnijih akcija (javnih preduzeća), u investibilne regionalne indekse nije samo strateško pitanje, već treba imati u vidu da takvo trgovanje ima povratno dejstvo na povećanje likvidnosti tržišta akcija (karakteristika našeg tržišta je rast kapitalizacije i niska likvidnost, što nas svrstava u zemlje u tranziciji sa najslabije razvijenim tržištem kapitala). Dakle, kao posledica aktiviranja javnih preduzeća može se očekivati direktno povećanje likvidnosti domaćeg tržišta akcija.

U radu se ističe mišljenje da je prvi bedem odbrane stabilnosti tržišta kapitala stabilno institucionalno okruženje, koje privlači strane investitore i afirmiše principe tržišnog poslovanja, sa naglaskom na pravnu regulativu. Dosledno, s obzirom na izražen problem nedostatka kapitala, znanja i iskustva na polju privatizacije javnih preduzeća u Srbiji i finansijskih tržišta, mišljenja smo da postoji potreba za studijom koja pokušava da doprinese procesu stvaranja, i tokom vremena formiranja stabilnih, transparentnih i efikasnih javnih preduzeća, finansijskih tržišta i institucija u našoj zemlji. Velike promene očekuju se u nacionalnoj privredi, a samim tim i u razvoju finansijskog tržišta, kao stuba privrednog sistema svake zemlje. Zato je, u radu data komparativna analiza i određeni doprinos u inteziviranju napora da se javni sektor i tržište kapitala, po svojoj strukturi, organizaciji i funkcionisanju približi modelima, institucijama i mehanizmima funkcionisanja organizovanih tržišnih ekonomija Evropske Unije.

PRILOG

1. PRIKAZ I UPOREDNA ANALIZA PODATAKA O POSLOVANJU PREDUZEĆA JAVNOG PREVOZA PUTNIKA U GRADOVIMA EVROPSKIH ZEMALJA

U okviru priloga prezentiraju se podaci o razvijenosti sistema javnog prevoza i ostvarenim pokazateljima efektivnosti za niz gradova evropskih zemalja.

Podaci obuhvataju:

- vozni park (struktura),
- zaposleno osoblje,
- prihode i rashode,
- dotacije,
- investicije i
- niz izvedenih pokazatelja - indikatora proizvodnosti i efikasnosti sistema. Podaci su izloženi u odnosu na zemlje/gradove za koje se odnose.

1.1. UPOREDNI POKAZATELJI ZA PET GRADOVA ČETIRI ZAPADNOEVROPSKE ZEMLJE

U narednoj tabeli prikazani su podaci o operativnim troškovima, ostvarenim prihodima, subvencijama, kao i o stepenu pokrivenosti rashoda prihodima za gradove: Minhen, Štuttgart, Grac, Ženevu i Milano i to za dva vremenska preseka: 2002. i 2007. godinu. Iz priložene tabele se uočava da operativni troškovi rastu, ali da se, zahvaljujući merama koje su preduzeli, kako prevoznici tako i lokalne i viši nivoi vlasti, nivo pokrivenosti istih ostvarenim prihodima se povećava.

Tabela 1. – Prihodi po putniku, subvencije za povlašćene putnike i troškovi eksploatacije JGPP za 4 zapadno evropske zemlje (5 gradova)

Pokazatelji u godini	Zemlje/gradovi/prevoznici				
	Nemačka Minhen (MW)	Štuttgart (SSB)	Austrija Grac (GRAZER)	Švajcarska Ženeva (TPG)	Italija Milano (ATM)
2002.					
Operativni troškovi (u mil. EUR)	429,98	190	201,4	65,06	45,54
Ostvareni prihod od prodatih karata (u mil. EUR)	237,65	84	130,9	38,15	37,45
Subvencije za povlašćene putnike (u mil.EUR)	25,97	26,01	22,22	28,22	21,44
Prihod i subvencije	260,62	85	124,9	37,15	37,45

Tabela 1.-1.

Pokazatelji u godini	Zemlje/gradovi/prevoznici				
	Nemačka Minhen (MW)	Štuttgart (SSB)	Austrija Grac (GRAZER)	Švajcarska Ženeva (TPG)	Italija Milano (ATM)
2007.					
Učešće ostvarenih prihoda u operativnim troškovima (%)	27,02	21,83	32,43	31,91	41,22
Operativni troškovi (u mil.EUR)	480,33	204	250,6	94,21	60,66
Ostvareni prihod od prodatih karata (u mil.EUR)	265,61	95	155,6	70,82	47,31
Subvencije za povlašćene putnike (u mil.EUR)	26,61				
Prihod i subvencije	299,23	95	155,6	70,82	47,31
Učešće ostvarenih prihoda u operativnim troškovima (%)	27,5	23,57	30,92	32,82	33,88

1.2. FINANSIRANJE JAVNOG PREVOZA U PARIZU

Sa stanovišta strukture rashoda vidi se da najveću stavku čine plate zaposlenih (oko 58 odsto rashoda), ta da ih ostvareni prihodi od prodatih karata pokrivaju do nivoa od oko 40 odsto.

U Francuskoj je sistem finansiranja javnog prevoza u gradovima veoma razrađen i u njemu učestvuju svi nivoi vlasti, počev od lokalnih pa do državnih. Poslednjih godina i u Francuskoj se ulažu napor da se ekonomska efikasnost javnog prevoza poveća uz smanjenje finansiranja od strane vlasti. Ukupan stepen pokrivenosti operativnih troškova prihodima iznosi oko 56 odsto.

Tabela 2. – Finansiranje javnog prevoza u Parizu (podaci za 2007. godinu)

Pokazatelj	Struktura	
	(u milionima E)	(u %)
UKUPAN PRIHOD	15.735	100,00
U tome:		
Naplata karata	5.492	34,90
Doprinosi poslodavaca po raznim osnovama	2.392	15,20
Kompenzacije države iz JP-a	5.665	36,00
Ostali prihodi (reklame, nekretnine i sl.)	2.187	13,90
UKUPNI RASHODI	15.735	100,00
U tome:		
Energija	535	3,40
Repromaterijal i ostali troškovi	1.479	9,40
Troškovi plata i naknada osoblja	9.111	57,90
Troškovi finansiranja	1.699	10,80
Izuzetni i drugi troškovi eksploatacije	425	2,70
Takse	425	2,70
Dotacije	2.061	13,10
	Stavka prihoda/rashoda iz prethodne tabele	u mil.
	Prihodi od prevozne usluge	5.492
	Ostali prihodi	2.187
	Ukupni operativni prihodi	7.679
	Operativni rashodi (bez dotacija)	13.674
	Stepen pokrivenosti (u %)	56,16

Izvor: H. van Eys Urban structure and Accessibility, International Congres IFHP, Papers and Proceedings

1.3. SISTEM JAVNOG PREVOZA U ROTERDAMU

U članku o Urbanoj strukturi i saobraćajnoj pristupačnosti izneti su podaci o javnom prevozu putnika u Roterdamu – Holandija. Sa stanovišta ovog istraživanja podaci su značajni jer pokazuju odnos investicija u pojedine podsisteme javnog prevoza i odgovarajućeg ostvarenog prihoda.

Tabela 4. – Prihodi i investicije u sistem javnog prevoza

Sistem JP-a	Pokazatelji	
Broj prevezenih putnika u 2006. godini		
	(u 000 E)	(u %)
metro	38.000	22,96
tramvaj	61.500	37,16
autobusi	66.000	39,88
UKUPNO	165.500	100,00
Prihodi od prevoza putnika u 2006. godini		
	(u 000)	(u %)
metro	14.000	22,58
tramvaj	23.000	37,10
autobusi	25.000	40,32
UKUPNO	62.000	100,00
Ostvareni prihod po putniku		
	(u 000)	
metro	0,37	
tramvaj	0,37	
autobusi	0,38	
PROSEČNO	0,37	
Sistem JP-a	Pokazatelji	
Investicije u sisteme JP-a u 2007. godini		
	(u 000 E)	(u %)
metro	210.000	75,81
tramvaj	53.000	19,13
autobusi	14.000	5,05
UKUPNO	277.000	100,00
Investicije po prevezenom putniku i ostvarenom prihodu		
	(u 000)	(E investicije/E orihoda)
metro	5,53	15,00
tramvaj	0,86	2,30
autobusi	0,21	0,56
PROSEČNO	1,67	4,47

Izvor: H. van Eys *Urban structure and Accessibility*

2.4. LONDONSKI AUTOBUSKI SAOBRAĆAJ

Primer transformacije London transporta koja je sprovedena krajem devedesetih, najpre u Londonu a potom i u ostalim većim gradovima Velike Britanije, u stručnoj javnosti je istovremeno i hvaljen i osporavan projekat. Najvidljiviji rezultati transformacije vezuju se kompaniju London transporta – Londonski autobusi. U ovoj kompaniji izvršena je fragmentacija na 11 zavisnih kompanija 1. Osnovni podaci o radu ovih kompanija za 2007. godinu dati su u tabeli 5. Pokazatelji su veoma instruktivni. Tabela 6 pokazuje efekte ovog poduhvata koji se manifestuju smanjenjem jediničnih troškova u autobuskom podsystemu, što je i bio jedan od ciljeva projekta.

Tabela 5. – Osnovna obeležja kompanija ćerki u sastavu kompanije „Londonski autobusi“, jedne od kompanija London transporta

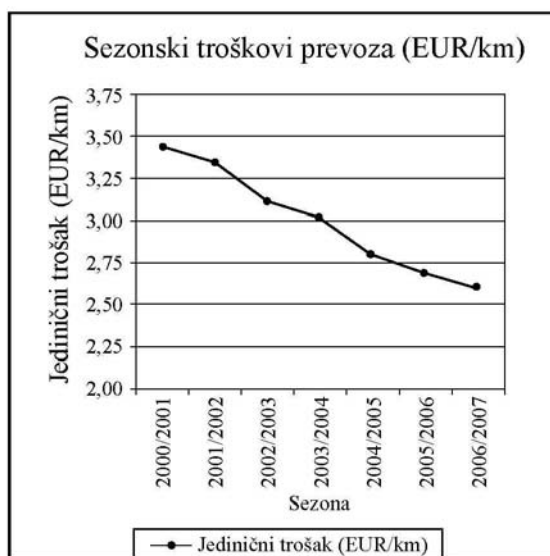
Naziv kompanije	Osnovni podaci			Pokazatelji rada voznog parka		Broj putnika po zaposlenom
	Broj prevezenih putnika (u mil/god.	Broj zaposlenih	Broj autobusa	Broj zaposlenih po vozilu	Broj putnika po vozilu	
Centenest	95	1.560	480	3,25	197.917	60.897
East London	125	2.515	670	3,75	186.567	49.702

Fragmentacija se zasnivala na principu tributarnih područja garaža, dakle, garaže su bile osnova za formiranje zavisnih kompanija

Naziv kompanije	Osnovni podaci			Pokazatelji rada voznog parka		Broj putnika po zaposlenom
	Broj prevezenih putnika (u mil/god.	Broj zaposlenih	Broj autobusa	Broj zaposlenih po vozilu	Broj putnika po vozilu	
Leaside Buses	139	1.925	545	3,53	255.046	72.208
London Central	94	1.885	475	3,97	197.895	49.867
London General	129	2.410	640	3,77	201.563	53.527
London Northen	73	1.255	360	3,49	202.778	58.167
London United	68	1.600	490	3,27	138.776	42.500
Metrilone	66	1.170	345	3,39	191.304	56.410
Selkent	84	1.505	461	3,26	182.213	55.814
South London	78	1.440	425	3,39	183.529	54.167
West Link	11	205	95	2,16	115.789	53.659
Prosek 11 kompanija	87,45	1.588	453	3,50	192.940	55.066

Tabela 6. Sezonski troškovi prevoza svedeni na kilometar

Sezona	Jedinični trošak (u EUR/km)
2000/2001	3,43
2001/2002	3,35
2002/2003	3,11
2003/2004	3,01
2004/2005	2,80
2005/2006	2,70
2006/2007	2,60

*Dijagram 1. – Sezonski troškovi prevoza*

1.5. INDIKATORI PROIZVODNOSTI I EFIKASNOSTI JAVNOG PREVOZA U GRADOVIMA EVROPE

Napomena: Za svaku zemlju sačinjeni su proseci na osnovu podataka o javnom prevozu u najvažnijim gradovima. Odnosi i svi cenovni indikatori izraženi su u ekijima i odnose se na 2007. godinu.

Tabela 7. Indikatori proizvodnosti i efikasnosti

Zemlja	Godišnji prihod u odnosu na			Godišnji troškovi u odnosu na		Odnos neto i bruto transportnog rada	Troškovi zarada po zaposlenim (ekija/zap/god)	Troškovi bez troškova zaposlenih u odnosu na bruto transportni rad (ekija/vozk/god)	Bruto transport rad po zaposlenom (vozk/god/zap)
	Ukupne godišnje troškove	Transportni rad		Transportni rad					
		Neto (u putn. Km/god)	Bruto u vozk/god)	Neto (u putn. Km/god)	Bruto u vozk/god)				
Beneluks	0,277	0,046	0,800	0,170	2,940	16,10	47.990	0,53	19.999
Francuska	0,253	0,151	1,900	0,680	2,800	14,00	31.491	1,26	17.351
Nemačka i Austrija	0,332	0,083	1,300	0,250	3,950	16,40	37.121	1,84	17.382
Italija i Grčka	0,300	0,040	0,900	0,160	3,430	22,90	34.344	1,38	16.036
Portugal	0,610	0,053	1,600	0,087	2,650	32,10	27.009	0,97	15.802
Nordijske zemlje	0,686	0,154	0,780	0,470	1,710	9,70	28.209	1,93	21.415
Spanija	0,831	0,035	1,540	0,040	1,860	47,50	12.803	0,82	12.714
Velika Britanija	0,850	0,077	1,420	0,102	1,440	16,70	16.500	1,43	17.987
Prosek	0,510	0,080	1,280	0,245	2,600	22,00	29.437	1,27	17.336

Izvor: Studija izrađena za potrebe Međunarodne unije za javni prevoz putnika, 2007. godine

1.6. STUDIJA MEĐUNARODNE UNIJE ZA JAVNI PREVOZ

Na zahtev Međunarodne unije za javni prevoz putnika, tokom 2007. godine prezentirana je studija u kojoj su analizirani podaci o javnom prevozu u 109 gradova Evrope. Oni su po određenoj proceduri sistematizovani a za ovo istraživanje izdvojena je tabela o indikatorima proizvodnosti i efikasnosti sistema JP-a po evropskim regijama. Iz tabele 7 vidi se da je proizvodnost i efikasnost javnog prevoza u evropskim gradovima, regionalno posmatrano, neravnomerna. Tako:

- odnos godišnjih prihoda i ukupnih godišnjih troškova varira u rasponu od 0,27 u zemljama Beneluksa do 0,85 u Velikoj Britaniji;
- odnos ostvarenih godišnjih prihoda u odnosu na ponudu sistema javnog prevoza iskazanu bruto transportnim radom varira u rasponu od 0,78 za Nordijske zemlje do 1,60 u Portugalu;
- ostvarena ponuda javnog prevoza iskazana u bruto transportnom radu u odnosu na zaposlenost varira između 12.714 u Španiji do 21.415 vozilokm/god/zap u Nordijskim zemljama itd.

1.7. TRI GRADA ZEMALJA U TRANZICIJI

Podaci koji se prikazuju u tabeli 8 veoma su indikativni za poređenja sa Beogradom. Varšava je najdalje otišla u restrukturiranju javnog prevoza, dok je Budimpešta te korake ubrzala poslednjih godina.

Tabela 8. – Uporedni pokazatelji efektivnosti javnog prevoza u nekim gradovima zemalja u tranziciji

Pokazatelj	Budmipešta (2007)	Gradovi (godina)	
		Varšava (2007)	Bukurešt (2007)
Godišnji broj putnika (u milionima)	1.314	1.277	1.460
Zaposleno osoblje	22.279	10.562	15.924
Inventarski broj vozila	3.294	2.630	1.517
Operativni troškovi (u milionima USD)	314,87	98,30	10,95
Operativni prihodi (u milionima USD)	306,96	96,00	10,32
Učešće dotacija u operativnim prihodima (u %)	64,90	35,90	63,30
Stepen pokrivenosti operativnih troškova operativnim prihodom 1 (u %)	34,22	62,60	34,59
Izvedeni pokazatelji efektivnosti			
Godišnji broj putnika/zaposlenom (u 000)	58,98	120,91	91,69
Broj zaposlenih po inventarskoj jedinici voznog parka	6,76	4,02	10,50
Operativni trošak po zaposlenom (000 USD/zap)	14,13	9,31	0,69
Operativni prihod (sa dotacijama) po zaposlenom (000 USD/zap)	13,78	9,09	0,65
Operativni prihod (bez dotacija) po zaposlenom (000 USD/zap)	4,84	5,83	0,24
Operativni prihod po prevezenom putniku-bez dotacija (USD/zap)	0,082	0,048	0,003
Operativni trošak po putniku (USD/zap)	0,240	0,077	0,008

Napomena: Odnos ostvarenog prihoda (bez dotacija) i operativnih troškova

L I T E R A T U R A

- Arditti D. Fred, 2002. "Derivates", Harward Business School, Boston
- Blanchard, O., 2000. "The Economich of Post-Communist Transition", Clarendon Press Oxford
- Busines Week, 2000., 2002., 2004 , 2007, 2008.
- Begović, Boris, 2000. "Regulacija prirodnih monopola", Ekonomika, Beograd
- Begović B. 2003. "Nova antimonopolska politika predlog rešenja", Centar za liberalno demokratske studije, Beograd
- Begović B. , Z. Vasić, N.Lazarević-Bajić, B. rajičević, M. Roganović, A. Simić, Đ. Staničić, B. Stojanović, D. Hiber, 2002. "Principi modernog upravljanja lokalnom zajednicom" Centar za liberalno demokratske studije, Beograd
- Begovic B., Živković B, Mijatović M., 2002. "Novi model privatizacije u Srbiji" Centar za liberalno demokratske studije, Beograd
- Begović B. 2000. " Efikasna regulacija prirodnih monopola", Ekonomska misao, Beograd
- Bošnjak, M., 2000. „Sporo s pogledom prema državi“, Ekonomski signali, Beograd
- Bernsten J., Sappington D., 2000. -Setting the X factor in price cap regulationi plan;, National Bureaux of Economic Research;
- Business Week,2008.
- Cvetković M., Todorović M., Nikezić D., 2001. „Aukcija-priprema i sprovođenje“, Ces Mecon, Beograd
- Claus Z. 2001: "Privatisation and liberalsation of the post and Telecommunication Sector – impact on Employees and trade Union" UNI , Berlin
- CEPIS-OPS 2005, „Regulation of the private provision publice water-related“
- Dieter Boss, " Public Enterprise Economics", North-Holland, 2005.
- Erić Dejan, 2004. „Finansijska tržišta i instrumenti“, Čigoja, Beograd
- Energy Information Administration, 2008.
- Fries, S., Timoty L., 2005. "Financial and Enterprise Restructuring in Emerging Market Economies", World Bank, Washington
- Ekonomist Medija Group-Top 300,2007
- Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani and Michael G., Ferri, 2005, "Foundations of Financial Markets and Institutions", Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey
- Finansijski izveštaji o poslovanju za preduzeća PTT, NIS, GSP, Telekom i sl. Za 2005/06/07/08.
- Fries, S., Timoty L., 2003. "Financial and Enterprise Restructuring in Emerging Market Economies", World Bank, Washington
- Fred Weston and Thomas Copeland, 2000.. "Managerial Finance", The Drayden Press, Chicago
- Financial Times, 2007. godina
- Garfield A. Drew, 2001. „New Methods for Profit in the Stock Market“, Methods Press, Boston
- Gibbon H., A Seller M. 2000. -Guidelines for Sellines State-Owned Enterprises, Privatization Yearbook, Privatization Inter-national
- Hendrik, S. Houthakker and Peter J. Williamson, 1996. „The Economics of Financial Markets“, Oxford University Press, Oxford
- H. van Eys-Urban structure and Accessibilitv,- International Congres IFHP, Papers and Proceedings
- Hubbard R. Glenn, 2001 „Corporate Finance and Investment“, Universitety of Chicago Press, Chicago
- Heming R. „Privatization and Public Enterprises“ IMF Wachington
- Horvatin N.2005., „What is the future of poblic utilities in Westrn Europe“ International Centar for Public Enterprises in Developing Countries
- Levich M. Richard, 2001. "International Financial Markets", McGraw-Hill, New York
- IB Revija, 2008. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize i razvoj; Ljubljana
- Mishkin ,Frederic, 2000. "Financial Markets, Institutions and Money", Harper Collins, New York
- Mishkin, F., Ekin , 1995. "Financial Markets and Institutions", Addisin-Wesley
- Mishkin, F., 2002. "Financial Markets and Institutions", Harper Collins

- Mishkin, F., 2005., „Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective“ NBER
- Mishkin F. and Stanley G. Eakins, 2000. “Financial Markets and Institutions”, Addison-Wesley, Meir , Kohn, 2001. “Financial Institutions and Markets”, McGraw-Hill, New York
- Nawbery David 2000.- Regulation of the Electricity Sector: Comments on some Alternative Models, University of Cambridge
- Newbery D., McDaniel 2007. „Auction and trading in energi market“ University of Cambridge
- NBS, 2008., „Finansijski izveštaj privrede u RS“, Beograd
- Nancy B. and John N. 2002.“ Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization, Center for Global Development Working
- Naftno-gasni sporazum, Ugovor o prodaji i kupovini akcija NIS-a a.d. – Novi Sad
- Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus, 2004. “Economic”, McGraw-Hill, New York
- Maksimović Ljiljana. „Transformacija društvenog proizvoda – svojinski aspekt“ Ekonomske teme, 2000.
- Medojević Nebojša. 2005. “Vaučerska privatizacija”, Podgorica
- Paunović Branka 2006. „Privatizacija, akcionarstvo i razvoj finansijskih tržišta“ , Savremena administracija a.d., Beograd
- Paunović Branka 2005., „Finansijska tržišta kao infrastrukturni ambijent tržišne privrede“ Ekonomski Anali, Ekonomski Fakultet, Beograd ; broj tematski, Savetovanje ekonomista privrednika i bankara
- Paunović Branka 2006. „Smernisa za budućnost-privatizacija javnih preduzeća“ Ekonomski Anali Ekonomski fakultet , Beograd
- Paunović Branka ,2008. „Finansijsko poslovanje i tržište kapitala“(pomoćni udžbenik-skripta) Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd
- Paunović, Blagoje, 2000. “Potreba komplementarnog razvoja internog i eksternog tržišta kapitala u jugoslovenskoj privredi”, Miločersko savetovanje, septembar 2000.
- Piter S. Rose and Sylvia C. Hudgins 2006., “Bankarski menadžment I finansijske usluge” data status, Zagreb
- Patrick A. Gaughan 2004. „Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings“ New York (Integracije Akvizicije I restrukturiranje korporacija The European Financial Common Market, cit. , Pohl, Anderson, and Dankov “Privatization and restructuring in Central and Eastern Europe” WB
- Predrag Kapor, “Međunarodno finansiranje infrastrukturnih projekata”, Intermex Software & Communications, Beograd 2004
- Public Network Europe – YearBook 2008.
- Časopis za primenjenu ekonomiju NEW DEAL br. 8, april 2002, Izdavač D.o.o. “New Deal International”
- Rakić B., 2001-“Javna preduzeća u tranziciji” Ekonomski Anali, br.Tematski ,Beograd,
- Joseph E. Stiglitz, 2004. “ Ekonomija javnog sektora”, Ekonomski fakultet Beograd,
- Jeremić Zoran., 2003. “Finansijska tržišta”, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd,
- Jeremić Z. 2005. , “Sektor nafte i gasa na finansijskom tržištu” Beograd
- Jeremić Z. 2008. Tržište akcija u Srbiji , Economist medija group, Beograd.
- Jindrich Svatek , 2008.T-Hrvatski TelekomRaiffeisen Centrobank Member of RZB Group
- J. A. Rosenthal, J. M. Ocampo, 1998.- Securitization of Credits, New York
- Jeff Madura, 2001 „Financial Markets and Institutions“ , 5-th edition, South Western Publishing, Cincinnati OH
- Scholtens, B., 2000. “Financial regulation and financial system architecture in Central Europe”, Journal of Banking & Finance , Elsevier
- Samuelson P.A. , Economics, XXIV izd. , McGraw-Hill
- „Službeni list SRJ“, br. 65/2002, „Službeni glasnik RS“, br. 57/2003 i 55/2004
- Strategija razvoja PTT Srbije
- Strategija razvoja NIS-a
- Studija UBS LIMITED; 2008. Ffilijale UBS AG.UBS AG, čiji ogranci, Ffilijale referišu kao UBS.
- Teweles, Richard, 2003. „The Stock Market“, John Wiley & Sons, New York
- The World Bank Emerging Markets Fact Book, 2008
- Veljanovski, Cento, 1987. „Selling the State- Privatization in Britain“, Weidenfeld and Nicolson, London
- Vidas, B. ,2001. «Kakav je strani kapital potreban Jugoslaviji i kako se za njega pripremiti», Poslovna politika, Beograd

- Vasiljević B. 2004., „Osnove finansijskog tržišta“, Beograd
- Vunjak N. 2004. „Finansijski menadžment“ Ekonomski fakultet Subotica
- World Development Report 2001., The World Bank, Washington,
- World Development Report 2003., The World Bank, Washington,
- World Development Report 2004., The World Bank, Washington
- World Development Report 2005., The World Bank, Washington
- World Development Report 2006., The World Bank, Washington
- World Development Report 2007., The World Bank, Washington
- Wurgler, J., 2005. „Financial Markets and the Allocation of Capital“ Journal
- Walace C. Peterson, Income, Employment and Economic Growth, w.w. Northom Comp. Ine. Toronto, 2000.
- Welch D., Fremond O., 2000. „The Case –by- Case Approach to Privatization Techniques and Examples „The World Bank, Washington
- Zbornik radova, 2001. «Finansijska tržišta, finansijske institucije i reformski procesi », Ekonomski fakultet, Beograd
- Zbornik radova, 2000. «Sistem u korupciji», Institut društvenih nauka, Beograd
- Zakon o javnim preduzećima i obavljanju delatnosti od opšteg interesa, Službeni glasnik RS br. 25/2002.
- Zakon o društvenom kapitalu, Sl. List SFRJ br. 84/89 i 46/90
- Zakon o izmenama i dopunama Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, Sl.gl.Rs.51
- Zakon o svojinskoj transformaciji, Sl. glasnik Republike Srbije, br. 32/97
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata „Sl. Glasnik RS” br. 47/06
- Zakon o preduzećima “Sl. Glasnik RS” br. 34/06

Internet sajтови :

<http://www.belex.co.yu>
<http://www.share-fund.so.yu>
<http://www.priv.yu>
<http://www.nis.yu>
<http://www.iem.bg.ac.yu>
<http://www.eadi.org>
<http://www.europa.eu.net>
<http://www.britishairways.com>
<http://www.sec.sv.gov.yu>
<http://www.ipo.com>
<http://www.investinginbonds.com>
<http://www.stockcharts.com>
<http://www.stockscreener.com>
<http://www.stockconsultant.com>
<http://www.compustat.com>
<http://www.nymex.com>
<http://www.londonstockexchange.com>
<http://www.worldbank.org>
<http://www.britishgas.com>
<http://www.omv.com>
<http://www.britishtelecom.com>
<http://www.eib.org>
<http://www.francetelecom.fr>
<http://www.ubs.com>
<http://www.spanija.org/telecom>
<http://www.ote.gr>
<http://www.deutschetelecom.com>
<http://www.britishpetro.com>
<http://www.endesa.es>
<http://www.bse.hu>
<http://www.matav.hu>
<http://www.ina.hr>
<http://www.slovnft.org>
<http://www.ptt.rs>
<http://telecom.rs>
<http://nyse.com>
<http://poslovnapolitika.co.yu>