

Boris Begović Boško Živković Boško Mijatović

NOVI MODEL PRIVATIZACIJE U SRBIJI

Centar za liberalno-demokratske studije
decembar 2000.

Sadržaj

	Rezime	3
I	Uvodne napomene	4
II	Privatizacija privrede	9
III	Privatizacija infrastrukturnih delatnosti	21
IV	Privatizacija banaka	34

Rezime

Poslednje političke promene u Srbiji stavljaju na dnevni red tranziciju, odnosno uspostavljanje liberalno-demokratskog poretka čija je ekonomska osnova kapitalizam. I zaista, vreme je da Srbija nadoknadi izgubljeno vreme i pridruži se srećnijim zemljama koje su u poslednjih deset godina izašle na put ekonomskog napretka. Privatizacija je jedna od komponenata tranzicije. Promena svojinskih odnosa – napuštanje dominacije kolektivne svojine u korist privatne svojine – svakako je temeljna stvar. Na društvenoj i državnoj svojini nije moguće graditi efikasnu privredu i slobodno društvo.

Osnovni cilj privatizacije jeste *povećanje efikasnosti* preduzeća, proistekle iz zdravijih motiva poslovanja, a kroz smanjenje troškova, finansijsku rekapitalizaciju, bolju radnu disciplinu, bolju organizaciju, nove investicije i slično. Drugi cilj je *poboljšanje finansijske pozicije države*, i to na tri načina: od prihoda od privatizacije; od gašenja subvencija državnim i društvenim preduzećima; od povećanja poreskih prihoda iz veće ekonomske aktivnosti. Za vladu, važan cilj privatizacije može biti *pokušaj povećanja sopstvenog političkog rejtinga* izborom demagoški ubedljivog programa privatizacije, što je u suprotnosti sa prva dva cilja.

Postojeći model privatizacije u Srbiji je vrlo loš. Niti obezbeđuje privatizaciju, niti privatizovana preduzeća dobijaju na efikasnosti, niti je pravedan. Stoga ga treba odbaciti i zameniti boljim.

Iskustvo privatizacija u zemljama u tranziciji, uključujući i Srbiju, pokazalo je da je prodaja društvenog i državnog kapitala daleko bolji model privatizacije od vaučerske i akcionarstva zaposlenih.

Osnovni elementi novog koncepta privatizacije su:

- osnovni model privatizacije u Srbiji treba da bude prodaja društvenog i državnog kapitala,
- model prodaje treba tako podesiti da se obezbedi dominantan vlasnik (strateški investitor), koji poseduje kontrolni udeo u svojini kako bi mogao da efikasno upravlja preduzećem,
- dominantni metod prodaje trebalo bi da bude tender, tj. prikupljanje konkurentskih ponuda posle javnog poziva,
- cena bi bila važan, ali ne i jedini kriterijum izbora ponude, već bi bili uzeti u obzir i ostali elementi (buduće investicije, zaposlenost itd),
- strani investitori bi imali jednako pravo učešća kao i domaći,
- i država i zaposleni i zainteresovani investitori mogli bi da podnesu program privatizacije i tako iniciraju privatizaciju jednog preduzeća,
- kada u preduzeću posle prodaje preostane neprodatog društvenog ili državnog kapitala, ostatak bi bio privatizovan javnim upisom akcija, pri čemu bi sredstva plaćanja mogli biti novac, stara devizna štednja i vaučeri,
- država, koja mora biti poštena i prosvetljena, mora imati puno učešće i nadzor nad prodajom,
- pri privatizaciji pojedinih velikih, loših banaka, država bi privremenu preuzela vlasničku ulogu i prodala ih, po izvesnom restrukturiranju, zainteresovanim investitorima.

I UVODNE NAPOMENE¹

Svojina i efikasnost

Entuzijazam za državna preduzeća splasnulo je u celom svetu u poslednje dve decenije, a proces privatizacije državnih (i društvenih) firmi odneo je preko 75.000 žrtava. Najveći broj njih predstavljaju preduzeća u zemaljama u tranziciji, ali ih je dosta i u razvijenim i zemljama u razvoju.

Nesporno je da je vlasništvo bitno i da privatna svojina predstavlja najvažnijeg činioca uspešnog poslovanja preduzeća. Ekonomska istorija različitih zemalja i empirijska istraživanja pokazali su da su privatna preduzeća efikasnija od državnih i društvenih. Meggison i Netter su sačinili pregled empirijskih studija o privatizaciji širom sveta, a njihov zaključak je da privatizovane "firme gotovo uvek postaju efikasnije i profitabilnije, da povećavaju kapitalno investiranje i da postaju finansijski zdravije", odnosno da "empirijske studije dokumentuju znatno (često dramatično) unapređenje performansi" posle privatizacije.² Do sličnih zaključaka su došli Havrylyshyn i McGettigan, koji su analizirali empirijske studije o efektima privatizacije u zemljama u tranziciji: "empirijske studije gotovo nepodeljeno pokazuju da privatizovana preduzeća nadmašuju po performansama državna preduzeća".³

Kako je pre 130 godina rekao naš stari ekonomista Čedomilj Mijatović: "ima dovoljno razloga da se misli da je i sam čisti prinost od zemlje koju država radi po pravilu slabiji od onoga koji inače pod istim prilikama privatnom privredniku dolazi. Država vodi poljsku privredu preko plaćenih zvaničnika, kojih su privatni interesi vrlo malo, ili ni malo, vezani za posledice radnje na domeni. Time je narodno gazdinstvo opet u šteti ukoliko mu izvestan kapital manje donosi no što bi inače moglo".⁴

Privatna svojina, naravno, nije jedini uzrok dobrih rezultata preduzeća, već su to i pametna ekonomska politika i kvalitet pravnih i administrativnih institucija, posebno onih koje obezbeđuju svojinska prava i njihov promet (tržište kapitala) i konkurenciju na svim tržištima. Stoga je privatizacija obično jedan od elemenata šireg programa strukturnih prilagođavanja, u koji ulaze institucionalne reforme, liberalizacija cena i spoljne trgovine, reforma finansijskog sistema i javnih prihoda i rashoda, antimonopolsko zakonodavstvo i slično.

¹ Autori se zahvaljuju Branku Milanoviću na korisnim komentarima i sugestijama.

² W. L. Meggison and J. M. Netter – From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization, Conference *Global Equity Market*, December 10-11, 1998, Paris, str. 44

³ O. Havrylyshyn and D. McGettigan – Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature, IMF, WP/99/6, January 1999, str. 1

⁴ Č. Mijatović - Nauka o državnom gazdinstvu ili nauka o financiji, Državna štamparija, Beograd, 1869

Ciljevi privatizacije

Ciljevi privatizacije mogu biti brojni, a pogodno je podeliti ih na ekonomske i političke. Pri tome bi trebalo imati na umu činjenicu da privatizacija nije sveopšti lek, pa joj ne bi trebalo postavljati previše ciljeva, jer su onda konflikti među njima neminovni.

Osnovni i najvažniji cilj privatizacije je **stvaranje efikasne privrede**, zasnovane na dominaciji privatne svojine, umesto sadašnje neracionalne, oslonjene na neefikasnu društvenu i državnu svojinu. Višedecenijsko iskustvo bivše SFRJ i njene naslednice SRJ jasno govori da na društvenoj i državnoj svojini i njihovim nezdravim podsticajima nije moguće ostvariti ekonomski napredak, već da su stagnacija ili kriza neminovne posledice. Ovaj cilj zasnovan je na očekivanju da će privatni vlasnici i menadžeri koje oni postavljaju doneti popravljaju performansi i povećati šanse preduzeća da preživi konkurentsku utakmicu kroz uvođenje novih tehnologija i proizvoda, nove finansijske izvore, bolju organizaciju i radnu disciplinu i, generalno, bolje upravljanje preduzećem.

Drugi ekonomski cilj je **unapređenje finansijskog stanja države**. Kroz prodaju društvenog i državnog kapitala država može doći do znatnih sredstava, kojima može ili da finansira opšte korisne aktivnosti ili da servisira svoje dugove. Siromašna država ne sme da poklanja, već mora da prodaje. Na finansijsku poziciju države pozitivno utiču još dve stvari: ukidanje subvencija koje je do privatizacije davala društvenim i državnim preduzećima i povećanje poreskog prihoda iz veće i efikasnije proizvodnje.

Treći cilj je **uklanjanje stalnog favorizovanja društvenog i državnog sektora** na račun autohtonog privatnog, što ovom poslednjem predstavlja veliko ograničenje i onemogućava razvoj. Država je stalno, ali i gotovo neminovno spašavala neefikasna društvena i državna preduzeća subvencijama raznih vrsta (krediti i devize ispod tržišne cene, uvezno favorizovanje, neplaćanje dugova, poreske beneficije itd), što je značilo preusmeravanje skromnih resursa od produktivnijih ka manje produktivnim ili neproduktivnim preduzećima.

Među političkim ciljevima su širenje privatne svojine kao temelja liberalno-demokratskog poretka, jačanje srednjeg sloja, depolitizacija privrede i društva i slično. Nije dobro, mada je često, korišćenje privatizacije kao sredstva kojim vladajuća stranka želi da poveća svoj politički rejting, jer se tada odluke o privatizaciji ne donose na osnovu ekonomskih, već medijsko-marketinških kriterijuma.

Politika i privatizacija

Privatizacija nema samo ekonomski aspekt, već i socijalno-politički. Ona menja distribuciju društvene moći, jer je prenosi iz ruku jednih, obično od države postavljenih menadžera i političkih partija, u ruke drugih, tj. novih privatnih vlasnika. Radnici se obično boje pretnji koje vide u privatizaciji, mada često popravljaju svoj finansijski položaj posle nje. I mnogi drugi, na primer oni koji u mutnoj vodi traže priliku za laku i brzu zaradu, nalaze interesa za proces privatizacije. Stoga čista politika ima svoj udeo u koncipiranju i sprovođenju privatizacije, na dobro ili na zlo. Program privatizacije mora

imati dovoljnu političku podršku da bi uspeo, ali obezbeđenje te podrške može uneti u formulisanje i sprovođenje programa previše političkih momenata, na račun ekonomske racionalnosti.

Sa političkog stanovišta, prva, početna faza nove, demokratske vladavine u Srbiji je najpogodniji trenutak za koncipiranje i ozakonjenje novog modela privatizacije (brzina sprovođenja je drugo pitanje). Naime, političke okolnosti su sada najpovoljnije za stvaranje dobrog modela privatizacije i ne bi trebalo propustiti ovaj trenutak. Prvo, izbori su završeni, a novi nisu na vidiku, pa nova vlada Srbije neće biti pod presijom predizborne groznice i potrebe da pridobija birače i druge činioce, već može da državnički pristupi problemu i pokuša da nađe najpovoljnije rešenje sa stanovišta racionalnosti. Drugo, interesne grupe sada ne predstavljaju veći problem, jer su stare razbijene i ne uspevaju da se konsoliduju, dok nove još nisu ojačale. A interesne grupe mogu predstavljati, kako je iskustvo pokazalo, izuzetno veliku prepreku valjanom modelu privatizacije i skretničara u vode koje odgovaraju njihovim partikularnim interesima. Tako je lako moguće da sindikati i asocijacije poslovnih ljudi toliko osnaže u srednjem roku da pokušaju, i uspeju, da preusmere privatizaciju u pravac koji odgovara njima, ali je neopravdan sa opšteg stanovišta. Na primer, u Rusiji je vladin inicijalni program privatizacije tokom legislativne procedure toliko izmenjen, a pod pritiskom raznih lobija, da je tamošnja privatizacija završila kao jedna od najneuspešnijih i najlošijih među zemljama u tranziciji.⁵

Da bi privatizacija bila uspešna, ona mora imati jaku političku podršku kako bi bili savladani inercija birokratije i posebni materijalni i politički interesi.

Konsenzus društvenih (interesnih) grupa ne bi trebalo ni pokušati ostvariti. Znatno je produktivnije stvarati konsenzus građana, dakle svih onih koji će imati koristi od privatizacije.

Privatizacija u Srbiji

U Srbiji je privatizacija započeta pre jedanaest godina i – nije daleko odmakla. Danas je privatizovano znatno manje od 10% kapitala nekadašnjeg društvenog sektora. U novembru 2000. stanje je bilo sledeće:

Tabela 1. Rezultati privatizacije

	broj preduzeća
započeto privatizacija	428
završen upis u prvom krugu	284
završen upis u drugom krugu	246
završeno privatizacija	18

Izvor: Izveštaj Direkcije za procenu vrednosti kapitala, Beograd, 10.11.2000.

⁵ Pojedini autori, kao Jeffrey Sachs, čak predlažu renacionalizaciju dela ruske industrije.

Prema važećem zakonu je, vidimo, završena privatizacija samo osamnaest preduzeća, što je izuzetno malo za tri godine njegovog važenja. Pored toga, gotovo sva preduzeća koja su pokrenula privatizaciju su mala, osim nekoliko srednjih preduzeća. Ukupna vrednost akcija emitovanih u prvom krugu (za besplatnu podelu) iznela je 11,9 milijardi dinara, od čega je podeljeno 7,1 milijardi.

Zakoni su se menjali, navodno nabolje, ali velike najave nikada nisu ostvarene. Za bolje rezultate privatizacije i bolje zakone uvek je nedostajao neki korak, a nedostajao je zato što nije postojala politička volja da se u stvarnu privatizaciju uđe. Socijalistička vlast je glumila naklonost prema privatizaciji, a u stvari je težila, i uspela, da zadrži kontrolu nad privredom u svom interesu. Prava i potpuna privatizacija oslobodila bi privredu kontrole politike, što bivšem režimu nije bilo po volji.

Postojeći zakon o privatizaciji je loš. On niti obezbeđuje privatizaciju, niti bi privatizacija po njemu donela efikasna preduzeća, niti je pravedan.

Važeći zakon ne obezbeđuje privatizaciju zato što je odluku o ulasku u postupak privatizacije prepustio slobodnoj volji preduzeća, kao da se ne radi o društvenom kapitalu, već o kolektivnoj svojini zaposlenih. Takvo decentralizovano odlučivanje, a bez postavljenog krajnjeg roka za odluku, ostavlja privatizaciju na milost i nemilost igri posebnih interesa u preduzeću, odnosno proceni menadžmenta i zaposlenih da li je u njihovom najboljem interesu da privatizuju firmu ili da je zadrže u postojećem statusu. Sam zakon sadrži i stimulaturna i destimulaturna rešenja, s tim da pretežu destimulaturna, što pokazuje i dosadašnje iskustvo sa relativno malim brojem uglavnom malih preduzeća koja su otpočela privatizaciju.

Čak i kada bi privatizacija bila obavezna i kada bi brzo napredovala, odabrani tip akcionarstva zaposlenih je, kako smo videli u prethodnom odeljku, vrlo nepovoljan sa stavnovišta restrukturiranja i kasnijeg poslovanja. Da model generiše insajdersku privatizaciju nema sumnje, jer su mnoge beneficije date zaposlenima u preduzeću, a i oni sami imaju interesa, a i znatne mogućnosti, da kontrolu nad preduzećem zadrže u svojim rukama.

Važeći model nije ni pravedan, jer pravo na poklon akcije, koje mogu dostići 60% kapitala preduzeća, imaju samo zaposleni i penzioneri iz društvenog i državnog sektora, a ne i ostali brojni građani. Štaviše, zaposleni raznim trikovima onemogućavaju učešće drugih građana u podeli besplatnih akcija, čime krše zakon. Istovremeno, država im ide na ruku jer ne promovira privatizaciju i prava građana.

Poseban problem predstavlja nepoverenje građana i zaposlenih u stabilnost instituta privatizacije, jer je tzv. revalorizacija iz 1994/95. godine poništila prethodne privatizacije, što je bilo opravdano sa moralnog stanovišta, ali je privatizaciju vratilo natrag i nepovratno uništilo njen kredibilitet.

Iskustvo Srbije tokom deset godina pokušaja privatizacije izuzetno je neuspešno. Izuzetno malo je privatizovano, a i ono što je privatizovano ostalo je da tavori. Tome nisu

uzrok samo nepovoljne spoljne okolnosti, već inherentno loše osobine odabranog modela. Akcionarstvo zaposlenih samo je jedna, opet neuspešna varijanta samoupravljanja.

Akcionarstvo zaposlenih nije dovelo, čak ni u firmama koje su odmakle ili završile privatizaciju, do smene neuspešnih direktora. To potvrđuje bojazan da raspršeno vlasništvo unutar preduzeća (stotine i hiljade vlasnika akcija) otežava promene i omogućava i neuspešnim rukovodiocima da ostanu na položaju.

Postoje mišljenja da bi uklanjanje ograničenja u trgovanju poklonjenim akcijama brzo dovelo stvari u red, tj. da bi brza sekundarna kupoprodaja dovela do koncentracije akcija u malo ruku, a time i do pojave dominantnog vlasnika, spremnog i sposobnog da uspešno vodi firmu. Međutim, iskustvo Rusije pokazuje da velika većina privatizovanih preduzeća kroz akcionarstvo zaposlenih i dalje tavori, čak i kada je vlasništvo koncentrisano u rukama menadžmenta. Izgleda da za spoljnog vlasnika nema zamene.

U našoj zemlji se diskusije o najboljem modelu privatizacije vode već celu deceniju i još nisu završene. Zanimajući finese, može se reći da je osnovna podela bila na zastupnike vaučerske privatizacije i zastupnike akcionarstva zaposlenih. Prvi su naglašavali brzinu privatizacije i nepostojanje dovoljnog kapitala za kupovinu preduzeća po iole razumnoj ceni, a posebno zbog nemogućnosti priliva stranog kapitala u uslovima ratova i međunarodnih sankcija. Drugi su, implicitno, pretežno imali na umu političke motive, tj. smanjenje otpora privatizaciji od strane zaposlenih, tj. "socijalno prihvatljivu" privatizaciju, kako su je zvali. Prodaju preduzeća, odnosno društvenog i državnog kapitala, uključivali su u svoje modele i zastupnici vaučerske privatizacije i zastupnici insajderske privatizacije, ali bez elana, polazeći od ograničenih mogućnosti domaćeg finansiranja.

Intelektualno poreklo ovih dvaju modela lako je naći. Zagovaranje vaučera u nas deo je preovlađujućih shvatanja među akademskim ekonomistima i u brojnim zemljama u tranziciji počevši od 1990. godine, a posebno posle uspeha, kako se činilo, prve faze češke privatizacije. Orijentacija na akcionarstvo zaposlenih vodi poreklo iz starog samoupravnog duha, koji vrlo postepeno slabi tokom 1990-tih godina.

II PRIVATIZACIJA PRIVREDE

Modeli privatizacije i iskustva drugih zemalja

Modeli

Postoje brojni modeli privatizacije, međusobno veoma različiti kako po tehnikama sprovođenja, tako i po postprivatizacionoj strukturi vlasništva i načinu funkcionisanja preduzeća. Na žalost, nijedan od njih nije savršen, već svaki poseduje svoje prednosti i nedostatke.

Osnovna su četiri čista modela: reprivatizacija (denacionalizacija), prodaja, besplatna podela i akcionarstvo zaposlenih.

Reprivatizacija predstavlja oblik privatizacije zato što obuhvata vraćanje svojine nad državnim ili društvenim preduzećima i drugom produktivnom imovinom bivšim sopstvenicima ili njihovim naslednicima. Povraćaj može biti u obliku prirodne restitucije (vraćanja imovine, odnosno preduzeća u svojini) ili suvlasništva na datom preduzeću ili imovini ili u obliku kompenzacije u vidu suvlasništva na nekom drugom preduzeću ili imovini ili u obliku državnih obveznice ili novca. Iako se reprivatizacija u istočnoevropskim zemljama vrši iz drugih razloga (moralni, kredibilitet države), ipak je njen sporedni efekat privatizacija društvenog ili državnog kapitala.

Od zemalja u tranziciji, samo je u Estoniji učinjen napor da se izvede što šira reprivatizacija, dok je u Češkoj, Poljskoj, Sloveniji, Hrvatskoj, Makedoniji itd izvođena sa manjim elanom i dala je manje rezultate.

Pošto reprivatizacija prevashodno zavisi od političke filozofije vlade i pošto tim putem može biti privatizovan manji deo društvenog i državnog kapitala, to ćemo je u nastavku zanemariti.⁶

Najstariji metod privatizacije je **prodaja** državnog preduzeća privatnim licima. Ta tehnika korišćena je i koristi se i dalje u razvijenom delu sveta, kao i u zemljama u razvoju. Napoznatiji primer je privatizacija u Velikoj Britaniji tokom 1980-tih godina, koja je i pokrenula talas privatizacije u celom svetu. Dva su osnovna metoda prodaje: prvo, javni upis akcija; drugo, direktna prodaja najpovoljnijem ponuđaču. Kod prvog, država fiksira cenu akcije i ponudi ih na prodaju zainteresovanima – bilo privatnim licima, bilo institucionalnim investitorima. Kod drugog, država organizuje prikupljanje ponuda na konkurentski način (tenderi) ili neposredno pregovara sa zainteresovanim investitorima. Moguća je i kombinacija ovih dvaju metoda prodaje.

Prodaja je praktično jedini primenjen metod privatizacije u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Ponekad se odstupa od metoda prodaje po punoj ceni, jer vlade, kao

⁶ Videti D. Hiber i B. Mijatović – Zakoni o denacionalizaciji (nacrt zakona), Liga za zaštitu privatne svojine i ljudskih prava, Beograd, 1997

britanska svojevremeno, teže širenju akcionarstva i jačanju srednjeg sloja, pa organizuju javni upis akcija sa nižim cenama od tržišnih ukoliko ih kupuju građani. Ideja je da se popustima obezbede kapitalni dobici kupaca-građana i tako oni podstaknu na upis.

U zemljama u tranziciji, privatizaciju kroz prodaju najdoslednije su koristili Nemačka (za istočnonemačku privredu), Mađarska i Estonija. Ukoliko je za istočnonemačku privatizaciju jasno zašto je isključivo bila oslonjena na prodaju, interesantno je pogledati razloge Mađarske i Estonije: u obe zemlje je prevagnulo shvatanje da se dobro upravljanje privatizovanim preduzećima može ostvariti jedino ukoliko se ona prodaju, a ne i ukoliko se besplatno podele građanima ili delimično besplatno zaposlenima. Reformska estonska vlada čak je angažovala stručnjake nemačke privatizacione agencije Trojhand u konceptijskim i tehničkim poslovima, uz veliko oslanjanje na međunarodne tendere.

Potreba za privatizacijom velikog broja preduzeća u zemljama u tranziciji pokrenula je oko 1990. godine potragu za inovativnim pristupom. I pronađena je **vaučerska privatizacija**. Ideja je jednostavna: građanima se besplatno podeli specijalan privatizacioni novac (vaučeri), kojima oni kupuju akcije preduzeća. Vaučeri mogu biti dati građanima ili u jednakom ili u nejednakom iznosu, a prema godinama starosti ili radnog staža i nekim drugim karakteristikama. Vaučerska privatizacija može biti organizovana centralizovano, za veći broj preduzeća odjednom (češki sistem), ili decentralizovano, za svako preduzeće pojedinačno (ruski sistem).

Najpoznatije vaučerske privatizacije su češka (i slovačka) i ruska, a delom su joj pribegle Poljska, Litva, Letonija, Slovenija, kao i centralnoazijske republike (Jermenija, Kazahstan, Kirgizija). Češka privatizacija je bila centralizovana, pri čemu je država istovremeno prodavala veliki broj preduzeća koristeći iterativnu tehniku promene "cena". Pošto su vaučeri bili neprenosivi među građanima, formirano je više investicionih fondova koji su akumulirali vaučere građana i "kupovali" akcije preduzeća. U Rusiji je vaučerska privatizacija bila decentralizovana, a vaučeri prenosivi. Ipak, kupoprodaja vaučera je bila skromna, a većina je investirana u preduzeća u kojima su vlasnici vaučera bili zaposleni.

Akcionarstvo zaposlenih podrazumeva znatne popuste na cenu akcija (ili delimično besplatnu podelu) menadžerima i/ili zaposlenima u preduzećima koja se privatizuju. Ona tako predstavlja kombinaciju prodaje i besplatne podele, ali s tim da su beneficije podele ograničene na zaposlene u datom preduzeću. Odloženo plaćanje je uobičajeno, kako bi bio savladan problem nedovoljne kupovne snage zaposlenih.

Akcionarstvu zaposlenih popularno je na području bivše Jugoslavije, kao politički nabezbolniji način prelaska iz samoupravne u privatnu privredu. Najbezbolniji zato što akcionarstvo zaposlenih najmanje menja tip kontrole nad preduzećem – ona ostaje u rukama zaposlenih, bar u kratkom i srednjem roku, do većeg prometa i koncentracije akcija. Stoga su joj pribegle Slovenija, Hrvatska, Srbija i Makedonija. Od drugih zemalja, Poljska je, polazeći od socijalističke tržišne privrede, takođe jednim delom koristila akcionarstvo zaposlenih. Rusija je, kako smo videli, krenula od sasvim drugog modela

privatizacije, ali je, zbog tehničkih rešenja, završila u znatnoj meri sa akcionarstvom zaposlenih, pri čemu je menadžerski sloj uspeo da u mnogim preduzećima postane dominantan vlasnik. I Rumunija i Slovačka su delimično pribegle ovom modelu.

Prednosti i nedostaci pojedinih modela

Ukoliko je osnovni cilj privatizacije *stvaranje efikasnih preduzeća*, odnosno dobitak u efikasnosti, tada prevashodan značaj pri izboru modela privatizacije treba da ima buduće dobro upravljanje preduzećima (*corporate governance*). Različiti metodi privatizacije daju različite strukture vlasništva nad preduzećem, pa time i različitu efikasnost.

Konfiguracija svojinske strukture u suštini zavisi od sledeća dva para mogućih rešenja: vlasnici su spoljni investitori ili zaposleni u preduzeću; vlasništvo je koncentrisano u manjem broju ruku ili je raspršeno na veći broj sopstvenika. Od ove četiri kombinacije zavisi dobro upravljanje preduzećima u zemljama u tranziciji.

Spoljni investitori imaju jasan interes da preduzeće funkcioniše što je moguće bolje, jer tada raste vrednost njihove imovine. Ukoliko uspeju da kontrolišu menadžere i prisile ih da rade u najboljem interesu preduzeća, tada je verovatan najbolji rezultat. Međutim, menadžeri imaju svoje sopstvene interese koji se ne poklapaju sa interesima preduzeća i vlasnika. Pitanje je, dakle, kako obezbediti da menadžeri rade u korist preduzeća i vlasnika (tzv. agencijski problem). Problem se može javiti u zaoštrenom obliku onda kada je broj vlasnika preduzeća vrlo velik i kada nijedan od njih nema ni snagu, ni interes da nadzire menadžment; tada je moguće da menadžeri rade slabo i/ili u svoju korist, a bez stvarnog rizika da ih vlasnici smene. Zrele tržišne ekonomije našle su odgovor na ovo pitanje kroz tržište menadžera, tržište kapitala i preuzimanja preduzeća, podsticajno nagrađivanje menadžera, upravne odbore, uticaj banaka i slično. Međutim, ovi indirektni mehanizmi teško da u skorije vreme mogu dobro da posluže u zemljama u tranziciji. Potrebno je nešto jače – a to je smanjenje agencijskog problema na najmanju meru kroz *postojanje dominantnog vlasnika*, dakle vlasnika sa dovoljno velikim učešćem koji će i moći i hteti da uspešno nadzire menadžere u svom sopstvenom interesu.

Dominantan je vlasnik onaj koji poseduje ili celo preduzeće ili dovoljno veliko učešće u vlasništvu nad preduzećem, tj. koji poseduje kontrolni paket akcija (ili udela). Sa ovog stanovišta, široka disperzija vlasništva (veliki broj malih vlasnika) nije dobra, jer ne obezbeđuje, niti stvara mogućnosti za dobro upravljanje preduzećem; naprotiv, pasivno ponašanje svih vlasnika jako podseća na društvenu svojinu, pri čemu nema nikoga ko kontroliše i smenjuje menadžere. Daleko je bolje da postoji jedan veliki vlasnik, bilo da poseduje preduzeće u celini, bilo da ima dominantno učešće u vlasništvu.

Do dominantnog vlasnika u preduzeću najlakše se i najbrže dolazi prodajom preduzeća zainteresovanima, i to ne kroz javni upis akcija (koji obično vodi raspršenom vlasništvu), već kroz direktnu prodaju (na primer, kroz tendere). Ovaj drugi tip privatizacije baš se zasniva na ideji prodaje celog preduzeća ili njegovog znatnog dela jednom kupcu (naravno i jednoj grupi).

Prodaja kapitala preduzeća dominantnom vlasniku je, znači, superiorna sa stanovišta ekonomske efikasnosti. Ona oblično donosi dobro upravljanje, što znači rekapitalizaciju preduzeća, proširenje poslova, reorganizaciju, jačanje discipline, više preduzetništva. Posebno je povoljno ukoliko je ozbiljan strani investitor postao dominantan vlasnik, zbog pouzdanosti, transfera modernih upravljačkih znanja, većih finansijskih kapaciteta, mogućnosti orijentacije na spoljno tržište i slično. Model prodaje još donosi prihod državnoj blagajni, što je vrlina po sebi.

Teškoće sa kojima se suočava model prodaje su u osnovi političke i tehničke. Među političkim, mogu se pomenuti sledeći: deo stanovništva može postprivatizacionu distribuciju imovine doživeti kao nepravednu, polazeći od egalitarnog vrednosnog sistema; kupovina preduzeća od strane inostranih investitora može izgledati kao prodaja nacionalne suverenosti; zaposleni i postojeći menadžeri mogu se, braneći svoje interese, usprotiviti prodaji i stvoriti političke teškoće i slično. Ovi argumenti nisu valjani, ali politički momenti mogu i moraju biti uzeti u obzir prilikom izbora modela privatizacije, mada ne bi trebalo da prevagnu nad ekonomskim. Bar bi morala postojati svest da zanemarivanje ekonomskih kriterijuma košta, što iskustvo zemalja u tranziciji jasno pokazuje.

Tehnički problem tiče se složenosti, dugotrajnosti i troškova procedure pripremanja svakog pojedinačnog preduzeća za prodaju, bilo da se radi o javnom upisu akcija, bilo o direktnoj prodaji. Jer, procena vrednosti preduzeća, kao osnova metoda prodaje, komplikovan je i zahtevan postupak, posebno ukoliko postoji znatna politička i ekonomska neizvesnost (rizici) i ukoliko informacioni i računovodstveni podaci o preduzećima nisu dobri. Sa ovog stanovišta, direktna prodaja (tender) je u prednosti nad javnim upisom akcija, jer se, kao tehnika zasnovana na prikupljanju ponuda i nadmetanju zainteresovanih, može brže i jeftinije organizovati nego javni upis akcija, koji zahteva detaljne pripreme kako bi se utvrdila što je moguće preciznija cena.

Prodaja većeg broja preduzeća ne može biti izvedena brzo, što se ponekad smatra važnim nedostatkom ovog modela. Međutim, ni alternativni modeli često ne daju brze rezultate. Vaučerska privatizacije, iako teorijski najbrža, zahtevala je u svakoj od zemalja koje su je koristile veći broj godina. Najbrža je bila češka, izvedena u periodu 1991-1994; ruska je trajala isto vreme, ali je obuhvatila samo jedan deo državnih preduzeća; Poljska je pripremala vaučersku privatizaciju pet godina, da bi u nju uključila mali deo privrede. Ni akcionarstvo zaposlenih, kako svedoče iskustva sa jugoslovenskih prostora, ne ide brzo, iako bi i ono teorijski moglo da bude izvedeno u relativno kratkom roku. Sa druge strane, prodaja može biti ubrzana ukoliko ceo postupak ne preuzme država (sa svojim uvek ograničenim administrativnim kapacitetima), već ukoliko se u posao uključe i sama preduzeća i zainteresovani investitori.

Uspešni primeri Mađarske i Estonije pokazali su da se prodaja državnog kapitala može izvesti na najbolji način, ukoliko postoji dovoljna politička volja i ukoliko se proces privatizacije dobro organizuje.

Vaučerska privatizacija predstavlja elegantan i relativno brz metod privatizacije, vrlo povoljan po politički rejting vlade koja je izvodi. Iako ne donosi državi prihode, smatra se da se taj gubitak kompenzuje brzinom i pravednošću. Vaučerska privatizacija je transparentnija od drugih modela i njome se izbegavaju problemi procene vrednosti koji postoje kod ostalih vidova privatizacije.

Jedan od argumenata u korist vaučerske privatizacije je da građanstvo jedne države ne poseduje dovoljnu količinu novca da otkupi vredne proizvodne fondove, pa da je zato potrebno poklanjanje državnih preduzeća. Ovaj argument važi samo onda kada se isključi uloga stranih investitora iz privatizacije, na primer zato što je namera da se privreda zadrži u domaćem vlasništvu. Taj je argument svakako loš sa ekonomske tačke gledišta, a praksa zemalja koje su se oslanjale na vaučersku privatizaciju (Češka, Rusija) pokazala je kasnije da im nimalo ne smeta ulazak stranog kapitala. Naprotiv.

Brzo izvedena vaučerska privatizacija može imati jednu prednost u odnosu na model prodaje: ona sprečava formiranje antiprivatizacione koalicije, koja bi mogla nastati tokom vremena i blokirati privatizaciju. Ovaj argument je imao svoju težinu početkom 1990-tih godina, ali danas, posle desetogodišnjeg iskustva zemalja u tranziciji, više nema uverljivost, jer se pokazalo da su otpori privatizaciji manji od pretpostavljenih.

Problem sa vaučerskom privatizacijom je taj što ne odezbeđuje dobro upravljanje preduzećima. Naime, široko raspršeno vlasništvo, kao posledica jednake “kupovne snage” svakog građanina, neminovni čini da nad jednim preduzećem niko nema kontrolu i da su rezultati automatski lošiji od mogućih. Lek se može potražiti u formiranju investicionih fondova, kojima bi građani prepuštali svoje vaučere i za uzvrat dobijali akcije samih investicionih fondova (češki slučaj). Fondovi bi tako mogli kumulirati vaučere i postati znatni ili dominantni vlasnici pojedinih preduzeća. Međutim, rešenje problema upravljanja preduzećima donelo je novi problem – problem upravljanja fondovima. Vlasništvo nad fondovima bilo bi raspršeno, pa bi menadžment fonda bio nekontrolisan od strane vlasnika, što bi vodilo u neefikasnost poslovanja kako fonda, tako i preduzeća u njegovom portfelju.⁷

Akcionarstvo zaposlenih može biti izvedeno relativno brzo, uz postavljanje roka do koga privatizacija preduzeća mora biti pokrenuta (kao u Hrvatskoj), znatne popuste u ceni akcija i odloženo plaćanje. A može i, kako pokazuju iskustva Srbije i Slovenije, biti vrlo spor metod privatizacije.

Osnovna vrlina akcionarstva zaposlenih je politička – to je minimizacija otpora radnika i menadžera u firmama koje se privatizuju, a posebno u preduzećima koja su su funkcionisala u samoupravnom sistemu (SFRJ i, donekle, Poljska) ili u kojima su menadžeri imali jake pozicije (Rusija). Njihovi otpori bi, možda, mogli da blokiraju privatizaciju, kao što ih ovaj model privatizacije privlači vladi koja ga sprovodi.

⁷ D. Ellerman - Lessons From East Europe's Voucher Privatization, Kent University, CGO, 2000

Postoje i mišljenja među zastupnicima samoupravljanja i škole “ekonomske participacije” da akcionarstvo zaposlenih donosi podsticaje dobrom upravljanju, jer zaposleni, kao vlasnici, imaju više motiva nego ranije da dobro rade i da bolje nadziru menadžment.

Sa druge strane, postoje važne slabosti ovog modela. Da bi zadržali kontrolu nad preduzećem, zaposleni su skloni da onemoguće pristup spoljnim investitorima, što vodi nedovoljnim investicijama. Štaviše, spoljni investitori nisu ni zainteresovani da ulažu u preduzeće kojim dominiraju zaposleni. U takvim preduzećima postoji podsticaj, kao i u samoupravnim, da se isplaćuju prevelike zarade i da se održava preterana zaposlenost. Menadžeri, opet, teško mogu da se odupru takvim pritiscima zaposlenih ukoliko imaju mali udeo u vlasništvu. Takvi procesi otežavaju ili čak onemogućavaju restrukturiranje preduzeća, sa nepovoljnim posledicama.

Ekonomska analiza ukazuje na prednosti i nedostatke pojedinih modela, ali ju je dobro dopuniti empirijskim analizama efekata različitih modela privatizacije.

Opšti pregled empirijske literature efekata privatizacije u zemljama u tranziciji Havrylyshyna i McGettigana pokazuje da najbolje performanse imaju nove privatne firme, da slede privatizovane firme sa spoljnim vlasnicima i da na kraju dolaze firme privatizovane kroz akcionarstvo zaposlenih.⁸

Jedno istraživanje performansi preko 500 preduzeća srednje veličine u Češkoj, Poljskoj i Mađarskoj potvrdilo je da su privatizovana preduzeća sa spoljnim vlasnicima daleko efikasnija od preduzeća sa zaposlenima kao akcionarima. Kod ovih poslednjih, preduzeća sa znatnim vlasništvom menadžera pokazuju mešovite rezultate, dok preduzeća sa radnicima kao dominantnim akcionarima nemaju bolje performanse od državnih preduzeća.⁹

Za nas je još zanimljivije istraživanje rezultata 1900 slovenačkih preduzeća, s obzirom na isto nasleđe. Od šest kategorija po strukturi svojine, pokazalo se da najbolje rezultate imaju firme u stranom vlasništvu, zatim slede autohtone privatne firme, pa privatizovane firme sa spoljnim vlasnicima, pa privatizovane firme u svojini zaposlenih, dok se na kraju nalaze firme u statusu društvenih i državnih preduzeća.¹⁰

Dosadašnja razmatranja dobitka efikasnosti od različitih modela privatizacije sumirana su u sledećoj tabeli.

⁸ O. Havrylyshyn and D. McGettigan – Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature, IMF, WP/99/6, January 1999

⁹ R. Fridman, C. Gray, M Hessel and A. Rapaczynski – Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons From Transition Economies, World Bank, WP 1830, June 1997

¹⁰ M. Simoneti, M. Rojec and M. Rems – Enterprise Sector Restructuring and EU Accession of Slovenia, mimeo, 1999

Tabela 2. Uticaj privatizacije na efikasnost

Stepen koncentracije svojine Tip vlasnika	Koncentrisano	Raspršeno
Spoljni vlasnici	**	*
Zaposleni	*	-

– ne postoje ili skromni efekti

* umereni efekti

** snažni efekti

Na početku procesa privatizacije, pre desetak godina, verovalo se da način privatizacije nije presudan za krajnji ishod, jer će tržište kapitala ubrzo preneti resurse iz manje sposobnih u sposobnije ruke i obezbediti najpovoljniju strukturu vlasništva i dobro upravljanje preduzećima. Vreme je pokazalo da se takva očekivanja nisu ispunila i da se postprivatizaciona, često nepovoljna konfiguracija vlasništva održava i na duži rok, ugrožavajući efikasnost menadžmenta i restrukturiranje preduzeća. Očigledno je da je tip svojine važan. Potvrdilo se i staro Kornajevo mišljenje, još iz 1990. godine, da je prodaja najbolji model privatizacije.

Prodaja kao osnovni model privatizacije u Srbiji

Ne postoji savršen model privatizacije. Čak ni odličan, kod koga bi vrline ubedljivo pretezale nad nedostacima. Svaki prate teškoće ove ili one prirode. Stoga je izbor između metoda težak i mora biti zasnovan kako na ciljevima koji se žele ostvariti, tako i na spoznaji relevantnih prilika u zemlji. Rasprava o prednostima i nedostacima pojedinih modela privatizacije, data u prethodim odeljcima, pruža osnovu za predlog i izbor novom metoda privatizacije u Srbiji.

Izbor modela privatizacije treba da zavisi od (1) načelnih prednosti i nedostataka pojedinih metoda privatizacije, (2) stanja preduzeća koja bi trebalo privatizovati i (3) ekonomskog i političkog ambijenta u kome se odvija privatizacija.

O modelima i njihovim prednostima i nedostacima već je bilo reči.

Stanje privrede Srbije, odnosno preduzeća sa pretežno društvenim i državnim kapitalom vrlo je loše. Ta preduzeća mogu biti klasifikovana u tri grupe: prvu čine ona preduzeća koja dobro posluju i koja mogu bez većih teškoća biti privatizovana; druga grupa obuhvata ona preduzeća koja su u velikim teškoćama, ali koja imaju poslovnu perspektivu posle značajnog restrukturiranja; treću grupu čine ona preduzeća koja nemaju poslovnu perspektivu.

Preduzeća iz prve grupe mogu relativno lako biti privatizovana po sva tri modela. Međutim, broj preduzeća iz preostale dve grupe je u Srbiji vrlo veliki, što sugerise da bi kod njih trebalo izbeći vaučersku privatizaciju i akcionarstvo zaposlenih, jer oni ne donose dobro

korporativno upravljanje i, time, onemogućuju ili bitno otežavaju temeljno restrukturiranje preduzeća.

Skorašnje suštinske političke promene donele su i promenu ambijenta u kome će se odvijati privatizacija. Srbija više nije zatvorena zemlja, bez šanse za prilivom stranog kapitala. Otvaranje zemlje prema svetu i institucionalne promene bitno će povećati atraktivnost za direktna strana ulaganja, što će, kao i u drugim istočnoevropskim zemljama, omogućiti privatizaciju putem prodaje društvenog i državnog kapitala. Stoga vaučerski model privatizacije, do sada jedini realističan, sada gubi na atraktivnosti. Jer, on je dobar za brzu privatizaciju u vremenu kada ne postoji novac koji će otkupiti društveni i državni kapital.

Osnovni model privatizacije u Srbiji treba da bude prodaja društvenog i državnog kapitala. Vrline modela prodaje su znatne i odgovaraju potrebama Srbije.

Prvo, prodaja preduzeća obezbeđuje najbolje upravljanje privatizovanim preduzećima, što je, sa stanovišta ekonomske efikasnosti, najvažnije pitanje privatizacije. Ukoliko se želi zdrava, efikasna privreda, sposobna za dugoročan ekonomski napredak, onda je dobro upravljanje preduzećima koja se privatizuju najvažniji kriterijum izbora modela privatizacije. Alternativni modeli - vaučerska privatizacija i akcionarstvo zapsolenih - ne obezbeđuju dobro upravljanje preduzećem i zato ne bi trebalo da budu osnova privatizacije u Srbiji.

Drugo, prodajom društvenog i državnog kapitala obezbeđuje se državi preko potreban prihod, kojim se mogu servisirati državni dugovi, pokriti fiskalni deficiti, finasirati socijalna zaštita i drugi opštekorisni poslovi i/ili koji mogu biti upotrebljeni za smanjenje poreza i doprinosa.

Model prodaje je, znamo, politički posmatrano najmanje oportun za vladu, jer pretpostavlja plaćanje pune cene i ne omogućuje poklanjanje društvene i državne imovine građanima, pa time ni "potkupljivanje" birača za sledeće izbore. Međutim, ekonomske prednosti modela prodaje su ono što je najvažnije. Zatim, ne treba procesu privatizacije staviti na teret previše zahteva, više nego što se može ostvariti, već se fokusirati na manji broj dobro definisanih ciljeva.

Kao kupci će se tokom privatizacije javljati i domaći investitori, kako pravna lica, tako i pojedinci. Jedna moguća primedba glasi da da bi se time pružila prilika za legalizaciju "prljavog", sumnjivog novca, tj. bogatstava nastalih tokom Miloševićeve ere. Odgovor je da samo zakoni i sudovi mogu odlučiti koji je novac pošteno zarađen, tako da privatizacija ne može biti način za utvrđivanje porekla imovine.

Ko pokreće privatizaciju preduzeća?

Pravo da pokrenu privatizaciju svakog preduzeća imali bi svi zainteresovani: samo preduzeće, potencijalni investitor i država. Svako od njih bi mogao podneti program privatizacije, sa svim neophodnim elementima (vrednost preduzeća, cena akcija ili udela,

plaćanje i slično). Odluku o prihvatanju ili neprihvatanju predloženog programa donosilo bi Ministarstvo ili Agencija za privatizaciju.

Ovakav sistem respektuje ograničene administrativne kapacitete državne uprave, koja ne može da u kratkom roku savlada posao prodaje velikog broja preduzeća, pa u proces uključuje ostale zainteresovane. Zaposleni u preduzeću ne moraju čekati državnu odluku o privatizaciji, već mogu sami, u dobro shvaćenom sopstvenom interesu, da iniciraju postupak. Potencijalni investitor takođe može, ne čekajući odluke organa preduzeća ili države, da pokrene postupak, što ubrzava proces privatizacije.

Ukidanje postojeće neobaveznosti privatizacije i isključivog prava zaposlenih da odluče da li će privatizacija biti pokrenuta ili ne imaće pozitivan efekat na poslovanje preduzeća i pre privatizacije. Jer, izvesnost da će privatizacija preduzeća biti pokrenuta u doglednoj budućnosti podstaćiće menadžment i zaposlene na veće poslovne i radne napore kako bi privatizaciju dočekali kao firma koja posluje što je moguće bolje (poljsko iskustvo), pošto, u suprotnom, postoji znatna izvesnost da će mnogi zaposleni, a posebno menadžeri, podneti lične posledice.

Ustav nije prepreka za predloženi sistem pokretanja privatizacije. Prethodni režim je pogrešno tumačio odredbu Ustava Srbije o jednakoj zaštiti svih oblika svojine, trudeći se da, kroz tumačenje o ravnopravnosti svih oblika svojine, izbegne uvođenje obaveznosti privatizacije. Ali, sa druge strane, takvo tumačenje mu nije smetalno da pretvara preduzeća sa društvenom svojinom u državna, navodno u opštem interesu. Pošto je privatizacija svakako u opštem interesu, to ni učešće države u privatizaciji preduzeća nije protivustavno.

Različite tehnike prodaje

Opređenije za model prodaje ne znači jednak metod privatizacije u svakoj prilici, niti u svakom preduzeću. Jednom će postupak privatizacije pokrenuti država, drugi put samo preduzeće, treći put zainteresovani investitor. Jednom će se koristiti tender, drugi put javni upis akcija, treći put licitacija, četvrti put stečaj. Jednom će se plaćanje vršiti u novcu, drugi put pretvaranjem potraživanja u ulog, treći put starom deviznom štednjom. Jednom će se novčano plaćanje obaviti odjednom, drugi put na rate. Diverzifikacija tehnika, ukoliko se konzistentno izvede, može samo da potpomogne i ubrza proces privatizacije.

Izbor metoda privatizacije zavisi od veličine preduzeća. Ukoliko je veliko, državni interes za njegovu privatizaciju je znatan i potreban je tehnički sofisticiran pristup. Ukoliko je malo, moguća je i potrebna veća fleksibilnost.

Svaki kupac bi bio ravnopravan i plaćao bi punu cenu akcija ili udela. Popusta pojedinim kategorijama investitora (zaposleni u preduzeću u odnosu na one van preduzeća, domaća lica u odnosu na strana) ne bi bilo. Popusti zaposlenima niti su pravedni, niti donose dobru svojinsku strukturu. Koncept favorizovanja zaposlenih počiva na netačnoj pretpostavci da su oni presudno doprineli stvaranju i uvećanju kapitala preduzeća. Sa druge strane, koncept akcionarstva zaposlenih ne daje efikasno upravljanje, kako smo videli. Naš predlog počiva

na uverenju da nema besplatnog ručka i da svako treba da plati punu cenu svega. Dosta je bilo privilegija u korist jednih, a na račun drugih građana.

Dosada izvedene privatizacije bile bi poštovane, osim ukoliko nisu prekršeni važeći propisi.

Uloga stranih investitora

Stranim investitorima treba dati jednaka prava u procesu kupoprodaje kao domaćim investitorima. Ne postoji nijedan dobar razlog za njihovu diskriminaciju. Prodaja bi se odvijala po realnoj ceni, bez popusta, pa bi i strani investitori u potpunosti platili preduzeća ili imovinu koju žele da steknu u vlasništvo. Nacionalni ponos (ili "suverenost") čuva se ekonomskim napretkom i blagostanjem građana, kao i povećanom naplatom poreza, a ne nacionalnom svojinom nad preduzećima koja loše funkcionišu.

Dva su osnovna razloga za poželjnost uključenja kvalitetnih stranih investitora u proces privatizacije:

- strani investitori stvaraju povećanu tražnju za akcijama preduzeća, što vodi višoj ceni akcija prilikom privatizacije, a time i većem prihodu države; još važnije, bez stranog učešća, privatizacija kroz metod prodaje ne bi bila moguća u Srbiji, a zbog oskudice domaćeg kapitala u odnosu na vrednost preduzeća koja se prodaju,
- strani investitori, kada su dominantni vlasnici (strateški investitori), donose upravljačke sposobnosti, organizaciju, tehnologiju, kapital, spoljno tržište, što sve omogućuje valjano restrukturiranje sada nedovoljno efikasnih domaćih firmi i njihovo pretvaranje u konkurentske proizvođače.

Strani investitori mogu naći interes za ulaganja u Srbiju iz dva razloga: prvi su poslovne mogućnosti koje pruža domaće tržište, a kroz kupovinu domaće firme koja uživa ugled i ima udeo na tom tržištu; drugi je jeftina radna snaga, a s orijentacijom na izvozne poslove (ovome će bitno doprineti preferencijalni aranžmani Srbije/Jugoslavije sa Evropskom Unijom i sveopšta liberalizacija svetske trgovine).

Neuspeh nekih zemalja da masovno prodaju svoja preduzeća (na primer, Rusija) nije posledica slabosti modela, već slabosti tehnike privatizacije i ukupnog okruženja. Da bi se privatan kapital, bilo domaći, bilo strani, angažovao u privatizaciji, potrebno je zadovoljiti brojne pretpostavke: transparentnost postupka, raspoloživost svih bitnih informacija o preduzeću, valjanu sudsku zaštitu svojine, makroekonomsku stabilnost, nepostojanje prepreka restrukturiranju preduzeća i slično. U protivnom, prodaja može napredovati samo uz vrlo niske cene preduzeća, koje će kompenzovati rizike i privući spekulativni kapital, što nije prihvatljivo ni iz ekonomskih, ni iz političkih razloga.

Privatizacija većih preduzeća

Osnovni cilj privatizacije većih preduzeća, sa znatnim kapitalom, jeste nalaženje dominantnog vlasnika (strateškog investitora), sposobnog da restrukturira preduzeće i obezbedi uspešno poslovanje. Zbog visoke vrednosti ovih preduzeća i manjka kapitala u

zemlji, osnovna orijentacija bila bi prodaja stranim investitorima. Stoga bi ona bila privatizovana po strogim međunarodnim uzansama prodaje preduzeća, uz puno učešće države.

U okviru modela prodaje, potrebno je rešiti još nekoliko strateških dilema, koje se odnose na izbor metoda (javni upis ili direktna prodaja), tehniku direktne prodaje i ulogu stečajaja.

Metod direktne prodaje superioran je metodu javnog upisa akcija, jer omogućuje:

- koncentrisanije vlasništvo, pošto se jednom kupcu može prodati celo preduzeće ili njegov znatan deo, dok se kod javnog upisa obično javlja vrlo veliki broj vlasnika; a manji broj vlasnika, ili jedan dominantan, obezbeđuje bolje upravljanje preduzećem,
- prodaju slabijih preduzeća, kakvih je u Srbiji dosta, što kod javnog upisa praktično nije moguće (on podrazumeva prodaju akcija poznatih, velikih, uspešnih preduzeća), i
- veći prihod od prodaje, jer se zasniva na licitacionim tehnikama.

Direktna prodaja mora biti izvedena na konkurentski način, kadgod je to moguće. To znači prodaju dobrih preduzeća uvek putem međunarodnih tendera. Samo bi kod slabih preduzeća, za koja je sigurno da ne postoji širi interes investitora, bila dozvoljena neposredna pogodba države i kupca.

Cena preduzeća ne bi trebalo da bude jedini kriterijum prilikom prodaje. Ona jeste važan i pojedinačno najvažniji kriterijum odlučivanja o tome kome će jedno preduzeće biti prodato, stoga što je najbolje prodati preduzeće onome ko ga najviše vrednuje (on načelno ima najbolji plan iskorišćavanja). Međutim, i drugim elementima ponude trebalo bi pridati određeni značaj: kasnijim investicijama, zaposlenosti i slično.

Program privatizacije mogao bi da obuhvati i izdvajanje pojedinih, sporednih delatnosti iz preduzeća koje je konglomerat i njihovu zasebnu prodaju.

Plaćanje bi, po pravilu, bilo jednokratno.

Ukoliko, ili kada, u preduzeću posle direktne tenderske prodaje preostane neprodatog društvenog ili državnog kapitala, moguće je ostatak privatizovati javnim upisom akcija, pri čemu bi sredstva plaćanja mogli biti novac, stara devizna štednja i vaučeri.

U Srbiji je znatan broj slabih preduzeća, onih koja uopšte ne rade ili rade sa minimalnim kapacitetima i koja nemaju poslovnih perspektiva. Ona sada postoje samo zato što ne plaćaju svoje obaveze i što ih država pomaže na razne načine, prelivajući skromne resurse iz produktivnijeg dela privrede. Kada se uvede finansijska disciplina, tj. plaćanje obaveza, mnoga od ovih preduzeća će otići u stečaj. Jedan ishod stečajaja je rehabilitacija preduzeća kroz reprogramiranje dugova ili njihovo pretvaranje u vlasnički ulog i nastavak postojanja firme, dok je drugi ishod likvidacija firme i prodaja njene imovine. Stečaj uopšte ne znači propast imovine, već predstavlja promenu svojinskih odnosa i skidanje dela tereta dugova i lošeg upravljanja sa preduzeća i njegove imovine.

Transparentnost postupka bitna je pretpostavka uspešne privatizacije prodajom. Neutralna agencija bi trebalo da vrši procenu vrednosti preduzeća kako bi cena bila realna i uverljiva. Domaće konsultantske agencije su stekle dosta iskustva u proceni vrednosti i privatizaciji tokom ovih deset godina, ali bi podrška inostranih bila takođe dobrodošla. Vlada bi trebalo da vodi javnu, medijsku kampanju kako bi potencijalni investitori postali svesni investicionih mogućnosti u Srbiji.

Privatizacija manjih preduzeća

Kod privatizacije manjih preduzeća uloga države bila bi skromnija, a samih preduzeća i investitora značajnija. Decentralizovana inicijativa bi dovela, zbog nemogućnosti da država organizuje veliki broj privatizacija u ograničenom vremenu, do ubrzanja privatizacije.

Zbog manjeg potrebnog kapitala, lakše bi se našao investitor koji teži da postane dominantan vlasnik, bio on spoljašnji investitor, bio menadžer preduzeća.

Dominantna tehnika bi i ovde trebalo da bude tender, ali bi češći nego kod većih preduzeća bili upis akcija i, kod malih preduzeća, licitacija. Plaćanje bi bilo moguće izvršiti kako novcem, tako i potraživanjima i starom deviznom štednjom.

U ovu grupu spada i prodaja objekata kao što su prodavnice, restorani i slično, posebno iz fonda državnih preduzeća za poslovni prostor. Prodaja bi se obavljala licitacionim tehnikama, a plaćanje bilo gotovinsko i jednokratno.

III PRIVATIZACIJA INFRASTRUKTURNIH DELATNOSTI

Strategija i politika privatizacije infrastrukturnih delatnosti mora da bude specifična usled veoma izraženih specifičnosti tih delatnosti. Mnoge od tih delatnosti imaju karakteristike prirodnih monopola, uz veoma visoke barijere uslasku u granu, u određenom broju slučajeva radi se o javnim dobrima, odnosno proizvodnji i potrošnji infrastrukturnih usluga koje generišu značajne eksterne efekte. Zbog toga i novi model privatizacije u Srbiji treba da sadrži i posebnu strategiju i politiku privatizacije infrastrukturnih delatnosti. U daljem tekstu pod infrastrukturnim delatnostima podrazumevaju se: telekomunikacije, elektroprivreda, prenos gasa, vodosnabdevanje, železnice, putna privreda i komunalne delatnosti.

1. Ciljevi privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Osnovni ciljevi privatizacije infrastrukturnih delatnosti u Srbiji jesu:

- uvećanje ekonomske efikasnosti obavljanja infrastrukturnih delatnosti
- poboljšanje finansijske pozicije države, čime se obezbeđuje dinamičan razvoj infrastrukturnih delatnosti

Preduslovi za uvećanje ekonomske efikasnosti obavljanja infrastrukturnih delatnosti, dakle operativni ciljevi njihove privatizacije jesu:

- uspostavljanje efikasnog upravljanja, odnosno poslovnog rukovođenja (*Corporate Governance*);
- transfer savremenih znanja;
- restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća.

Dinamičan razvoj infrastrukturnih delatnosti podrazumeva:

- maksimizaciju privatizacionih prihoda;
- maksimizaciju priliva svežeg kapitala za finansiranje investicija u razvoj.

Izbor modela, metoda i tehnika privatizacije treba da proizađe iz njihovog vrednovana zasnovanog na navedenim ciljevima, odnosno kriterijumima.

2. Privatizacija Telekoma iz 1997. godine

Jedina dosadašnja privatizacija infrastrukturnih delatnosti - privatizacija Telekoma Srbija - donela je razočaravajuće rezultate. Broj telekomunikacionih priključaka stagnira, kvalitet usluga se ne povećava, ponuda novih usluga je zanemarljiva, cene su daleko iznad evropskih, a odnosi nacionalnog telekomunikacionog operatora sa korisnicima su loši. Naizgled paradoksalno, razvoj telekomunikacija u Srbiji bio je daleko dinamičniji u periodu pre privatizacije.

Osnovni razlog navedenih rezultata leži u primeni neodgovarajućih tehnika i loše politike privatizacije. Prodaja je sprovedena bez tendera, neposrednom pogodbom; nisu specifikovani rezultati koji se od strateških investitora očekuju; privatizovanom nacionalnom telekomunikacionom operatoru dodeljen je pravni monopol (ekskluzivno pravo obavljanja delatnosti) na čak osam godina (ističe tek juna 2004. godine) – konkurencija je zabranjena; privatizacija je obuhvatila i licencu za mobilnu telefoniju; regulacija cena telekomunikacionih usluga nije obuhvaćena privatizacionim ugovorom, niti definisana na bilo koji drugi način; privatizacioni prihodi nisu se koristili za finansiranje razvoja telekomunikacija, već za pokrivanje budžetskog deficita. Odredbe privatizacionog ugovora su tako nepovoljne po zemlju u celini, da su opasno ugrozile dalji razvoj ove infrastrukturne delatnosti.

Iako su tadašnje vlasti visinu privatizacionog prihoda (oko 1,6 milijardi DEM za 49% kapitala nacionalnog telekomunikacionog operatora, odnosno za oko 1.000.000 priključaka) isticale kao veliki sopstveni uspeh, ovaj iznos je daleko manji od prihoda dobijenih privatizacijom telekomunikacija u drugim istočnoevropskim zemljama.

Jedini cilj privatizacije telekomunikacija u Srbiji bio je pokrivanje budžetskog deficita, odnosno finansiranje budžetske potrošnje, sve u cilju sticanja kratkoročne političke popularnosti. Sa tako definisanim ciljem, bez bilo kakve konzistentne državne telekomunikacione politike, uz strane konsultante sumnjive vrednosti, nije se ni moglo doći do boljih rezultata. Privatizacija Telekomu primer je kako ne treba raditi.

3. Modeli privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Postoji pet osnovnih modela privatizacije infrastrukturnih delatnosti:

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

2.1. Ugovor o upravljanju

Najblaži model privatizacije infrastrukturnih delatnosti zasniva se na prepuštanju upravljanja javnim preduzećima privatnim (fizičkim ili pravnim) licima, putem uspostavljanja i sprovođenja ugovora o upravljanju. Ovakav ugovor se sklapa između vlasnika infrastrukturnog preduzeća (države) i privatnih lica koja preuzimaju upravljanje javnim preduzećem. Ovim se u javno preduzeće praktično uvodi privatni sektor, doduše samo u segmentu upravljanja. Ugovorom o upravljanju javnim preduzećem, nova, privatna uprava se obavezuje da će postići određene ciljane, precizno definisane poslovne rezultate. Pored toga, istim ugovorom se država, kao vlasnik javnog preduzeća, obavezuje da će privatnoj upravi obezbediti slobodu delovanja, a definiše se i način na koji će država nagraditi privatnu upravu preduzeća za ispunjenje ugovornih (ciljnih) rezultata. Uobičajeno je da se ugovori ove vrste sklapaju na period od tri do pet godina. Osnovna ideja primene ovog modela privatizacije je da se stvore podsticaji, u ovom

slučaju isključivo u domenu upravljanja, za ekonomsku efikasnost u uslovima u kojima ne postoji privatna svojina nad kapitalom infrastrukturnih preduzeća.

Ugovor o upravljanju nije, striktno posmatrano, model privatizacije infrastrukturnih delatnosti, već predstavlja model učešća privatnog sektora u ovim delatnostima (*Private Sector Participation*). Drugim rečima, ovaj metod ne dovodi do privatizacije državnog kapitala u javnim preduzećima. Zbog toga ovaj model ne može da se koristi kao osnovni, već isključivo kao pomoćni model privatizacije infrastrukturnih delatnosti.

2.2. Ugovaranje usluga

Ugovaranje usluga predstavlja sledeći model privatizacije infrastrukturnih delatnosti u Srbiji. Naime, javna preduzeća u Srbiji veoma su često organizovana tako da, pored svoje osnovne, infrastrukturne delatnosti, obavljaju još i veliki broj pomoćnih delatnosti. To se, na primer, odnosi na sve delatnosti vezane za održavanje postrojenja, podršku obavljanju osnovne delatnosti, kao i pružanja raznorodnih usluga zaposlenima u preduzeću. Veoma često je broj zaposlenih u takvim, pomoćnim delatnostima veći od broja zaposlenih u obavljanju osnovnih, infrastrukturnih delatnosti javnih preduzeća. Ne postoji nikakva tehnološka, odnosno organizaciona potreba da se navedene pomoćne delatnosti obavljaju u okviru javnog preduzeća.

Shodno tome, poželjno je da se određene pomoćne delatnosti (usluge) izdvoje iz poslovanja javnog preduzeća i da se obavljaju izvan tog preduzeća, na osnovu ugovora o uslugama. Ugovor se sklapa između javnog preduzeća, s jedne strane, i privatnog preduzeća (ili čak fizičkog lica) koje obavlja te usluge, s druge. U pomoćne delatnosti spadaju sve one funkcije koje nemaju specifičnosti infrastrukturnih delatnosti, tako da se bez ograničenja mogu pružati na osnovu tržišnih kriterijuma. Time se pomoćne delatnosti obavljaju u potpuno različitom režimu u odnosu na osnovne. Budući da se radi o savršeno konkurentnim delatnostima, sva zainteresovana fizička i pravna lica konkurišu za obavljanje tih delatnosti, pa se ugovor o uslugama sklapa sa onima koji ponude najpovoljnije uslove.

Navedeni model privatizacije infrastrukturnih delatnosti može da bude samo pomoćni model u privatizaciji infrastrukturnih delatnosti. Primenom ovog modela može da se privatizuje samo mali deo kapitala u javnim infrastrukturnim preduzećima.

2.3. Ustupanje postrojenja

Ovaj model privatizacije infrastrukturnih delatnosti podrazumeva ustupanje (*lease*) postrojenja infrastrukturnog sistema privatnom preduzeću na eksploataciju. To znači da, na primer, celokupna osnovna sredstva (postrojenja), na primer vodovoda (tj. celokupan sistem vodosnadbjevanja), ostaju u državnoj svojini, ali se ugovorom ustupaju privatnom vodovodnom preduzeću na precizno utvrđeno vreme, najčešće na period između šest i deset godina, mada ustupanje može da traje i duže.

Uobičajeno je da se ovakvo rešenje uspostavlja konkurisanjem više privatnih preduzeća za dobijanje ugovora o ustupanju, odnosno prava korišćenja datog postrojenja, uz koje se dobija i pravo obavljanja infrastrukturne delatnosti na određenom području, koje prati i pravo naplaćivanja infrastrukturne usluge od korisnika. Ugovorom o ustupanju, na osnovu rezultata konkursa, reguliše se i naknada koju privatno preduzeće plaća za pravo korišćenja osnovnih sredstva u državnoj svojini i za pravo (po pravilu ekskluzivno) obavljanja date infrastrukturne usluge na datom području, a veoma često i cene koje to preduzeće može da naplaćuje korisnicima. Naknada za ustupanje postrojenja je veoma bitna kategorija ovog modela privatizacije. Ona mora da bude veća ili jednaka iznosu amortizacije ustupljenog postrojenja, budući da se jedino na taj način može održati supstanca, odnosno obezbediti očuvanje postrojenja u onom stanju u kome su predata na korišćenje.

2.4. Koncesija

Koncesija predstavlja veoma popularan model privatizacije infrastrukturnih delatnosti, veoma često primenjivan tokom poslednje decenije. Pod koncesijom se podrazumeva aranžman u kome država (koncedent) koncesionaru (privatnom preduzeću) predaje na upotrebu određena sredstva (postrojenja), što uključuje i dodeljivanje prava obavljanja infrastrukturne delatnosti na tim sredstvima, kao i pravo naplaćivanja usluge od krajnjih korisnika. Obaveze koncesionara prema državi jesu da investira dodatni kapital i unapredi ta osnovna sredstva koja se, po isteku koncesionog ugovora, vraćaju državi, kao i da državi plati koncesionu naknadu. Tokom trajanja koncesije, koncesionar, tj. privatno preduzeće, posluje i prisvaja profit, čime otplaćuje uloženu investiciju. Uobičajeno je da trajanje koncesionog ugovora duže od ugovara o ustupanju, tako da ide i do 30 godina. Ovo je razumljivo, budući da je potrebno obezbediti da koncesionar povрати celokupna uložena sredstva, što se ne može očekivati pri kraćem trajanju ugovora.

Na početku eksploatacije koncesije, koncesionar formira novo, privatno koncesiono preduzeće, koje tokom trajanja koncesije posluje koristeći ona osnovna sredstva koja su predmet koncesije. Po pravilu, po isteku koncesije koncesiono preduzeće se rasfomira (gasi), budući da se celokupna postrojenja transferišu u javnu, odnosno državnu svojinu.

Posebnu vrstu koncesije čine tzv. BOT (*Built-Operate-Transfer*) aranžmani. Pri ovom aranžmanu, inicijalno ne postoje nikakva osnovna sredstva (postrojenja), već ona nastaju investicijom privatnog pravnog lica (privatnog preduzeća) koje je ušlo u ovakav aranžman.

2.5. Privatizacija kapitala infrastrukturnog preduzeća

Ovaj model privatizacije infrastrukturnih delatnosti zasniva se na privatizaciji državnog kapitala postojećeg javnog preduzeća, što znači da se privatizuju i celokupna postrojenja namenjena obavljanju date infrastrukturne delatnosti.

Empirijski je dokazano da privatna svojina dovodi do stvaranja veoma delotvornih podsticaja za ekonomsku efikasnost – privatna preduzeća inherentno su efikasnija od javnih, kako u oblasti infrastrukturnih delatnosti, tako i u bilo kojoj drugoj delatnosti. Interes privatnog vlasnika je maksimizacija profita, što se, pri datoj ceni i kvalitetu infrastrukturne usluge postiže minimizacijom troškova. To omogućava ekonomski efikasno poslovanje privatnih infrastrukturnih preduzeća. Pored toga, privatni vlasnik je životno zainteresovan za očuvanje vrednosti imovine (postrojenja) infrastrukturnog preduzeća, kako bi i u budućnosti bio u poziciji da prisvaja (maksimizuje) profit. Konačno, interes privatnog vlasnika je da ulaže kapital u dalji razvoj infrastrukturne delatnosti u kojoj posluje, kako bi maksimizovao svoj budući profit, čime se rešava i problem privlačenja svežeg kapitala za finansiranje razvoja infrastrukturnih delatnosti.

Primena ovog modela privatizacije može se obaviti u dve varijante. Prva je uspostavljanje većinskog, odnosno potpunog privatnog vlastištva nad kapitalom javnog preduzeća, a druga je uspostavljanje manjinskog privatnog vlastištva. Realizacija druga varijante je manje verovatna i tada se obično mora uspostaviti većinsko pravo upravljanja privatnog vlasnika.

Uspešna primena ovaj model privatizacije podrazumeva uspostavljanje efikasne ekonomske regulacije poslovanja privatizovanih infrastrukturnih preduzeća, što znači uspostavljanje specifičnih regulatornih institucija, a to zahteva prilično dugačak period, naročito sa stanovišta delotvornosti takvih institucija. Kratkoročno posmatrano, nedostatak odgovarajućih regulatornih institucija može se rešiti uspostavljanjem, tzv. ugovorne regulacije, mada to predstavlja samo privremeno, prelazno rešenje ka uspostavljanju prave, institucionalne regulacije privatnih infrastrukturnih preduzeća, koja, po pravilu, imaju monopolsku poziciju na tržištu.

Ciljevi privatizacije infrastrukturnih delatnosti u Srbiji predstavljaju kriterijume za vrednovanje razmotrenih modela privatizacije tih delatnosti, odnosno privatizacije infrastrukturnih preduzeća. Pri tome je dodat kriterijum primenljivosti modela, imajući u vidu konkretne okolnosti u Srbiji.

Tabela 3.
Vrednovanje modela privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Model privatizacije	Ekonomska efikasnost	Novе investicije	Transfer znanja	Primenljivost
Ugovor o upravljanju	*	–	*	da
Ugovaranje usluga	*	–	–	da
Ustupanje postrojenja	**	–	**	uslovna
Koncesija	**	*	**	da
Privatizacija kapitala preduzeća	**	**	**	da

– ne postoje efekti

* umereni efekti

** snažni efekti

Privatizacija kapitala preduzeća jedini relevantan model privatizacije infrastrukturnih delatnosti, tako da se u daljem tekstu ovom modelu posvećuje puna pažnja.

4. Metodi privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Načelno posmatrano, privatizacija infrastrukturnih delatnosti, odnosno javnih preduzeća, može se obaviti primenom nekoliko suštinski različitih modifikacija prodaje kao osnovnog metoda privatizacije:

- javna prodaja akcija;
- prodaja institucionalnim investitorima;
- prodaja finansijskim investitorima;
- prodaja strateškim investitorima;
- prodaja domaćim investitorima.

Ostali metodi privatizacije (vaučeri i interno akcionarstvo), zbog svojih inherentnih nedostatak neće se razmatrati u daljem tekstu.

3.1. Javna prodaja akcija

Za razliku od vaučerske, odnosno interne privatizacije, javna prodaja akcija može, bar načelno posmatrano, da donese velike privatizacione prihode, odnosno veliki iznos svežeg kapitala. Neke od najvećih privatizacija infrastrukturnih preduzeća u zapadnom svetu (poput njihove privatizacije u Velikoj Britaniji, obavljenje tokom 1980-tih godina) sprovedene su upravo na ovaj način. Međutim, ovaj metod privatizacije zahteva veoma razvijeno i efikasno tržište kapitala, značajnu tražnju za kapitalom, a sama procedura privatizacije, koja podrazumeva pripremanje javnih preduzeća za izlazak na berzu, veoma je složena. Ukoliko tržište kapitala u posmatranoj zemlji ne spada u razvijena i efikasna, poput onog u Srbiji, ovaj metod se praktično i ne može primeniti.

Pored toga, javna prodaja akcija najčešće dovodi do velike disperzije akcija na male investitore, što, poput privatizacije vaučerima, ne stvara vlasničku strukturu pogodnu za uspostavljanje efikasnog poslovnog rukovođenja i spovođenje reforme infrastrukturnih delatnosti, odnosno restrukturiranja infrastrukturnih preduzeća. Isto tako, poput privatizacije vaučerima, pri javnoj prodaji akcija ne dolazi do transfera znanja.

3.2. Prodaja institucionalnim investitorima

Prodaja javnih preduzeća stranim institucionalnim investitorima, pre svega međunarodnim finansijskim institucijama, koji raspolažu velikim iznosima kapitala, otklanja probleme vezane za nerazvijeno tržište kapitala, odnosno probleme vezane za disperzovano vlasništvo. Međutim, institucionalni investitori nisu skloni kupovini velikog udela akcija (kapitala) u javnim preduzećima, još manje kupovini takvih preduzeća u celini. Pored toga, institucionalni investitori, po svojoj prirodi, ne mogu da budu nosioci restrukturiranja infrastrukturnih preduzeća. Oni su uglavnom zainteresovani za kupovinu malog udela u infrastrukturnim preduzećima (nikad iznad 10% ukupnog kapitala), čime

se, usled umanjenja rizika za potencijalnog sledećeg investitora, može pospešiti proces privatizacije. Konačno, kao i u svim prethodnim metodima privatizacije, ne stiču se uslovi za transfer savremenih znanja.

8.3.5. Prodaja finansijskim investitorima

Privatizacija infrastrukturnih delatnosti putem prodaje preduzeća stranim finansijskim investitorima (koji takođe raspolažu velikim iznosima kapitala) slična je, po nekim svojim karakteristikama, privatizaciji primenom prethodnog metoda. Razlika je u tome što su finansijski investitori spremni da kupe većinski paket akcija, pa i javno preduzeće u celini. Međutim, finansijski investitori nisu previše zainteresovani za infrastrukturne delatnosti. Naime, rok povraćaja investicije u ovim delatnostima je prilično dugačak, postoji značajan regulatorni rizik, a likvidnost plasmana je relativno niska, tako da su finansijski investitori više zainteresovani za one delatnosti u kojima je rok povraćaja investiranih sredstava brži, regulatorni rizik ne postoji, likvidnost plasmana je visoka, a mogućnosti spekulativne zarade na kapitalnim transakcijama veoma velike.

Pored toga, finansijski investitori nisu zainteresovani za restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća koja bi, eventualno, kupili, budući da je takvo restrukturiranje dugotrajan proces, a i ne raspolažu specifičnim znanjima vezanim za infrastrukturne delatnosti, tako da ne bi ni mogli da uspešno sprovedu ovakvo restrukturiranje. Nedostatak specifičnih znanja uslovljava činjenicu da ovaj metod privatizacije infrastrukturnih delatnosti ne omogućava transfer savremenih znanja.

3.4. Prodaja strateškim investitorima

Sve dosad uočene probleme vezane za razmotrene metode privatizacije infrastrukturnih delatnosti rešava primena metoda prodaje javnih preduzeća strateškim investitorima – velikim i iskusnim stranim, odnosno multinacionalnim kompanijama iz ovih delatnosti. Činjenica da ove kompanije raspolažu velikim iznosima kapitala rešava probleme vezane za nedovoljan iznos privatizacionih prihoda, odnosno probleme vezane za priliv svežeg kapitala namenjenog za investiranje u razvoj infrastrukturnih delatnosti. Strane, odnosno multinacionalne infrastrukturne kompanije su, naravno, životno zainteresovane za infrastrukturne delatnosti, što znači da su spremne i sposobne da osmisle i sprovedu proces radikalnog restrukturiranja infrastrukturnih preduzeća posle njihove privatizacije i uspostavljanja efikasnog poslovnog rukovođenja. Strateškim investitorima ne nedostaje znanja u domenu tehnologije, marketinga, vođenja finansija, unutrašnje organizacije infrastrukturnog preduzeća, a kupovinom domaćeg javnog preduzeća dobijaju i podsticaj da izvrše transfer svih tih znanja, što znači povećanje ekonomske efikasnosti obavljanja infrastrukturnih delatnosti i njihov ubrzani razvoj.

Prodaja strateškim investitorima je metod koji je relativno lak za primenu i ne iziskuje složene institucionalne preduslove. Nije potrebno razvijeno i efikasno tržište kapitala. Potrebno je isključivo solidno zakonodavstvo u domenu stranih investicija

Prema svemu navedenom, privatizacija putem prodaje javnih preduzeća strateškim investitorima predstavlja, načelno posmatrano, superioran metod privatizacije infrastrukturnih delatnosti, tako da ga treba primeniti u svim oni slučajevima u kojima se on može primeniti.

8.3.7. Prodaja domaćom investitorima

Opreznost u pogledu mogućnosti realizacije stranih direktnih investicija u infrastrukturne delatnosti u Srbiji uslovljava da je potrebno razmotriti još jedan mogući metod privatizacije – prodaju infrastrukturnih preduzeća domaćim investitorima. Ovaj model je znatno nepovoljniji u odnosu na prodaju strateškim investitorima, i to gledajući sve kriterijume za vrednovanje privatizacionih metoda. Jedino u slučaju privatizacije malih infrastrukturnih preduzeća, privatizacija putem prodaje domaćim investitorima može da obezbedi odgovarajući priliv svežeg kapitala.

Zbog toga je mogućnost primene ovog metoda privatizacije potrebno ograničiti isključivo na mala javna preduzeća, pre svega u oblasti komunalnih delatnosti, tj. ona preduzeća za koje neće biti zainteresovani strateški investitori.

Vrednovanje razmotrenih metoda, zasnovano na unapred formulisanim kriterijumima (ciljevima privatizacije infrastrukturnih delatnosti u Srbiji) prikazano je na tabeli koja sledi.

Tabela 4.
Vrednovanje metoda privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Metod privatizacije	Ekonomska efikasnost	Nove investicije	Transfer znanja	Primenljivost
Javna prodaja akcija	*	–	–	ne
Institucionalni investitor	*	*	–	da
Finansijski investitor	*	*	–	da
Strateški investitor	**	**	**	da
Domaći investitor	**	*	–	da

– ne postoje efekti

* umereni efekti

** snažni efekti

5. Tehnike privatizacije infrastrukturnih delatnosti

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 reči i dokapitalizacije. Naime, pri prodaji državnog kapitala u javnom preduzeću 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 – državi.

U slučaju dokapitalizacije, ne menja se zatečena svojinska struktura postojećeg kapitala, već se uvećava ukupni 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, odnosno infrastrukturnih delatnosti. Potrebno je postići politički kompromis između dva navedena rešenja pri čemu je dokapitalizacija povoljnije rešenje sa stanovišta razvoja infrastrukturnih delatnosti.

Druga razlika u primeni privatizacionih metoda leži u mogućnosti primeni neposredne pogodbe ili tenderske prodaje javnog preduzeća. Neposredna pogodba podrazumeva zatvorene pregovore između prodavca (države) i kupca. Usled svoje netransparentnosti, u najvećem broju slučajeva, ovo nije dobra tehnika privatizacije infrastrukturnih preduzeća. Usled nepostojanja konkurencije na strani tražnje za kapitalom, potencijalni kupci nemaju podsticaja da ponude najpovoljnije uslove (sa stanovišta kupca) na koje su spremni da pristanu, tako da, pored drugih slabosti, ova tehnika privatizacije dovodi do obaranja privatizacionih prihoda i otvara mogućnost za ulazak nekvalitetnih investitora.

Nasuprot tome, tenderska prodaja je veoma transparentna, objavljeni uslovi važe za sve potencijalne kupce i postoji konkurencija na strani tražnje, što dovodi do maksimizacije privatizacionih prihoda i izbora kvalitetnog investitora. Navedene prednosti ukazuju na superiornost tenderske prodaje u odnosu na neposrednu pogodbu, tako da, načelno posmatrano, ova tehnika privatizacije treba da dominira u slučaju privatizacije infrastrukturnih preduzeća.

6. Politika privatizacije infrastrukturnih delatnosti

Politika privatizacije infrastrukturnih delatnosti treba da se zasniva na tri osnovna elementa: delimično (neophodno) restrukturiranje javnih preduzeća pre privatizacije, definisanje razvojnih ciljeva koji se žele postići privatizacijom i reforma politike cena, koja u mnogim slučajevima podrazmeva značajan rast postojećih cena infrastrukturnih usluga.

U telekomunikacijama je potrebno pristupiti reviziji postojećeg privatizacionog ugovora, sklopljenog između JP PTT Saobraćaja Srbija i strateških investitora STET i OTE, kojim se predviđa administrativni monopol Telekoma Srbija na sve telekomunikacione usluge na fiksnoj mreži sve do sredine 2004. godine. Takva revizija ugovora treba da bude samo početni korak ka stvaranju uslova za nove ulaske privatnih opratora, kako u fiksne, tako i u mobilne telekomunikacije. To podrazumeva i uspostavljanje nepristrasne ekonomske regulacije ove delatnosti. Verovatno je da će prva nova privatna investicija (ulazak) biti u oblasti mobilne telefonije (treći operator). Ukoliko se stvore odgovarajući institucionalni uslovi, može se očekivati i ulazak novih operatora na postojećoj fiksnoj telekomunikacionoj mreži. Pored toga, potrebno je razmotriti mogućnost dalje privatizacije nacionalnog operatora (Telekoma Srbija) uvođenjem novih strateških

investitora i umanjenjem postojećeg državnih vlasništva (51%) nad kapitalom tog preduzeća.

Elektroprivreda treba da pre privatizacije prođe proces delimične rehabilitacije i temeljitog restrukturiranja EPS-a, Restrukturiranje treba da se zasniva na vertikalnoj separaciji, tj. razdvajanju proizvodnje, prenosa i distribucije električne energije. U domenu proizvodnje potrebno je izvršiti horizontalnu separaciju, tj. uspostavljanje nekoliko međusobno nezavisnih preduzeća za proizvodnju električne energije. Verovatno da bi površinski rudnici uglja ostali integrisani sa proizvodnim preduzećima koja koriste njihov uglj. Takva preduzeća bi onda bila pogodna za privatizaciju. Prenos treba da bude jedinstveno preduzeće na području cele Srbije, verovatno u državnom vlasištvu u dogledno vreme, kako bi se omogućilo jedinstveno upravljanje elektroenergetskim sistemom. Distributivni sistem bi se podelio na nekoliko regionalnih, odnosno lokalnih monopola i privatizovao uz struktnu ekonomsku regulaciju. Rudnici uglja sa podzemnom eksploatacijom i mnoge pomoćne delatnosti bi se izdvojili iz EPS-a. Privatizacija ovih rudnika je malo verovatna, ali bi se privatizacija pomoćnih delatnosti obavila poput privatizacije svih ostalih konkurentnih delatnosti. Neophodan uslov za sprovođenje privatizacije elektroprivrede predstavlja reforma politike cena, odnosno njihovo znatno uvećanje.

Prenos gasa treba da se pripremi za privatizaciju potpunim odvajanjem od naftne industrije. Drugim rečima, treba uspostaviti odvojeno preduzeće za prenos gasa koje ni na koji način ne bi bilo vezano za naftnu industriju. Profitabilnost ove delatnosti pogodovala bi njenoj uspešnoj i relativno brznoj privatizaciji. Ukoliko se zadrži monopol na prenos gasa, privatizovano preduzeće bi moralo da preuzme striktno definisane obaveze u pogledu dalje gasifikacije Srbije, odnosno razvoja ove delatnosti na celom području Republike. Prevažni cilj tog razvoja, pored pokrivanja najvećih gradova u Republici, jeste uspostavljanje prstenastog tipa mreže, odnosno stvaranje alternativnih tačaka napajanja gasom iz inostranstva, što bi omogućilo i oslanjanje na veći broj snabdevača. Pored toga, treba razmotriti odgovarajuća rešenja (verovatno koncesija u vidu BOT ili BOO aranžmana) za dalje razvoj distributivnih mreža niskog pritiska. Delatnost distribucije gasa treba da bude potpuno odvojena (vertikalna separacija) od delatnosti prenosa gasa.

Preduzeća u oblasti vodosnabdevanje treba da se znatno restrukturiraju pre privatizacije, pre svega izdvajanjem velikog broja pomoćnih delatnosti iz vodovodnih preduzeća. Pored toga, pre pristupanja privatizaciji potrebno je drastično promeniti dosadašnju politiku cena, odnosno omogućiti znatno povećanje cene vode. Vrlo verovatno da bi proces privatizacije vodosnabdevanja počeo privatizacijom najvećih i potencijalno najprofitabilnijih preduzeća, odnosno da je mala verovatnoća da će se privatizovati vodovodna preduzeća u manjim mestima. Stoga je potrebno razmotriti mogućnost regionalne integracije vodovodnih preduzeća u cilju njihovog ukupnjavanja.

Prvi potezi restrukturiranja železnica treba da se zasnivaju na vertikalnoj separaciji infrastrukturnih postrojenja i obavljanja železničkog saobraćaja. Te delatnosti treba da obavljaju međusobno nezavisna preduzeća, koja bi ugovorom regulisala međusobne

odnose. Potom bi se moglo pristupiti horizontalnoj separaciji, tj. stvaranju većeg broja preduzeća za obavljanje putničkog i teretnog saobraćaja, čime bi se stvorili preduslovi za konkurenciju u domenu samog saobraćaja. Otvoreno je pitanje da li će se takva konkurencija i stvoriti na relativno malom domaćem tržištu. Vrlo je verovatno da se uskoro neće stvoriti uslovi za efikasnu privatizaciju ove delatnosti. To, međutim, ne znači na neće doći do privatizacije velikog broja pomoćnih delatnosti koje treba izdvojiti iz postojećeg železničkog preduzeća.

Privatizacija putne privrede treba da se zasniva na privatizaciji preduzeća za održavanje puteva i uspostavljanju konkurencije za obavljanje ove delatnosti, putem ugovaranja posla. Svim poslovima na organizaciji posla održavanja puteva treba da rukovodi državna gancija, a izvršioци treba da budu privatna preduzeća. Privatne investicije u dalju izgradnju putne mreže potrebno je usmeravati putem specifičnih koncesionih, odnosno BOT aranžmana.

Privatizaciji komunalnih delatnosti treba da prethodi restrukturiranje komunalnih preduzeća, njihova specijalizacija i uvođenje konkurencije u svim onim slučajevima u kojima je to opravdano. Veoma verovatno da se u delatnosti daljinskog grejanja konkurencija ne može uvesti, čime se privatizacija ove delatnosti svodi na privatizaciju monopola. U svim drugim komunalnim delatnostima konkurencija se može uspostaviti putem konkurentnog dodeljivanja franšize ili konkurentnog ugovaranja posla. Na taj način se izbegava problem ekonomske regulacije privatizovanog monopola.

7. Regulacija privatizovanih infrastrukturnih delatnosti

Delotvorna ekonomska regulacija predstavlja ključni faktor uspeha privatizacije prirodnih monopola, pa time i infrastrukturnih delatnosti. Zadatak ekonomske regulacije je da obezbedi maksimizaciju društvenog blagostanja, što se postiže simultanom zaštitom potrošača i proizvođača. Potrošači treba da plaćaju onu cenu infrastrukturnih usluga koju bi plaćali u hipotetičkom slučaju postojanja slobodnog i savršenog tržišta tih usluga. Proizvođači treba da prisvajaju onaj profit koji odgovara ceni kapitala, odnosno troškovima pribavljanja kapitala. Da bi ekonomska regulacija obavila ovaj složeni posao potrebno je da se uspostave dobra institucionalna rešenja za obavljanje ovog posla.

Prvo pitanje na temu institucionalnih rešenja ekonomske regulacije je ko treba da se bavi ekonomskom regulacijom. Tu se u osnovi javljaju dva rešenja:

- nezavisna, odnosno autonomna regulatorna agencija;
- nadležno ministarstvo, odnosno organ uprave.

Dosadašnje iskustvo je nedvosmisleno pokazalo da je daleko povoljnije rešenje uspostavljanje regulatorne agencije, potpuno odvojene od nadležnog ministarstva, odnosno organa uprave. Ovakvo rešenje omogućava striktnu podelu nadležnosti, odnosno ovlašćenja i odgovornosti za posao ekonomske regulacije i na minimum svodi mogućnost konflikta interesa koji je poguban za efikasnu ekonomsku regulaciju. Iako je uobičajeno da se u literaturi takva regulatorna agencija naziva nezavisnom, ipak je preciznije nazvati je autonomnom, budući da, striktno govoreći nezavisnost ne podrazumeva odgovornost

takve agencije prema bilo kom drugom telu. Formiranje ovakve agencije podrazumeva i striktno razdvajanje operativne i regulatorne funkcije – onaj koji se operativno bavi određenom infrastrukturnom delatnošću ne sme da je reguliše. Obrnuto takođe važi – onaj koji reguliše obavljanje određene infrastrukturne delatnosti ne sme da se njom operativno bavi. Striktno razdvajanje operativne i regulatorne funkcije onemogućava pojavu konflikta interesa, najznačajnijeg faktora loše i pristrasne ekonomske regulacije.

Shodno navedenom, u Srbiji treba da se formira Autonomna regulatorna agencija za ekonomsko regulisanje infrastrukturnih delatnosti. Osnivač te agencije može da bude Vlada ili Skupština. Osnivač treba da utvrdi mandat agencije i da svojim odluka postavi rukovodeće ljude agencije, odnosno one ljude koji će donositi izvršne odluke te agencije.

Od ključne je važnosti da se regulatornoj agenciji obezbedi autonomija, odnosno samostalnost u radu. Naročito je važno da sve aktivnosti regulatorne agencije budu striktno odvojene od političkih, odnosno partijskih aktivnosti. Ovo se može postići veoma preciznim mandatom koji će biti dat regulatornoj agenciji, verovatno u formi posebnog zakona i pratećih podzakonskih akata. Veoma je bitno da se obezbedi odgovornost agencije za njen rad, ali da ta odgovornost ne omogući uplitanje dnevne, odnosno partijske politike u rad agencije. Jedan od načina za to je da mandat članova komisije koji donose izvršne odluke budu duži od mandata Vlade, kako bi se izbegle kadrovske promene u agenciji koje su posledica političkih, odnosno kadrovskih promena u Vladi.

Rad regulatorne agencije treba da se precizira u svim detaljima, a to treba da se učini podzakonskim aktima Vlade, kao i statutom same agencije. Tim dokumentima treba da se precizira način sprovođenja ovlašćenja same agencije, kao i način sprovođenja odgovornosti prema osnivaču. Procedura donošenja regulatornih odluka treba da bude formalizovana u najvećoj mogućoj meri, tako da se mogućnost donošenja arbitrarnih odluka u samoj proceduri minimizuje. Pored odgovornosti prema osnivaču, regulatorna agencija treba da bude odgovorna samoj javnosti. Zbog toga je potrebno da se navedenim dokumentima obezbedi javnost rada regulatorne agencije, odnosno da se specifikuju one delatnosti za koje će regulatorna agencija imati obavezu javnosti rada. To, na primer, podrazumeva obavezu javne rasprave (*public hearing*) na kojoj će svi zainteresovani imati priliku da iskažu svoje stavove o konkretnom regulatornom problemu, odnosno regulatornoj odluci.

Razmatranje bogatog međunarodnog iskustva nudi tri osnovna metoda ekonomske regulacije:

- kontrola profitne stope;
- plafoniranje cena;
- raspodela profita.

Kontrola profitne stope je najstariji metod ekonomske regulacije. Taj metod se zasniva na premisi da monopolista treba da prisvaja profit isključivo u visini cene kapitala koga pribavlja. Regulatorna agencija verifikuje finansijske rezultate poslovanja monopoliste (naročito troškove njegovog poslovanja), procenjuje cenu kapitala koji on pribavlja i na osnovu toga određuje cenu njegovog proizvoda koja dovodi do izjednačavanja profitne

stope i cene kapitala. Osnovni nedostaci ovog metoda regulacije su u pogledu proizvodne efikasnosti, visokih troškova regulacije, kao i složenosti njegove primene. Za primenu ovog metoda potrebne su dobro uhodane regulatorne agencije, kao i obilje regulatornog znanja. Stoga ovaj metod nije pogodan za slučajeve privatizacije prirodnih monopola, budući da još uvek nisu uspostavljene, odnosno nisu dobro uhodane regulatorne institucije. Imajući u vidu sve navedene slabosti metoda kontrole profitne stope čine ga inferiornim metodom ekonomske regulacije infrastrukturnih delatnosti u Srbiji.

Plafoniranje cena kao metod ekonomske regulacije je u upotrebu uveden pre dvadesetak godina. Upotrebom ovom metoda cene monopoliste se određuju za višegodišnji period unapred, a mogu da se koriguju isključivo indeksom cena na malo, dakle koriguju se u nominalnom, a ne realnom iznosu. Primena ovog metoda dopušta da cene u realnim iznosu tokom unapred utvrđenog perioda rastu ili opadaju. Osnovne prednosti ovog metoda su domenu proizvodne efikasnosti, njegove jednostavnosti i lakoće za primenu, niskih regulatornih troškova i umanjena nekih komponenata regulatornog rizika. Nedostaci su domenu alokativne efikasnosti i ostalih komponenata regulatornog rizika. Ovaj metod je veoma pogodan u slučaju privatizacije prirodnih monopola, budući da se relativno lako može primeniti i bez dobro uigranih regulatornih institucija. Imajući u vidu pogodnosti ovog metoda regulacije, može se reći da se radi o metodu regulacije superiorom u odnosu na kontrolu profitne stope.

Metod raspodele profita je metod ekonomske regulacije je kombinacija prethodna dva metoda nastala u poslednjih desetak godina, kao pokušaj kombinovanja dobrih karakteristika dva prethodna metoda. Primena ovog modela je veoma složena, tako da je praktično nemoguća u Srbiji, tako da ovaj metod treba isključiti iz daljeg razmatranja.

Imajući u vidu sve karakteristike infrastrukturnih delatnosti u Srbiji, naročito veoma veliku proizvodnu neefikasnost, plafoniranje cena predstavlja verovatno jedini pogodan metod ekonomske regulacije infrastrukturnih delatnosti.

IV PRIVATIZACIJA BANKARSKOG SEKTORA

UVOD: SPECIFIČNOSTI PRIVATIZACIJE FINANSIJSKIH DELATNOSTI

Finansijske delatnosti (komercijalno bankarstvo, osiguranje, investiciono bankarstvo) se razlikuju od delatnosti realnog sektora po dva obeležja, koja su vrlo bitna za njihovu privatizaciju.

Prvo obeležje je struktura bilansa u kom dominiraju pozajmljeni izvori u pasivi i krediti u aktivni. Kapital banke nije, kao u slučaju industrijskog i trgovačkog preduzeća, namenjen dominantno finansiranju fiksne aktive nego održanju solventosti finansijske institucije, jer su ove delatnosti visoko osetljive na rizike. Zbog toga nije retka pojava da banke imaju negativnu vrednost neto kapitala. U tim okolnostima je privatizacija malo verovatna, čak i kada je poželjna

Drugo bitno obeležje finansijskog sektora u Jugoslaviji jeste činjenica da je on formalno privatizovan u smislu konverzije banaka i osiguravajućih društava iz ranije društvene vlasničke forme u akcionarska društva. Stvarano stanje stvari je sledeće: privatni kapital čini svega 18% ukupnog bankarskog kapitala. Ostatak čini društveni (sa 80%) i državni (2%) od ukupnog kapitala.. Način na koji je ova vrsta «privatizacije» izvedena i njene posledice otežavaju stvarnu privatizaciju.

Zbog toga je u tekstu koji sledi posebna pažnja posvećena analizi efekata formalne privatizacije bankarske delatnosti. Osnovna koncepcija privatizacije se, iz istog razloga, razlikuje od privatizacije realnog sektora.

1. UTICAJ FORMALNE PRIVATIZACIJE NA POSLOVANJE BANAKA

1.1. Formalna privatizacija i efikasnost banaka

Reforma bankarskog sektora sa početka 1990-tih unela je u regulaciju ove delatnosti dve važne novine: prva je bila formalna privatizacija, a druga uvodjenje Bazelskih standarda za merenje i kontrolu solventosti banaka. Kasniji tok događaja doveo je ova dva mehanizma u snažnu kontradikciju, koja se pokušala ukloniti omekšavanjem standarda sigurnosti poslovanja banaka. Pokušaj nije uspeo: bankarski sistem tonuo je u sve dublju krizu insolventnosti. Jedan od osnovnih uzroka je vlasnički status banaka

Formalna privatizacija je dovela do pojave da većina jugoslovenskih banaka (sa izuzetkom dominantno privatnih) sadrži u svojoj statusnoj definiciji kontroverzu između nesvojinskog karaktera društvenog kapitala i korporativne pravne forme. Kontroverza o kojoj je reč može se opisati na sledeći način: vlasnici banaka trebalo bi da budu zainteresovani za vlasnički prihod (dividende) i kapitalnu dobit; kao upravljači bankama oni su dominantno zainteresovani za dužničku dobit iz kredita koje primaju od banke (merenu negativnom realnom razlikom vrednosti vraćenog i primljenog kredita). Ali, vlasnici banaka su, zajedno sa vladom i centralnom bankom, podržavali kamatnu politiku

negativnih kamatnih stopa koja omogućava zajmoprimcima pribavljanje visoke dužničke dobiti. Tako je dobijen dužnički model bankarstva. Ova kamatna politika onemogućuje normalno formiranje i održavanja strukturne ravnoteže u bilansima banaka. Ukoliko se ona kombinuje sa direktivnom (diskrecionom političkom odlukom) alokacijom kredita, dolazi do ubrzanog obezvređivanja aktive banke, odnosno akumulacije nenaplativih plasmana u njenom bilansu. Posledica povećanja nenaplativih kredita jeste smanjivanje vrednosti neto kapitala banke, što povećava bogatstvo vlasnika-dužnika banke, a smanjuje bogatstvo vlasnika koji nisu dužnici. Sledi zaključak da su vlasnici-dužnici nastojali da dužnička dobit bude veća od vrednosti akcija koje se obezvređuju. Političko lobiranje za pribavljanje dodatnog kredita je postalo uobičajeni način pribavljanja sredstava. Emitovanje kredita za koji se unapred zna da neće biti vraćen je pojava koja se uobičajeno naziva moralni hazard i strogo je zabranjena u normalno uređenim bankarskim sistemima.

U dosadašnjoj praksi većine banaka dominirao je, dakle, interes vlasnika da prisvoje što veću dužničku dobit, što je direktno vodilo i dovelo do uništenja velikog broja banaka.

Kombinacija represivne regulacije kamatnih stopa i statusna organizacija banaka kao dužničkih servisa neizbežno se završava transferom gubitaka iz sektora preduzeća u sektor banaka. Zbog toga su u bankama koje su bile izložene dejstvu ova dva faktora nagomilao ogroman iznos nenaplativih kredita. Jugoslovensko bankarstvo je, u tom smislu, jedinstven slučaj u svetu. Vrednost kapitala takvih banaka je duboko ispod nule.

Stvarna privatizacija banaka je, više nego u drugim uporedivim zemljama, nužan uslov za normalizaciju njihove delatnosti. Glavni argumenti u korist ove tvrdnje su sledeći:

1. Formalna privatizacija je glavni uzročnik bržeg rasta visokorizične aktive banaka (nenaplativih kredita) od rasta same banke (povećanja njene bilasne sume).
2. U uslovima formalne privatizacije rast banke determinisana je neformalnom regulacijom, odnosno alokacijom kredita političkom naredbom. Najveći rast se u proteklom periodu registruje se kod banaka koje imaju najmanju naplatu kredita.
3. Ovaj mehanizam ubrzava proces pogoršanja performansi celog bankarskog sektora, jer se najveći iznosi depozita velikih društvenih i državnih preduzeća i kredita centralne banke za likvidnost usmerava bankama koje ga najmanje efikasno koriste. Na taj način je, indirektno, ograničavan i rast dominantno privatnih banaka.

1.2. Mehanizam dokapitalizacije formalno privatizovanih banaka

Formalno privatizovane banke imaju sklonost da uvećavaju nenaplativne plasmane brže od rasta ukupne aktive. Zbog toga ove banke imaju potrebu za ubrzanom dokapitalizacijom. One su često tražile i dobijale saglasnost nacionalne komisije za hartije od vrednosti za javnu prodaju novih emisija svojih akcija. (Ukoliko bi se u takvoj situaciji regularno sprovodila kontrola pouzdanosti finansijskih izveštaja i tzv. prospectusa emisije, takve banke ne bi mogle pristupiti mehanizmu javne ponude akcija.) Prva prepreka takvom ponašanju trebala je da bude supervizorska funkcija centralne banke. Naime, da bi takva banka zadržala licencu potrebne su sve veće vrednosti neto kapitala i rezervi za

kompenzaciju potencijalnih gubitaka. Tu funkciju supervizija NBJ nije obavljala efikasno. Rezultat: masovna produkcija sve većeg broja akcija banaka koje sve manje vrede. Na taj način je kompromitovan važan instrument finansijskog tržišta i važan instrument privatizacije – akcija.

U stvarnosti, banke nisu pribavljale kapital na otvorenom tržištu metodom javne ponude. Pribavljanje dodatnog kapitala na ovaj način nije bilo moguće, jer nije poznata vrednost akcija banaka. Ove banke su dokapitalizovane uz upotrebu neke vrste prinude. Odobravanje kredita bilo je uslovljeno kupovinom određenog broja bančinih akcija. Ovaj mehanizam deluje kompenzatorno prema procesu degeneracije aktive banaka. Intenzitet dokapitalizacije na ovaj način ograničen je veličinom kreditnog potencijala banaka i visinom "retencione kvote" koje banke zadržavaju za sebe od sume odobrenog kredita. Zbog toga su ovaj mehanizam koristile i banke koje su u dominantno privatnom vlasništvo. Pri tome, gotovo redovno nije uvažavan efekat razvodnjavanja kapitala koje svaka nova emisija akcija uzrokuje. U periodima kada je je veličina kreditnog potencijala pretežno determinisana direktivnom alokacijom depozita, proizilazi da najveće šanse za dokapitalizaciji imaju banke sa najvećim učešćem nenaplativih kredita u aktivi. Tako se dodatna ulaganja u banke usmeravaju na mesta njihove najmanje efikasne upotrebe. Izvesno je da će se ovaj kanal dokapitalizacije, u uslovima monetarne kontrakcije, suziti ili sasvim zatvoriti.

Formalna privatizacija ograničava, dakle, normalno investiranje u bankarsku delatnost. Pribavljanje dodatnog kapitala je determinisano istim institucionalnim aranžmanom koji izaziva uvećanje nenaplativih plasmana. Ova činjenica je jedan od razloga što je u Jugoslaviji osnovan veliki broj patuljastih privatnih i kvaziprivatnih banaka. Formalna privatizacija dovodi do stvaranja svojevrsnog zatvorenog kruga koji usporava ili onemogućava normalizaciju razvoja u zdravom delu banakrstva .

Izlaz iz zatvorenog kruga formalne privatizacije moguć je na dva načina:

- **prvi je postupna promena vlasničke strukture** kroz regularan promet već emitovanih akcija na berzi. Prvi uslov za realizaciju ove strategije je normalizacija ponašanja vlasnika u bankama (privatizacija vlasnika) i aktiviranje standardne vlasničke kontrole u njima Drugi uslov za realizaciju ove strategije je pozitivna i poznata vrednost akcija banaka na tržištu. Dakle, bitno poboljšanje performansi banaka i normalna dividendna politika mogu dovesti do formiranja autonomnog mehanizma dokapitalizacije;
- **drugi način je radikalna, jednokratna promena strukture vlasništva i upravljanja bankom.**

2. RESTRUKTURIRANJE I PRIVATIZACIJA BANAKA

2.1. Regulatorna reforma kao i klasifikacija banaka

Preuređenju finansijskog sektora trebalo bi da započne regulatornom reformom. Očekivane posledice regulatorne reforme na dalji tok privatizacije finansijskog sektora su:

1. izdavanje banaka koje mogu nastaviti poslovanje bez ograničenja. Ova grupa banaka ima sposobnost da prihvati privatne investicije (čime se normalizuje njen vlasnička struktura) i depozite (čime se omogućava njihov ubrzani rast). Nova regulatorna reforma favorizuje, dakle, rast ove grupe banaka.

2. formulacija uslova za ulazak novih banaka na tržište. Regulatorna reforma treba da favorizuje ulazak banaka visokog rejtinga i niskog rizika. Poželjno je u kratkom roku uvesti takve banke na jugoslovensko tržište. U načelu je to moguće ostvariti osnivanjem nove banke u stranom vlasništvu ili kupovinom neke od banaka iz prve grupe. U te svrhe poželjno je ukoloniti princip reciprociteta iz nacionalnog zakonodavstva. Osnivanje novih banaka i njihova ekspanzija je poželjno, uz strogo poštovanje prudencionih normi za institucije i etičkih normi za menadžere.

3. klasifikacija svih banaka u tri grupe. Selekcija banaka se izvodi se regulatornom reformom i specijalnom (dijagnostičkom) revizijom njihovog poslovanja.

Izbor između osnovnih strategija promene vlasničke strukture (evolutivna na otvorenom tržištu ili radikalna strategija sa nacionalizacijom i ubrzanom privatizacijom) determinisan je veličinom neto kapitala pojedinačne banke i odnosom neto kapitala prema veličini rizične aktive (koeficijent kapitalne adekvatnosti).

2.2. Promena vlasničke strukture zdravih banaka

Banke koje imaju pozitivnu vrednost neto kapitala i normiranu vrednost koeficijenta kapitalne adekvatnosti mogu svoju vlasničku strukturu menjati autonomno i evolutivno. Dužina trajanja ovog procesa zavisila bi od dužine trajanja procesa privatizacije njihovih glavnih vlasnika.

Regulatorna reforma i specijalna revizija izdvojiće grupu banaka koje imaju sve uslove za nastavak poslovanja. Očekivane posledice specijalne revizije i novih normi solventnosti na ovu grupu banaka su sledeće:

1. promene na računu neto kapitala zbog promene metodologije ocene rizika i metoda izračunavanja neto kapitala. Ove promene će se u većini slučajeva registrovati kao smanjenje neto kapitala zbog povećanja učešća nenaplativih plasmana u aktivi i nedovoljnih provizija za potencijalne gubitke. Predvidiva posledica ove procedure biće potreba za dokapitalizacijom ovih banaka. Većina ovih banaka biće u mogućnosti da prihvati dodatna ulaganja u sopsteni kapital iz domaćih i inostranih izvora;

2. spajanja i pripajanja malih banaka koje nemaju uslova da u kratkom roku pribave dovoljno dodatnog kapitala. Ovo je poznati mehanizam u zemljama u tranziciji kao posledica zaoštavanja prudencionih normi;

3. listiranje i kotacija ovih banaka na sekundarnom tržištu kapitala i, konsekventno, normalna promena njihove vlasničke strukture. Tržišna identifikacija vrednosti akcija

ovih banaka može dovesti do brzog razlaganja veze vlasnik-dužnik. Zbog toga je poželjno podsticati ove banke da listiraju svoje akcije na berzi. Njihov broj će u početku biti relativno mali, ali će se, sa normalizacijom delatnosti, postupno povećavati.

2.3. Privatizacija insolventnih banaka

Banke sa negativnim neto kapitalom se dele na dve grupe.

1. Onim bankama koje imaju negativne vrednosti neto kapitala i koeficijenta kapitalne adekvatnosti i niske fiskalne troškove likvidacije oduzima se dozvola za rad. Njihova dalja sudbina zavisi od ponašanja njihovih sadašnjih i budućih vlasnika. One mogu biti likvidirane, spojene ili pripojene većim i zdravijim bankama. Likvidacija će se događati u slučajevima kada je spajanje ili pripajanje banke (sa njenom aktivom i pasivom) drugoj banci nerentabilno. Tako se deo bankarskog sistema privatizuje metodom stečaja i likvidacije. Ukoliko se ocenjuje da banka može nastaviti poslovanje njeni vlasnici moraju izvesti dokapitalizaciju do nivoa koju zahtevaju norme centralne banke za ponovno izdavanje licence. Investitori u kapital ove grupe banaka mogu biti i iz zemlje i iz inostranstva.

2. Druga grupa insolventnih banaka se razlikuje od prve po velikim fiskalnim troškovima bankrotstva, koje čine njihove obaveze koje bi država morala da preuzme na sebe. Ove banke se restrukturaju, privremeno nacionalizuju i privatizuju u unapred definisanom roku. Ključni kriterijum za izdvajanje ove grupe banaka je visina fiskalnih rashoda koji bi nastali u slučaju njihovog bankrotstva. One imaju u pasivi velike iznose dugova prema inostranim poveriocima koji su garantovani od strane države i centralne banke. U slučaju bankrotstva, ukupni dug bi bio prenet na poreske obveznike. Servisiranje tako visokih dugova bi u dugom roku izazvalo visoke stope fiskalnog opterećenja privrede i građana. (Potrebno je podsetiti da je deo obaveza banaka po osnovu devizne štednje već prenet na poreske obveznike.)

Osnovno ograničenje za primenu ove koncepcije jeste u činjenici da je najveći deo nenaplativih plasmana koncentrisan u ovoj grupi banaka, čija bilansna suma čini 60-70% bilansne sume sektora. Druga bitna činjenica - učešće nenaplativih u ukupnim plasmanima - kod banaka iz ove grupe je daleko iznad nivoa koji omogućava autonomno restrukturiranje bilo u formi dokapitalizacije sa otvorenog tržišta, bilo u formi pripajanja drugoj banci. Proizilazi, dakle, da se ova grupa banaka može restrukturirati jedino snažnom eksternom intervencijom. Alternativa ovom rešenju je stečaj i likvidacija.

2.3.1. Privremena nacionalizacija

Privremeno podržavljenje banaka izvodi se simultano sa dokapitalizacijom. Ključni kriterijum efikasnosti ove strategije jeste minimizovanje fiskalnih izdataka države. Specijalna revizija će, u slučaju duboke insolvencije banke, korigovati sadašnje stanje njenog kapitala naniže. Da bi mogle nastaviti poslovanje, ove banke će se morati dokapitalizovati. Dokapitalizacija bi, dakle, imala za cilj da u okviru nove sheme nadzora u određenom roku **obezbedi minimalnu pozitivnu vrednost kapitala preuzete banke.** U

slučaju kada specijalna revizija utvrdi da su gubici veći od kapitala, suspenduju se sva dotadašnja prava vlasnika banke. U slučaju pozitivne vrednosti kapitala banke, vlasnička prava dotadašnjih akcionara se minorizuju. Državna Agencija za sanaciju banaka u ovom slučaju postaje vlasnik kontrolnog paketa ili ukupnog stoka akcija.

Ova procedura treba da omogućiti:

- a) trenutno uklanjanje najrizičnijih komponenti aktive bilansa banaka njihovim otpisivanjem do iznosa kapitala;
- b) ubrzanu (jednokratnu) dokapitalizaciju;
- c) racionalno korišćenje budžetskih sredstava izdvojenih za ove namene. Ovaj princip je posebno važan u jugoslovenskim uslovima. Dokapitalizacija bi se izvodila racionalno, sa ciljem da se minimizuju državni izdaci. U prvom koraku se državna ulaganje dimenzionišu do nivoa koji omogućava preuzimanje banke i minimalno pozitivnu vrednost koeficijenta kapitalne adekvatnosti. Ukoliko je moguće prodati takvu banku u kratkom roku, onda treba težiti takvom rešenju nezavisno od ponudene cene. Na taj način se izbegavaju kasnije dodatne investicije u takvu banku. Ukoliko nije moguće u kratkom roku prodati takvu banku, treba nastaviti restrukturiranje, ali opet do nivoa koji bi bio isplativ za državu. Kriterijum isplativosti treba da bude odnos uložених sredstava i očekivane cene koja se može dobiti pri prodaji takve banke. Da bi se državni izdaci minimizovali, neophodno je ograničiti vreme restrukturiranja. Tako bi se ceo postupak obavezno završavao prodajom restrukturirane banke i povratkom uložених sredstava u budžet.

Moguće tehnike dokapitalizacije banaka koje preuzima državna Agencija za sanaciju banaka su sledeće:

1. Direktna kupovina akcija banke posle specijalne revizije i poništavanja sadašnjih vlasničkih prava. Za ovaj postupak potrebna su likvidna sredstva u relativno velikim razmerama. Potencijalni izvor za finansiranje ove operacije je EFSAL Svetske banke. Ukoliko se ne obezbedi ovaj aranžman Svetske banke, malo verovatno da će se ova tehnika šire koristiti u prvim godinama procesa restrukturiranja. Pored rekapitalizacije, ova tehnika omogućava radikalno poboljšavanje stanja likvidnosti banke i obnavlja njenu kreditnu aktivnost. Ključni problem koji se može pojaviti posle ove operacije je moralni hazard u ranije opisanom smislu (nekomercijalno kreditiranje preduzeća i banaka prema političkim naredbama). Šire korišćenje ove tehnike moguće je očekivati u kasnijem periodu realizacije programa, odnosno u slučaju aktiviranja inostranih izvora finansiranja restrukturiranja i domaćih izvora poreklom iz privatizacije društvenog i državnog kapitala.

2. Dokapitalizacija konverzijom dela dinarskih i deviznih obaveza banke u kapital. U prvim fazama rekapitalizacije, dok još postoji snažna oskudica likvidnih sredstava, ova tehnika se može koristiti za potrebe brzog preuzimanja vlasničke kontrole nad ovom grupom banaka. Pogodan segment devizne pasive za konverziju ove vrste jesu tzv. nealocirane devizne obaveze za koje je garantovala država, odnosno devizne obaveze čiji je krajnji korisnik banka. Ove obaveze bi na sebe preuzela država, a Agencija bi za isti iznos postala vlasnik akcija banke.

3. U slučajevima kada prvi i drugi metod ne daju dovoljne iznose kapitala za preuzimanje, aktivirao bi se i treći metod, tj. posebni aranžmani kupovine akcija banke koji su u posedu visokorizičnih poverilaca banke. Ova vrsta intervencije izvodila bi se u dva koraka: prvi korak bi bila kupovina visokorizičnog plasmana banke u preduzeće "X", a drugi razmena ovog potraživanja za akcije banke "A" koje su u posedu datog preduzeća. Na ovaj način bi se, paralelno sa dokapitalizacijom, aktiva banke očistila od visokorizičnog plasmana. Nedostatak ovog rešenja je u tome što zahteva dodatna likvidna sredstva.

Za svaku od insolventnih velikih banaka koje Agencija preuzima pod vlasničku kontrolu, radila bi se tzv. due diligence studija. Ovom studijom bi se indentifikovale ključne slabosti, osnovna strategija restrukturiranja i potrebni resursi za intervenciju banke. Ukoliko postoji mogućnost brze prodaje banke, ova studija bi poslužila i kao osnova za formulisanje pregovaračke strategije sa strateškim investitorom.

Osnovna funkcija Agencije je restrukturiranje grupe banaka kod kojih tržišna procedura (spajanje, pripajanje, likvidacija) nije poželjna, jer bi dala društveno netolerantne troškove. Unapred se može pretpostaviti da ova grupa banaka treba da pretrpi dve grupe promena. Prva grupa odnosi se na svojinšku transformaciju, a druga obuhvata sledeće značajne promene u samim bankama:

- (a) značajnu modernizaciju upravljačkih funkcija, uključujući funkciju likvidnosti, upravljanje rizicima i modernizaciju bankarskih proizvoda,
- (b) restrukturiranje i dodatnu obuku menadžmenta i zaposlenih
- (c) restrukturiranje rashoda,
- (d) modernizaciju i razvoj informacione tehnologije,
- (e) dodatnu obuku zaposlenih,
- (f) efikasniju kontrolu kreditne aktivnosti i
- (g) smenu menadžmenta.

2.3.2. Privatizacija restrukturiranih banaka

Da bi se izbeglo trajno podržavljenje većeg dela bankarstva, postupak restrukturiranja na ovaj način obavezno bi se završavao u unapred zadatom roku od 3-5 godina, prodajom banke. Argumenti u korist ovog stava su sledeći. Odlaganje privatizacije banaka je kod svih zemalja u tranziciji izazvalo velike štete. Fiskalni troškovi kontinuirane rekapitalizacije banaka, mereni u procentima društvenog proizvoda, izuzetno su visoki i variraju od 6 do 54% GDP. Osnovni razlozi usporene privatizacije bankarskog sektora posle njegovog restrukturiranja su: ponovno obnavljanje neneplativih kredita, nedostatak strukturne pripreme banaka za privatizaciju i politička neodlučnost. Za sve zemlje u tranziciji važi stav da, ukoliko se banke brzo ne privatizuju, dolazi do ponovne degeneracije kreditne funkcije banaka ("meki kredit") i do obnavljanja loših dugova. Drugim rečima, vlasnička struktura kojom dominira država ne omogućava do kraja komercijalizaciju kreditne funkcije. Zbog toga je **potrebno čvrsto povezati rekapitalizaciju sa privatizacijom**. Cilj je da se maksimizira vrednost banke u trenutku privatizacije i da se umanjí verovatnoća bilo kakve buduće intervencije. Privatizacija je jedina realna opcija za definitivno presecanje tokova obnavljanja loših dugova.

Jednokratna državna resursna intervencija dovodi do kratkoročnih poboljšanja u bilansima banaka, ali ne zaustavlja obnavljanje neneplativih kredita. Dakle, odlaganje privatizacije čini banke neatraktivnim za potencijalne strateške investitore i povećava troškove restrukturiranja. Za svaku banku iz ove grupe bitna je starteška procena o dužini i ceni procesa "pripremanja" za privatizaciju kroz dokapitalizaciju, interno restrukturiranje i modernizaciju procedura. Karakterističan je mađarski slučaj, gde je, nakon serije skupih dokapitalizacija i negativnih iskustava sa privatizacijom finansijski i organizaciono neuređenih banaka, usvojena strategija prethodnog pripremanja banaka za privatizaciju. Dakle, određeni nivo restrukturiranja banaka je poželjan, pa čak i neophodan, pre otpočinjanja privatizacije banaka. Ovo je posebno slučaj ukoliko se računa na značajniji prodor stranih strateških investitora. Iskustva privatizacije više krupnih banaka u Češkoj i Poljskoj nedvosmisleno potvrđuju navedenu tezu. Nakon ovih iskustava, postalo je jasno da je, ukoliko se računa na strateškog investitora, neophodno određeno restrukturiranje banaka, kako bi se se one učinile dovoljno atraktivnim za kupovinu. Naravno, za zemlju sa visokim tekućim i budućim fiskalnim deficitom najpovoljnija je, ali malo verovatna, alternativa - prodaja nerestrukturirane banke.

Banke bi pre prodaje prolazile kroz drastične procedure čišćenja kreditnog portfolia, smanjivanja radne snage i operativnih troškova, pa bi tek onda bile prodane strateškim investitorima. Na ovaj način su u većini zemalja u tranziciji ostavreni visoki prihodi za državu, politička kontrola nad bankama je nestala, a banke su rekapitalizovane i dobile nove vlasnike zainteresovane za prinos na kapital, a ne za dužničku dobit. Najvažnije je da je ovaj vid privatizacije omogućio uvođenje intenzivne konkurencije u bankarski sektor, što je uticalo na brži razvoj bankarskog sektora na tržišnim osnovama.

2.3.3. Očekivane posledice privatizacije banaka i izbor metoda privatizacije

Najvažniji rezultat privatizacije banaka treba da bude komercijalizacija bazičnih funkcija u banakrstvu. Ukoliko se ovo ne postigne, neminovna je netržišna alokacija kredita. Ovaj nalaz potvrđuju iskustva zemalja Višegradske grupe čak i danas, u odmakloj fazi tranzicije. Ovo stavlja banke u središte procesa efikasne tranzicije, jer je disciplinovanje banaka jedini način da se disciplinuju i preduzeća.

Druga važna posledica jeste obnavljanje poverenja države, stanovništva i preduzeća u finansijske institucije, posebno banke. Ova pojava će doneti svim grupama subjekata korist: državi povećanje poreskog priliva kroz povećanje nivoa aktivnosti, stanovništvu prinos na uložena sredstva i kredite, a sektoru preduzeća povećanu ponudu kredita i obnovu aktivnosti.

Treća grupa posledica vezana je za modernizaciju delatnosti. Jugoslovensko banakrstvo ima jako sužen registar proizvoda i usluga koje nudi svojim klijentima. Privatizacija i ulazak velikih prvoklasnih banaka na nacionalno tržište treba da rezultira radikalnim povećanjem kvaliteta i kvantiteta usluga.

U uslovima tranzicije koriste se tri osnovna metoda privatizacije finansijskih institucija:

a) inicijalna javna ponuda akcija (IPO)

- b) prodaja strateškom investitoru i
- b) kombinacija prodaje i poklona kroz neku od shema masovne privatizacije.

Prodaja IPO metodom podrazumeva prethodno utvrđivanje cene. Apriorno formiranje cene sadrži rizik pocenjivanja i precenjivanja vrednosti akcija. Ako se cena formira tenderom, taj rizik se smanjuje. Uslov za redukciju ovog rizika je regulatorna reforma, koja bi redukovala postojeće visoke sistemske rizike i povećala tražnju potencijalnih kupaca na tenderu.

Problem cene se postavlja i kod privatizacije prodajom strateškom investitoru. Politički troškovi ove metode su veći nego kod IPO. Međutim, prodaja strateškom investitoru ima značajnu prednost u činjenici da ne zavisi od nivoa razvijenosti nacionalnog tržišta kapitala. Naime, nerazvijena i plitka tržišta kapitala ne mogu da absorbuju velike emisije akcija i da obezbede njihovu likvidnost.

Iskustva pokazuju da su slučajevima značajnijeg uključenja stranih strateških investitora u privatizaciji banaka postignuti daleko bolji rezultati (Mađarska), nego putem implementacije programa masovne privatizacije (Češka). Prodaja banaka strateškim investitorima omogućava i dodatnu korist - relativno brzo i radikalno restrukturiranje banaka kroz prenos relevantnih znanja i veština. To, sa druge strane, razvija konkurentnost u bankarskom sektoru.

Ključni nedostatak metoda prodaje strateškom investitoru je njegova sporost. To može izazvati pojavu moralnih hazarda u već restrukturiranim bankama i, konsekvanto, povećati fiskalne rashode za njihovo restrukturiranje. Zbog toga se, kao najuspešniji pokazuju eklektični programi koji kombinuju IPO (u slučajevima gde je moguće) sa prodajom strateškim investitorima. Takvo je bilo iskustvo Poljske: deo banaka je prodat strateškim investitorima, a deo metodom inicijalne javne ponude akcija.