

Душко Даничић¹
Данка Панић²

Циљеви и обим концентрације власништва у акционарским друштвима у Републици Српској

Objectives and scope of ownership concentration in listed companies in Republic of Srpska

Резиме

Укрупњавање власништва и преузимање предузећа је обично повезано са мотивима какви су: максимизирање добити у дугом року, освајање нових њржишта, осиваривање контроле ради ујрављања предузећем и његовој дуорочној развоја и сл. Као мотив за куйовину већинској учешћа или концентирацију не мора бити пословање, већ нематеријална и материјална имовина друштва, име или групе вриједне ставке пословне или инвестиционе акције. Из презентованих података добијених током обављеној истраживања, закључује се да се Република Српска сврстава у групу земаља у којима је власништво над изданим компанијама концентрисано. Мотиви који су претходили концентracији капиталала често су повезани са имовином друштва, док је пословање имало споредну улогу, што је у многим случајевима довело до падења пословних активности предузећних друштва. Промјена укрупној пословној амбијенци најбољи је начин да се не само концентracија капиталала, већ и остале инвестиције усмјеравају ка реалном сектору и пословним циљевима који укључују развојне пројекте и инвестирање за будућност. Тиме ће се умањити мотивисаност власника капиталала

¹ „Адитон“ доо Б.Лука, aditon.doo@gmail.com

² „Адитон“ доо Б.Лука, danka.panic85@gmail.com .

да инвестирају у крајкорочне пројекте са циљем кувовине и брзе прогаје иривредној друштва, што се код нас своди на прогају ставки активе. На овај начин ће се умањити и број ликвидација које су подстиакнуће намјером да се имовина друштва прога и уновчи.

Кључне ријечи: концентрација власништва, мотиви и циљеви концентрације, иреузимање акционарских друштва, концентрација власништва у Републици Српској.

Summary

Enlargement of ownership and takeover is usually associated with motifs such as: maximizing profit in the long term, new markets, gain control of management of the company and its long-term development, etc. The motive for the purchase of the majority share or concentration is not necessarily doing business, but tangible and intangible assets of the company, its name, or other valuable items of business or investment assets. From the presented data obtained during the research that was done, it could be concluded that the Republic of Srpska ranks among the countries in which the ownership of listed companies is concentrated. Motives that preceded the capital concentration are often associated with property companies, while business had a supporting role, which in many cases has led to the closure of books, business activities undertaken societies. Change in the overall business environment is the best way to not only capital but also the concentration of other investments are directed towards the real sector and business objectives that include development projects and investments for the future. This will reduce the motivation of the owners of capital to invest in short-term projects in order to purchase and quick sale of the company, it comes down to us on the sale of assets items. In this way the number of liquidation, that were triggered with the intent to sell the assets of companies, could be reduced.

Key words: ownership concentration, the motives and goals of concentration, takeovers, ownership concentration in the Republic of Srpska.

Увод

Прелазак земаља из једног друштвеног уређења у друго се означава као транзиција, а овај појам се посебно везује за прелазак из социјализма (планске привреде) у капитализам (тржишну привреду). Транзиција није краткорочни процес. Напротив, она траје годинама и подразумејева обимне и многобројне промјене у земљама које мијењају друштвено уређење.

Република Српска и Босна и Херцеговина су биле у транзицији у периоду после 1996. године, а у неким сегментима друштва транзиција и даље траје. Један од процеса који је неминован за земље у транзицији јесте приватизација капитала у државним (друштвеним/јавним) предузећима и изградња ефикаснијег привредног система.

Усвојени модели приватизације државног капитала у земљама у транзицији су различити од државе до државе, али су крајњи резултати исти – највећи број бивших предузећа у државном власништву постала су акционарска друштва, или друга друштва капитала у већинском или у потпуно приватном власништву. По завршетку првог вала приватизације у државама које су поново ушле у свијет тржишне економије, формиране су и берзе као уређена тржишта капитала³, што је омогућило слободну куповину и продају акција већ приватизованих предузећа. Овим су створени институционални предуслови за концентрацију и преузимање привредних друштава од лица која су изразила интерес да преузму кључну улогу у управљању конкретним привредним субјектом или је преузимање постала њихова законска обавеза. Наиме, слично како је то уређено и у развијеним тржишним привредама, тако су и у земљама у транзицији донесени прописи о обавези преузимања акционарских друштава од стране лица која стекну контролни праг акција.

Динамика укрупњавања власништва од стране доминантних акционара или других заинтересованих страна⁴ је различита и у развијеним економијама свијета. То је био дуготрајан процес, док се у „новим” тржишним привредама то одвија убрзано.

Концентрација власништва је мотивисана различитим циљевима, о чему ће се посебно говорити у свјетлу циљева који се сусрећу у тржишно развијеним привредама, транзицијским земљама те на нашим простори-

³ Берзе капитала у земљама у транзицији формиране су поново крајем 90-их година прошлог вијека. Тако је Љубљанска берза основана 1989. године, Загребачка и Украјинска 1991. године, Прашка и Монтенегро берза у Подгорици 1993. године, Македонска и Московска берза капитала 1995. године, док су Бањалучка и Сарајевска берза основане 2001. године. Када је у питању Београдска берза, напомиње се да је прво уређено тржиште капитала у Србији отпочело са радом давне 1894. године, док је после социјалистичког периода берза у Београду поново отворена 1989. године. Као најстарије уређено тржиште капиталом сматра се Амстердамска берза (енгл. Amsterdam Stock Exchange – ASE) основана 1611. године, док је Лондонска берза званично отворена 1801. године. У Америци, Њујоршка берза отпочиње са радом 1792. године, а у Азији највећа је Токијска берза која је основана 1878. године. Извори података: <http://www.instaforex.com/rs/clocks.php>; books.google.hr/books?isbn=8679123072; books.google.hr/books?isbn=8685393027, <http://books.google.hr/books?id=Jrh9Pj2MQTcC&pg=PA51&dq>.

⁴ Понуду за преузимање акционарских друштава може објавити и мањински акционар, група акционара, али и лице које нема у власништву акције друштва.

ма и Републици Српској. Такође посебна пажња ће се посветити крајњим резултатима концентрације власништва и преузимања акционарских друштва, тј. покушаће се дати одговор на питање да ли је повећање учешћа најзначајнијих акционара у власништву помогло да акционарска друштва на простору Републике Српске наставе и даље развијају пословну дјелатност, а ако је ријеч о друштву у кризи да је циљ концентрације опоравак и отпочињање са новим развојним циклусом или у великом броју случајева, то ипак није мотив за преузимање већинских пакета власничких права у привредним друштвима на овим просторима.

1. Концентрација власништва и корпоративно управљање

Концентрација власништва у акционарским друштвима дешава се паралелно са раздвајањем улоге власника од улоге менаџера у друштвима капитала, па је у том свјетлу треба и посматрати. Десетинама година унатраг, компанијама са дисперзованим власништвом⁵ управљало се на традиционални или начин који је више-мање прилагођен тренутно успостављеним власничко-управљачким односима. Међутим, озбиљније расправе о корпоративном управљању у Великој Британији и САД⁶, као државама са најразвијенијом праксом управљања корпорацијама, започеле су тек крајем 80-их и почетком 90-их година прошлог вијека када се због неправилности у финансијском извјештавању и прикривања лошег управљања, у већем броју дешавају пропадања и банкротства значајних компанија од којих су неке имале и стогодишњу традицију⁷.

„Корпоративно управљање припада ширем институционалном оквиру који регулише комплексне релације између менаџера компаније, њеног управног одбора, акционара и других стејкхолдера.”⁸ Корпоративно

⁵ Како је записано у економској историји, прво акционарско друштво основано је давне 1602. године у Холандији, а то је Холандска источноиндијска компанија (енгл: Dutch East India Company), Западноиндијска компанија се оснива 20-так година послије, док прва акционарска друштва у Енглеској настају крајем 17. вијека, а у САД се оснивају средином 18. вијека. На нашим просторима, прва акционарска друштва се оснивају средином 19. вијека у Србији. Озбиљне расправе о корпоративном управљању везују се тек за 80-те године ХХ вијека. Саморегулација управљања компанијама, без озбиљних научних разматрања међуодноса власника и менаџмента трајала је преко 400 година. Извор: www.britannica.com/EBchecked/topic/174523/Dutch-East-India-Company

⁶ Настанак научне дисциплине која се бави корпоративним управљањем везује се управо за ове двије економије.

⁷ Ево неких од тих компанија: Drexel Burnham Lambert Inc, Franklin National Bank, First Jersey Securities, Penn Square Bank N.A., Penn Central Transportation Co, United Fruit Company и др. (Извор: <http://www.hrworld.com/features/33-biggest-corporate-implosions-042808/> (14.12.2012.)

⁸ Савовић, С. *Концентрација власништва као инјерни механизам корпоративне контроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008. стр. 165.

управљање, такође, обезбјеђује структуру путем које се одређују циљеви компаније, као и средства за постизање тих циљева и праћење резултата. Корпоративно управљање би требало да буде кључни елемент у побољшању економске ефикасности, раста и позитивног утицаја на повјерење инвеститора. Дефиниција корпоративног управљања коју је дала Организација за економску кооперацију и развој (ОЕСД) гласи: „Оквир корпоративног управљања треба да промовише транспарентна и ефикасна тржишта, да буде у складу са владавином права и да јасно артикулише подјелу одговорности између различитих надзорних, регулаторних и извршних органа.”⁹

У одређеном периоду развоја привредних друштава, власници капитала су управљање друштвима постепено повјеравали стручњацима са специјалистичким знањима из области управљања и менаџерским способностима (или се претпоставља да таква знања и способности посједују). Ово је било посебно изражено у друштвима гдје је власништво широко дисперзовано на начин да је подијељено на велики број малих акционара. Међутим, у пракси су почели настајати агенцијски проблеми који се односе на супротстављене интересе менаџера и власника. „Још су Berle и Means (1932) препознали да у компанијама са широко дисперзованим власништвом може доћи до дивергентних интереса између менаџера и акционара, тако да су у својим радовима говорили о страху од „корпоративног пљачкања” усљед раздвајања власништва и контроле.”¹⁰ Један од примјера агенцијског проблема, који се често наводи у стручној и научној литератури и који је можда и најизраженији, односи се на одлуку о исплати дивиденде. Наиме, менаџери настоје што већи дио остварене добити текуће године задржати и реинвестирати, док је власницима у интересу да се што већи дио остварене добити исплати. Сигурно је да оквир корпоративног управљања треба да заштити и олакша остваривање права акционара и доношење одговарајућих одлука, које ће водити максимизирању вриједности предузећа и богатства акционара. У сваком случају, у условима када је власништво над друштвом широко дисперзовано, а интереси власника и менаџера супротстављени, у циљу усмјеравања доношења одговарајућих одлука поштовање принципа корпоративног управљања постаје посебно значајно.

У условима раздвојености улоге власника од улоге менаџера или управљања, ефикасност доношења одлука постаје врло упитна. Поштовањем начела и принципа корпоративног управљања требала би се постићи ефикасност, а да истовремено интереси власника и повјерилаца буду заштићени.

⁹ OECD Principles of Corporate Governance, 2004. Стр. 17.

¹⁰ Савовић, С. Концентрација власништва као интешни механизам корпоративне контроле. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008, стр. 166.

Повећањем броја излистаних компанија на свјетским берзама и развојем тржишта капитала уопште, потреба за корпоративном контролом постаје све значајнија. Постоји неколико начина за спровођење корпоративне контроле, али се они у принципу сврставају у двије групе: интерни и екстерни. Који од ова два механизма ће се примјењивати зависи од тога да ли је оквир корпоративног управљања у датој земљи тржишно оријентисан, или је оријентисан на велике акционаре. У првом случају користиће се више интерни механизми корпоративне контроле, док ће за други случај бити карактеристични екстерни механизми преко институционалних инвеститора.¹¹ Један од начина успостављања корпоративне контроле је и концентрација власништва. Концентрација власништва се, према лексикону Financial Times-а, дефинише као количина акција коју посједују индивидуални инвеститори и велики блок-холдери. У предузећима чијим се хартијама од вриједности јавно тргује велики блок-холдери су обично институционални инвеститори.¹²

2. Основни циљеви концентрације власништва у акционарским друштвима

Из претходног поглавља већ се јасно може закључити да је један од основних циљева концентрације власништва и стицање контроле у привредном друштву, успостављање пуне контроле на избор и рад менаџмента, као и на процесе одлучивања у акционарском друштву. Без обзира што доношење стратешких и текућих одлука од стране већинских власника може бити усмјерено на заједничке али и приватне користи, евидентно је да је питање одлучивања и управљања свакако један од главних мотива концентрације власништва.

Мотив за концентрисање власништва може се подударати са циљевима који се сусрећу код стицања акција неког предузећа, а које нема учинке концентрације. Мотиви стицања акција неког предузећа обично су: остваривање дивиденде, куповина одређеног пакета акција у сврху планиране аквизиције или фузије, или једноставно куповина ради даље продаје по вишој цијени и остваривање зараде на тај начин. Последњи мотив обично за собом вуче кратко посједовање акција неког предузећа и то обично ни-

¹¹ Савовић, С. *Концентрација власништва као интерни механизам корпоративне контроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008, стр. 172-173

¹² То су банке, пензиони фондови, осигуравајућа друштва, фондације, синдикални фондови, инвестициони фондови или инвестициони трустови који прикупљају удјеле или уштеђевину великог броја индивидуалних инвеститора да би их као институционални (заједнички) инвеститори пласирали на тржишту. Извор: <http://lexicon.ft.com/Term?term=ownership-concentration> (31.08.2012.)

када није толика количина колика је потребна за контролни пакет, али није искључена могућност да у појединим случајевима инвеститори који имају довољно капитала уложе у акције неког предузећа (и то у довољно велику количину која би им обезбједила контролу), држе их кратко у свом портфељу и потом их продају по вишим цијенама, те на тај начин остваре добит.

Један од мотива концентрације власништва може бити и настојање да се освоје нова тржишта, или да се стекне контрола над зависним предузећем како би се преко њега и његовог пословања остваривали пословни циљеви матичног предузећа, или групе. Наиме, стицањем контролног пакета акција које носе право гласа у предузећу које послује на другом тржишту, стицалац - власник добија могућност да доноси одлуке које ће омогућити ширење тржишта неког другог бизниса којег већински акционар већ има на другој дестинацији. На тај начин власник ће добити могућност да приступи другом тржишту користећи искуство, име, купце, информације и друге ресурсе које посједује предузеће чији се контролни пакет акција стиче.

Концентрација власништва често доноси реструктурирање привредног ентитета, захтјева за рационализацијом пословних функција, елиминисање непрофитних дјелатности, линија и погона, као и друге мјере чији је првенствени задатак увећање добити у конкретном друштву. Оваквим мјерама доминантни власник ће смањити оперативне трошкове и повећати профитабилност својих улагања у односу на вријеме када није имао одлучујући утицај на избор руководства и доношење пословних одлука у привредном друштву. Профитабилност се у одговарајућем времену може повећати увећањем пословних активности и укупног прихода уз одговарајућу контролу пораста трошкова пословања. Оваква оријентација већинског власника, која је повезана са значајно већим ризицима и улагањима у овом времену транзиције на нашим просторима ријетко се сусреће.

Као мотив за куповину већинског учешћа или концентрацију кроз посједовање акција које ће омогућити контролу квалификоване већине гласова¹³ не мора бити пословање, већ нематеријална и материјална имовина друштва, име или друге вриједне ставке пословне или инвестиционе активне. Процјена да су те ставке у билансима потцијењене могу мотивисати инвеститоре да преузму одлучујућу улогу код доношења одлука о продаји дијела или цјелокупне активне друштва, док се пословна дјелатност дјелимично или у цијелости гаси. Мотив да се објави одлука о преузимању акционарских друштава нарочито је присутан у земљама у транзицији, па и на нашим просторима. У значајном постотку друштава гдје је извршена концентрација, дјелатност због које су та друштва основана не обавља се,

¹³ Већинско учешће је 50 % + једна акција, док се квалификована већина у правним системима веже за посједовање 2/3 или већег постотка гласачких права.

а у многим случајевима, обично у посрнулим предузећима, дошло је до гашења свих значајних привредних активности, имовина је распродата или су највредније позиције непокретности, постројења и опреме пренесени у власништво повезаних лица. На овај начин су многа привредна друштва после деценија пословања ликвидирани, а имовина (обично непокретности) промијенила власника, било да је то неко ко је близак већинском власнику или је продата трећим лицима.

3. Ниво концентрације власништва у развијеним економијама

Ниво концентрације власништва у појединим земљама, мотиви концентрације, као и корелација између концентрације и других варијабли били су предмет истраживања многих аутора. Међу њима истичу се Berle, Means, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Vishny и др. Поред тога што су изучавали територијални распоред концентрације власништва, они су настојали пронаћи везу између законских прописа који се примјењују на заштиту интереса акционара и нивоа концентрације власништва, нивоа концентрације и перформанси предузећа, нивоа концентрације и зараде по акцији и слично. La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer и Vishny су 1997¹⁴. године утврдили да је концентрација власништва у директној корелацији са законима и правилима која штите интересе инвеститора - акционара. У земљама гдје су ови закони слаби - концентрација власништва је већа, а права мањинских акционара угрожена, и обрнуто. Друге студије су повезивале агенцијске трошкове са концентрацијом власништва. Тако, на примјер, Bethel, Liebeskind и Opler су 1998¹⁵. године дошли до закључка да стицање блока акција¹⁶ позитивно утиче на профитабилност предузећа и на повећање поврата на уложена средства. Они су тврдили да тржишна утрка за дјелимичном корпоративном контролом игра улогу у смањењу агенцијских трошкова. То су објашњавали на сљедећи начин: када акционари/инвеститори стичу велике блокове акција са правом гласа, то утиче на менаџере да се, у страху од преузимања, више ангажују у преузимању пословних активности које ће донијети нову вриједност акционарима.

¹⁴ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. *Legal Determinants of External Finance*, *Journal of Finance*, 1997, 52, pp. 1131-1150. <http://www1.fee.uva.nl/pp/bin/1557fulltext.pdf> (28.09.2012.)

¹⁵ Bethel, J. E.; Liebeskind, J. P.; Opler, T. Block Share Purchases and Corporate Performance, *The Journal of Finance*, 1998. 53, pp. 605-634 <ftp://ns1.ystp.ac.ir/YSTP/1/1/ROOT/DATA/PDF/unclassified/JF98.PDF> (28.09.2012.)

¹⁶ Уобичајено се под блоком акција подразумевају минимални пакет од 5% удјела у акцијама са правом гласа.

Истраживања вршена на тему концентрације власништва су показала да су значајне разлике у нивоу концентрације у појединим земљама. Постоје земље које имају више изражену власничку концентрацију и друге у којима је власничка структура више дисперзована. У прву групу земаља се сврставају Њемачка, Аустрија и друге земље континенталне Европе.¹⁷ У другу групу земаља се сврставају Велика Британија, Сједињене Америчке Државе, Канада, Аустралија и друге англо-саксонске земље. Још су Berle и Means 1932. године, истражујући концентрацију власништва и контролу у компанијама у Великој Британији, констатовали да је у већини компанија које су излистане на Лондонској берзи власништво широко дисперзовано, док је више концентрисано у неизлистаним компанијама.¹⁸ Структура власништва у америчким компанијама је такође била широко дисперзована. Међутим, новија истраживања показују да се власништво полако концентрише и у Сједињеним Америчким Државама, као и у Великој Британији. Шта више, једно од истраживања које је вршено у Сједињеним Америчким Државама за циљ је имало да потврди или оповргне мит о широко дисперзованом власништву у компанијама које су излистане на америчким берзама. Ове земље се од земаља континенталне Европе разликују по већем учешћу институционалних инвеститора, али и по томе што се акције компанија које котирају на берзама Велике Британије и САД више налазе у рукама *инсајдера* (менаџера, чланова одбора и директора)¹⁹. У периоду 1963-1992. године, власништво над акцијама британских компанија које се налази у рукама институционалних инвеститора се попело са 30% на 60%, док се ова бројка у Њемачкој креће око 20%²⁰. Ипак, истраживања из 2001. године показују да је просјечно процентуално учешће највећег блок холдера у власништву над акцијама које носе право гласа у Великој Британији, око 10%, док је у Њемачкој, Аустрији и Италији преко 50%²¹.

¹⁷ Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*, Utrecht University, Utrecht, 2004., p. 4 <http://igitur-archive.library.uu.nl/USE/2005-1129-200120/04-19.pdf> (30.09.2012.)

¹⁸ Berle, Adolph A.; Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

¹⁹ Видјети: Goergen, M., Renneboog, L. *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*. European Corporate Governance Network, 1999, p. 3. <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=3807> (30.09.2012.)

²⁰ Видјети: 1. Stapledon, G. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press, London, 1996. год; 2. Goegen, M.; Renneboog, L. *Ownership and control : A European Perspective*. European Corporate Governance Network, 1999, p. 3.

²¹ Видјети: Barca, F., Becht, M., *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

Истраживање које је вршено 1999-2001. године и које је обухватило шест европских земаља (Белгију, Француску, Њемачку, Италију, Шпанију и Велику Британију), получило је следеће резултате:

- У Италији и Француској више од 50% компанија имају контролног акционара²²;
- Шпанија је једина европска земља која у више од 10% корпорација има контролне акционаре који посједују мање од 10% акција са правом гласа;
- У Великој Британији скоро свака четврта компанија нема контролног акционара, али и у оним компанијама гдје постоји контролни акционар, ти власници посједују између 10% и 25% гласачких права, не више;
- У Белгији, Француској, Њемачкој и Италији у преко 70% компанија контролни акционар посједује преко 25% акција са правом гласа;
- У Великој Британији просјечна концентрација гласачких права по компанији износи око 18,3%, док се тај постотак креће од 37,9% у Шпанији, затим 41,71% у Белгији, 46,13% у Њемачкој, 48,14% у Италији, до 52% у Француској.²³

Када су у питању земље континенталне Европе, закључује се да је концентрација акција код контролних власника значајна и да по правилу премашује 1/3 укупне гласачке моћи у акционарским друштвима. Велика Британија има разуђену власничку структуру. Слично је и са другим тржишно развијеним земљама које имају англо-саксонски правни оквир, а што ће се додатно потврдити у наставку.

На територији Аустралије и Новог Зеланда обављено је истраживање о 20 највећих акционара у излистаним компанијама у периоду 1999-2009. године. При томе није праћена динамика концентрације власништва, већ је вршено преко 3100 опсервација, те су резултати представљени за све опсервације сумарно, а не по годинама. Резултати су следећи:

²² Сматра се да контрола постоји кад акционар посједује, директно или индиректно, више од половине гласачке моћи привредног друштва. Контрола такође постоји и када акционар посједује половину или мање од половине гласачке моћи субјекта у случају да има:

- моћ над више од половине гласачких права на основу споразума с другим улагачима,
- моћ управљања финансијским и пословним политикама субјекта на основу статута или споразума,
- моћ именовања или смјене већине чланова управног одбора или одговарајућег управљачког тијела, или
- моћ усмјеравања већине гласова на састанцима управног одбора или одговарајућег управљачког тијела.

²³ Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*. Utrecht: Utrecht University, 2004, p. 8-11.

Табела 1: Сумарни резултати за 20 највећих акционара, период 1999-2009. године – Аустралија и Нови Зеланд

	ТОП 1	ТОП 5	ТОП 10	ТОП 20
Процент акција у рукама већих акционара	22,45	46,94	56,29	63,21

Извор: Brown, P., Sargent, E. The *Top 20 Shareholders*: paper presented in Annual Conference of Accounting and finance association of Australia and New Zeland, 4-6 July 2010, Christchurch, New Zeland

Из претходне табеле се може закључити да је власништво у компанијама које су излистане на тржиштима капитала у Аустралији и Новом Зеланду више дисперзовано од земаља Западне Европе. Када су кључне одлуке у питању, за одлучивање о њима у просјеку је потребна сагласност скоро десет првих акционара, што ипак није значајан број.

Када су у питању Сједињене Америчке Државе, у научним круговима дуго је владало мишљење да је власништво у америчким компанијама које су излистане на берзи широко дисперзовано. Ово мишљење се, дакако, заснивало на резултатима које су получила истраживања, која су на ову тему рађена на територији САД-а, а нека од њих су и поменута (Berle and Means, LLSV и сл.). Међутим, 2007. године је обављено истраживање гдје је основна идеја била да се поново испита концентрација власништва у америчким компанијама и да се потврди или сруши мит о широко дисперзованом власништву. Ово истраживање, под називом „Мит о распршеном власништву у Сједињеним Државама” радио је Clifford G. Holderness²⁴ 2007. године и дошао је до интересантних закључака. Према његовом истраживању „...96% испитаних предузећа има власнике који у својим рукама држе минимално 5% акција (тзв. блок-холдери). Три пута више предузећа има већинске блок-холдере него што их нема блок-холдере уопште. Блок-холдери у просјеку посједују 39% акција предузећа. Иако је однос између величине компаније и концентрације власништва инверзан, ипак је уочен неочекивано висок степен концентрације и у великим предузећима. Чак 89% њих има блок-холдере.”²⁵

На основу новијих истраживања и онога што се раније презентовало у научној литератури о концентрацији власништва у Сједињеним Америчким Државама, може се закључити да се у задњим декадама двадесетог вијека степен концентрације власништва у компанијама чије је сједиште на простору највеће економије свијета, значајно повећао и тај тренд је настављен и даље. Успоредбом са другим тржишним, економијама по нивоу концентрације власништва Сједињене Америчке Државе се налазе између,

²⁴ Holderness, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. Oxford University Press on behalf of The Society for the Financial Studies, 2007.

<https://www2.bc.edu/~holderne/MythofDiffuseOwnershipRFS.pdf> (10.10.2012.)

²⁵ *Ibid*, стр. 1378.

с једне стране земаља у којима је власништво широко дисперзовано и с друге стране земаља у којима постоји изразито висок степен концентрације.²⁶

4. Концентрација власништва у земљама у транзицији

Поред развијених тржишних економија и њихових искустава са концентрацијом капитала, интересантно је сагледати и искуства земаља које су прошле кроз процес транзиције.

Процес приватизације у постсоцијалистичким земљама одвијао се по три основна модела и њиховом комбинацијом. Модел продаје државног капитала заинтересованим инвеститорима био је преовладавајући у Мађарској, Пољској и Естонији. Приватизација путем бесплатне подјеле ваучера преовладала је у моделима којег су прихватиле Чешка, Словачка, Русија, Летонија, Словенија, Јерменија, Казахстан, Киргизија, па и Босна и Херцеговина, односно Република Српска и Федерација БиХ. Акционарство запослених у значајној мјери је прихваћено као облик приватизације државних предузећа у Македонији, Словенији, Србији и Хрватској. Већина држава је прихватила мјешовити модел, па се и у Републици Српској поред подјеле ваучера одређени постотак државног капитала продавао методом лицитације, преговарачким поступком стратешким инвеститорима или на берзи. Продаја малих предузећа²⁷ обављена је лицитацијом, без могућности уписа ваучерава. Начин приватизације је дјелимично утицао и на процес концентрације власништва у приватизованим привредним друштвима. У земљама гдје је доминантан модел био продаја државног капитала, сам поступак продаје је у многоме определијелио издвајање већинских власника. Масовна приватизација (путем ваучера и акционарства запослених) утицала је на велику диверзификацију власништва, па је и процес концентрације имао други ток.

У наставку ће се приказати ток концентрације капитала у привредним друштвима у неким од транзицијских земаља Средње и Источне Европе, те Кине.

Једно од истраживања које је вршено на територији Јерменије 2004. године, обухватило је 150 јерменских компанија у периоду 2001-2002. године. Резултати су потврдили тезу једног ранијег истраживања из 1998. године, а то је да је концентрација власништва у јерменским компанијама изразито висока, чак највиша у односу на остале земље које су прошле процес транзиције.²⁸

²⁶ *Ibid*, стр. 1379.

²⁷ То су предузећа чији је капитал на дан 30.06.1998. године био до 300.000 КМ.

²⁸ Gevorgyan, R., Melikyan, N. *The Effect of Ownership Type and Concentration on Performance of Joint Stock Companies in Armenia*. Aremnian International Policy Research Group, wp no. 04/06, januar 2004. <http://www.aiprg.net/UserFiles/File/wp/jan2004/6.pdf> (12.10.2012.)

Као и претходно поменуто и истраживање које је вршено на територији Кине, за циљ је имало да испита концентрацију власништва и њену повезаност са перформансама компанија. Ово истраживање је рађено 2010. године, а обухватило је 374 компаније у периоду 2002-2007. године. Резултати истраживања показују да проценат власништва у посматраним компанијама, излистаним на кинеским берзама који се налази у рукама највећег акционара, изразито висок. Наиме, у компанијама које су се налазиле у стадијуму раста овај проценат је у просјеку износио 44,63%, у компанијама које су се налазиле у стадијуму зрелости проценат је био нешто нижи и износио је 41,12%, а у компанијама које су се налазиле у фази пада износио је 41,91%. Оно што је интересантно у структури власништва у поменутим компанијама јесте чињеница да проценат власништва који се налази у рукама првих десет акционара није знатно већи од процента акција које се налазе у рукама првог. Наиме, у компанијама које се налазе у фази раста просјечан проценат власништва у рукама првих десет акционара је 59,71%, што значи да се свега 15,08% акција налази у рукама преосталих девет од десет највећих акционара. У компанијама у фази зрелости десет највећих акционара у просјеку држи 58,67%, док је тај проценат у компанијама које се налазе у фази опадања 57,60%.²⁹

Истраживањем,³⁰ које је за предмет интересовања имало концентрацију власништва у пољским и чешким компанијама, доказано је да је степен концентрације власништва и у једним и у другим висок. Истраживањем су обухваћене 652 чешке компаније, у којима је праћено кретање концентрације власништва у периоду 1996-1999. године. Резултати су дати у следећој табели:

Табела 2: Просјечно проценат власништва у просјеку највећег акционара у масовно приватизованим компанијама - Чешка Република

	1996.	1997.	1998.	1999.
Процент акција у рукама највећег акционара - просјек	38,8%	42,8%	48,6%	51,9%

Извор: Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007, str. 524.

На територији Пољске је испитано 512 компанија у периоду 1996-2000. године. Такође, посматран је удио у власништву највећег акционара у масовно приватизованим компанијама ове земље. Резултати су приказани у табели 3.

²⁹ Cao, Yu. *Ownership concentration, ownership control and enterprise performance: Based on the perspective of enterprise life cycle*. African Journal of Bussines Management, vol 4(11), septembar 2010.

³⁰ Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007.

Табела 3: *Просјечно њроцентуално власништво у њосједу највећег акционара у масовно ѡривајизованим компанијама - Пољска*

	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.
Процент акција у рукама највећег акционара - просјек	33,9%	36,7%	42,1%	47,7%	50,3%

Извор: Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007, str. 524.

Истраживање које је вршено на територији Републике Хрватске такође показује висок степен концентрације власништва у излистаним компанијама. Резултати истраживања су приказани у наредној табели:

Табела 4: *Удјели највећих акционара у нефинанцијским акционарским друштвима - Хрвајска*

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Број предузећа	141	138	143	147	147	146	147	146	144
A1	42,17	44,45	46,79	46,97	48,72	50,97	51,51	50,75	50,81
A2	17,06	15,20	14,59	12,78	13,13	12,66	12,33	12,46	12,36
A3	8,27	7,90	7,30	7,04	6,93	6,74	6,25	6,54	6,53
A4	4,71	4,93	4,45	4,32	4,14	3,73	3,51	3,81	3,91
A5	2,73	2,61	3,06	2,69	2,38	2,29	2,31	2,32	2,37
A6	1,63	1,84	1,91	1,60	1,54	1,61	1,67	1,66	1,76
A7	1,11	1,30	1,26	1,08	1,00	1,07	1,23	1,29	1,35
A8	0,85	1,03	0,94	0,77	0,75	0,78	0,92	1,02	1,09
A9	0,67	0,68	0,61	0,58	0,62	0,65	0,75	0,82	0,82
A10	0,55	0,53	0,50	0,48	0,51	0,54	0,62	0,66	0,68
Укупан удјел десет највећих акцион.	79,75	80,47	81,42	78,31	79,73	81,05	81,10	81,34	81,70

Извор: Типурић, Д. *Механизми корпоративног ујравњања*. Свеучилиште у Загребу, Економски факултет; 2010, стр. 17: <http://web.efzg.hr/dok/OIM/dhruska/3%20-%20Mehanizmi%20korporativnog%20upravljanja.pdf> (23.08.2012.)

Из претходне табеле је видљиво да је степен концентрације власништва и у хрватским акционарским друштвима висок, те се из године у годину повећава. У узорку који је посматран у 2005. години, највећи акционари (A1) су у просјеку имали већинско власништво над акцијама са правом гласа (50,97 %).

Из примјера земаља које су извршиле власничку трансформацију државних предузећа или је тај процес при завршетку, могуће је закључити да је концентрација власништва у акционарским друштвима у тим земљама текао убрзано, тако да су неке земље по степену концентрације у многоме надмашиле и традиционалне развијене тржишне економије Европе, Сјеверне Америке и Аустралије.

5. Концентрација власништва у Републици Српској

Република Српска, као један од ентитета Босне и Херцеговине, крајем прошлог и почетком овог вијека је пролазила кроз период транзиције. Међутим, за разлику од других бивших социјалистичких земаља, процес транзиције код нас је услиједио након окончања грађанског рата. Велики број предузећа која су прије рата врло успјешно пословала на простору Републике Српске и при томе запошљавала и по неколико хиљада радника, усљед ратних дејстава обуставила су пословање или се оно одвијало са минималним искориштењем инсталисаних капацитета. Самим тим, процес приватизације у оваквим околностима је био специфичан, јер поред свих радњи које је требало предузети и завршити, било је потребно покренути потпуно уништена економију и привреду.

Поставља се питање: Шта се десило са предузећима у Републици Српској која су приватизована у периоду 1999-2000 и касније? Колики је ниво концентрације власништва у тим предузећима и са којим циљевима/ мотивима је он у корелацији? Да ли приватизована предузећа још увијек послују?

5.1. Концентрација власништва за сва акционарска друштва уврштена на берзанско тржиште

Да би се добио одговор на ова питања, прво је било потребно посматрати кретање нивоа концентрације власништва у предузећима која су излистана на берзанском тржишту Републике Српске у одређеном временском периоду. Потом је било неопходно извршити провјеру података о томе да ли је и за колико предузећа било одобрених и објављених јавних позива за преузимање у складу са Законом³¹, а затим видјети да ли предузећа која су преузета још увијек послују.

Иако су прве акције на берзанску котацију уврштене 11.05.2004. а пословање на берзи отпочело 11.07.2004.³², информације о удјелима у власништву првих десет акционара су се почеле објављивати тек од 11.01.2006, што представља полазни датум за ово истраживање. Посљедњи подаци о првих десет акционара у компанијама које су излистане на берзи узети су са даном 06.12.2012. године. У свим годинама између 2006. и 2012. узимани су последњи подаци за ту годину, а према званичној евиденцији ЦРХОВ РС.

У наредној табели је дат приказ просјечног власништва првог, прва три и првих десет акционара у посматраном периоду, заједно са укупним бро-

³¹ Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Српске”, 65/08) – видјети и фусноту 39.

³² У прво вријеме куповина и продаја ХОВ на берзи се обављала два дана у седмици, док се данас трговање врши свих пет радних дана, од понедељка до петка. (Видјети: <http://www.blberza.com/v2/Pages/docview.aspx?page=sp6>)

јем предузећа по појединим годинама. Тај број предузећа за сваку посматрану годину представља уједно и читаву популацију, дакле, истраживање није вршено на узорку.

Табела 5: Удјели у власништву највећих акционара у излистаним компанијама у Републици Српској

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Број предузећа	800	881	912	911	913	899	865
Први акционар	39,19	43,76	45,86	47,13	48,27	50,27	51,68
Прва три акционара	64,38	68,12	69,59	70,65	71,53	72,90	74,20
Првих десет акционара	79,98	82,86	83,79	84,39	84,91	85,61	86,52

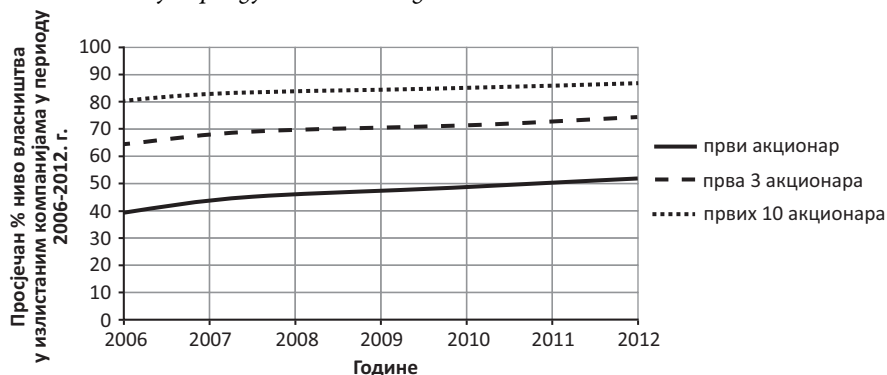
Извор: ЦРХОВ РС

У процес приватизације у Републици Српској средином 1998. године ушло је око 1200 предузећа, од којих је 110 приватизовано комерцијалном методом - лицитацијом без ваучер понуде, јер је вриједност капитала на дан 30.06.1998. године у тим предузећима била испод 300.000 КМ. Комбинованом методом путем ваучера који су подијељени становништву и лицитацијом преосталог државног капитала приватизовано је 1.081 предузеће³³. У посматраном периоду (2006-2012) број емитената чије су акције котирале на берзи 2010. године достигао је 913 акционарских друштава, из чега се закључује да је највећи број приватизованих предузећа стекао услове за уврштавање на тржиште капитала. Међутим, од краја 2010. године, број излистаних предузећа се смањује и то убрзаним темпом. Тако у 2011. тај број се смањује за 1,5 %, док у 2012. број излистаних друштава је био мањи за 5,3 %. Како се смањује број котирајућих предузећа, тако се повећава ниво концентрације власништва. У 2006. години, првих 10 акционара је држало скоро 80 % власничких права, док 2012. године тај постотак је виши за 6,6%. Међутим, најзначајније укрупњавање власништва биљеже први акционари. Тако се њихово учешће у власништву са 39,2 % у 2006. години повећало за 12,5 постотних поена и достигло 51,7 % у 2012. години.

Кретање нивоа концентрације власништва у излистаним предузећима у РС у посматраном периоду приказује се у сљедећем графикону. Најинтензивнији раст има линија која приказује темпо пораста учешћа првог акционара у укупним власничким правима.

³³ Извор података: <http://www.irbrs.net/PrivatizacijaRezultatiDB.aspx?tab=1&lang=lat>, (16.12.2012.)

Графикон 1: Крећење нивоа власништва у излистаним компанијама у РС
у периоду 2006-2012. год.



Izvor: ЦРХОВ РС

У табели број 5 је процентуално представљено кретање нивоа власништва у свим компанијама које су биле излистане на берзи у посматраним годинама. Подаци укључују и она привредна друштва у којима је 100% акција било у рукама само једног власника: било да је ријеч о држави, физичком или правном лицу. Број друштава са једним власником константно расте, што је приказано и наредној табели:

Табела 6: Број друштава у власништву само једној лица

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број друштава са само једним власником	12	30	37	39	50	69	76

Извор: ЦРХОВ РС

5.1. Концентрација власништва без података о друштвима у власништву само једног лица и државе као власника

Када се жели испитати да ли заиста постоји укрупњавање власништва, онда из анализе треба искључити компаније у којима је 100% власник само један акционар, јер се у њима не може очекивати укрупњавање власништва, а, с друге стране, могу утицати на поузданост осталих података приликом рачунања просјека.

У наредној табели је дат приказ кретања нивоа концентрације власништва у посматраном периоду 2006-2012. године за излистане компаније на берзи у РС, уз искључење компанија које се налазе у 100% власништву једног лица.

Табела 7: Удјели у власништву највећих акционара у излистаним компанијама у РС уз искључење компанија које имају само једног власника

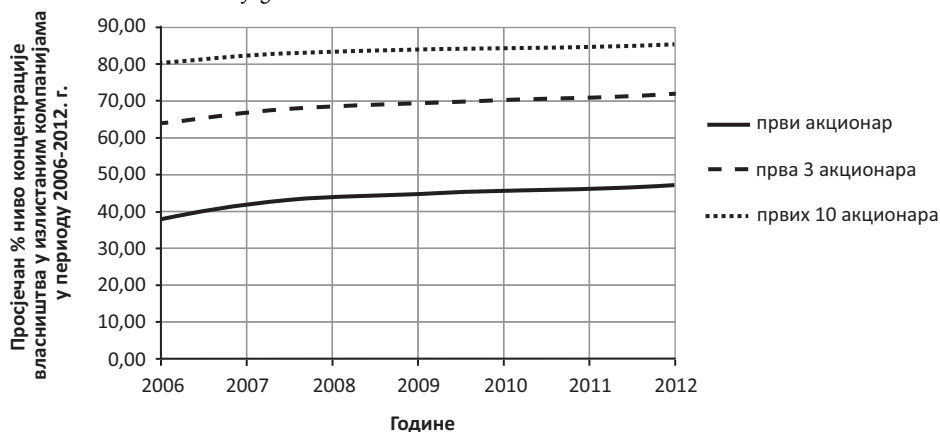
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа без предузећа са само једним власником	788	851	875	872	863	830	789
Први акционар	38,27	41,78	43,57	44,76	45,27	46,14	47,02
Прва три акционара	63,84	67,00	68,31	69,33	69,88	70,65	71,71
Првих десет акционара	79,68	82,25	83,10	83,69	84,04	84,41	85,22

Извор: ЦРХОВ РС

Када се искључе компаније које имају само једног власника, концентрација власништва за првих 10 акционара се смањује, тако да је за 2012. годину умјесто 86,5%, тај постотак 85,2%. За првог акционара смањење просјечне концентрације је знатно веће, што се могло и очекивати, тако да умјесто 51,7%, искључењем поменутих друштава, тај постотак је за 2012. годину био 47,0 %.

Кретање нивоа концентрације власништва које је нумерички приказано у претходној табели, илустративно је приказано сљедећим графиком.

Графикон 2: Кретање нивоа концентрације власништва у излистаним компанијама у РС у периоду 2006-2012. уз искључење компанија са само једним власником



Извор: ЦРХОВ РС

Иако је масовна приватизација државних предузећа у Републици Српској давно завршена, ипак нису продате све акције које се налазе у државном власништву. У појединим компанијама које су излистане на берзанском тржишту Републике Српске, као уписани власник над одређеним дијелом или над 100% акција се појављују „Државни капитал” и „Акцијски фонд РС”.

„Акцијски фонд Републике Српске” ад Бања Лука (АФРС) основан је Законом о Акцијском фонду Републике Српске, а оснивач је Република Српска. У свом портфељу Фонд има акције и удјеле, као и државни капитал у предузећима која се до дана ступања на снагу Закона о приватизацији државног капитала у предузећима³⁴ нису конституисала у складу са Законом о предузећима, односно Законом о јавним предузећима.

Фонд има својство правног лица, уписан је у судски регистар као акционарско друштво са сједиштем у Бањој Луци, а Фондом управља Инвестиционо - развојна банка РС.³⁵

Концепција управљања активом која се налази у Акцијском фонду подразумева управљање портфељом хартија од вриједности у циљу очувања и повећања њихове реалне вриједности.

Средства Фонда се могу улагати у:

- хартије од вриједности БиХ, РС, Фонда за развој и запошљавање, Фонда становања РС, јединица локалне самоуправе у РС;
- корпоративне обвезнице емитената из РС;
- акције емитената из РС;
- акције предузећа из РС у поступку реструктурисања, ако се на тај начин обезбјеђује рјешавање повезаних социјалних и других проблема.

Евидентно је да циљ Акцијског фонда није стицање или окрупњавање власништва у било ком предузећу ради посједовања контролног пакета акција, уз помоћ којег би се доносиле стратешке одлуке везане за максимизирање добити, освајање нових тржишта и сл. Циљ стицања или посједовања акција било ког предузећа од стране Акцијског фонда је повезан са економском политиком, другим јавним циљевима и развојним плановима Републике Српске. Управљање портфељом Акцијског фонда требало би бити у функцији виших циљева, а на основу стратегије развоја коју утврђује Влада. Самим тим, не може се очекивати да ће се Акцијски фонд на берзанском тржишту понашати на исти начин или тежити истим циљевима као и други учесници - физичка и правна лица, која послују искључиво у сопственом, а не јавном интересу.

У прилог претходним констатацијама говоре и подаци приказани у наредној табели и графикону, који се односе на кретање броја компанија и просјечног удјела Државе и Акцијског фонда заједно у тим компанијама у посматраном периоду 2006-2012. године.

³⁴ Први Закон о приватизацији државног капитала у предузећима објављен је 1998. године („Службени гласник РС”, 24/9862/02, 38/03, 65/03 и 109/05), док је други донесен 2006. године („Службени гласник РС”, 51/06, 1/07, 53/07, 41/08).

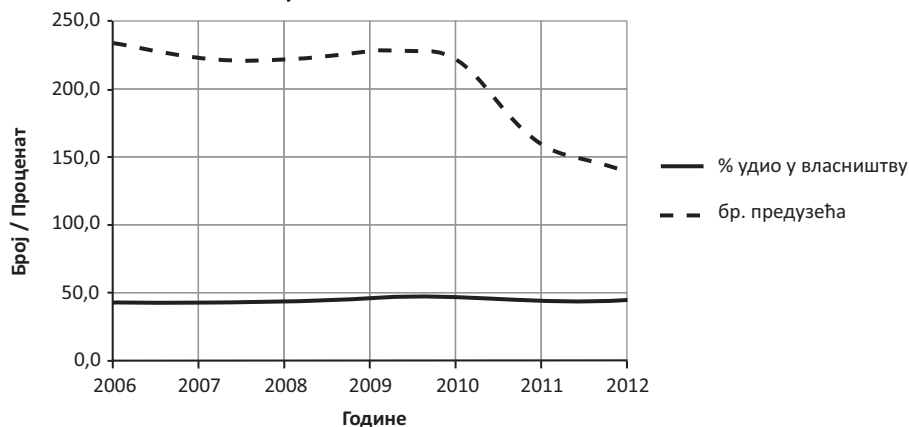
³⁵ <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=43>, (13.12.2012.)

Табела 8: Број предузећа у власништву Државе и Акцијској фонду и просјечан удио у власништву у периоду 2006-2012. године

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа	233	222	221	228	225	158	139
Просјечан удио у власништву	41,96	41,49	43,43	46,00	46,99	42,98	44,1

Извор: ЦРХОВ РС

Из података приказаних у табели видљиво је значајно смањење броја привредних друштава у којима Република Српска, односно Фонд имају акције. Такође, од 2010. године смањује се и постотак просјечног учешћа у капиталу тих друштава, тако да је крајем 2011. приближно 43%. Увећање просјечних удјела према подацима на дан 06.12.2012. године у односу на крај 2011. године може се објаснити продајом акција у друштвима (укупно је продато учешће у 19 компанија) гдје је Фонд посједовао исподпросјечно учешће, тј. учешће које је испод 43 %.

Графикон 3: Број предузећа у власништву Државе и Акцијској фонду РС у посматраном периоду 2006-2012. године и просјечан удио у власништву

Извор: ЦРХОВ РС

Из разлога који су описани, било је потребно искључити из анализе и удио у власништву који припада државном капиталу и Акцијском фонду РС, како би се испитало кретање нивоа концентрације власништва у излестаним компанијама у РС, што је нумерички приказано табели 9, а илустративно је дато графиконом 4.

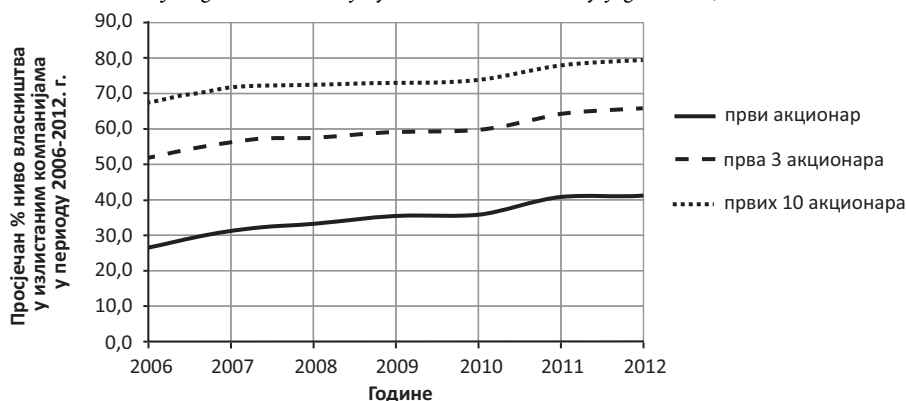
Табела 9: Удјели власништва у излистаним компанијама у РС уз искључење компанија у 100% власништву једног лица, те уз искључење акција у власништву РС и Акцијског фонда

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа без предузећа у власништву само једног лица, државног капитала и Акцијског фонда	788	851	875	872	863	830	789
Први акционар	26,11	31,43	32,83	35,35	35,73	40,60	40,88
Прва три акционара	51,69	56,65	57,57	58,91	59,29	64,11	65,57
Првих десет акционара	67,52	71,90	72,36	73,26	73,44	77,86	79,08

Извор: ЦРХОВ РС

Када се из разматрања изузму друштва која су у власништву једног лица, те се као акционари који имају стратешки циљ повећање учешћа и концентracију власништва елиминише и држава, долази се до податка да првих 10 акционара посједују 79,1% акција, а када није извршено искључење како је описано, тај постотак на крају 2012. је био 86,5%. Када је први акционар у питању, посматрајући сва акционарска друштва, постотак концентracије на крају 2012. године је 51,7%, док је послије корекције популације посматраних акционарских друштава тај постотак значајно мањи, 40,9%. Успоредујући ове податке са степеном концентracије у транзицијским земљама које су значајно одмакле у трансформацији својих привреда, може се закључити да процес концентracије власништва у акционарским друштвима у Републици Српској није завршен. Међутим, темпо концентracије ће се вјероватно нешто успоравати, на што поред осталог утиче и економска криза у којој се Босна и Херцеговина и Република Српска налазе већ више година.

Графикон 4: Крећање нивоа власништва у излистаним компанијама у РС у периоду 2006-2012, уз искључење акција у власништву РС, Акцијског фонда и компанија у 100% власништву једног лица



Извор: ЦРХОВ РС

6. Преузимање акционарских друштава у Републици Српској

Укрупњавању капитала и повећању нивоа концентрације власништва у акционарским друштвима у Републици Српској доприноси и одредбе Закона о преузимању акционарских друштава. Слични законски оквири постоје и у свијету³⁶. Наведени Закон регулише услове, начине, поступке, мониторинг, те права и обавезе учесника у процесу преузимања акционарских друштава. Уколико неко физичко или правно лице индиректним или директним путем стекне 25% гласачких права, дужно је о томе обавијестити надлежне институције и објавити понуду за преузимање.³⁷ У тој понуди лице наводи, између осталог, и цијену по којој је спремно откупити акције од других власника. Уколико неком од постојећих власника буду одговарали услови понуде, продаће своје акције понудиоцу, чиме се власништво у друштву понудиоца аутоматски увећава, а укупан број власника обично смањује. Уколико неко лице, правно или физичко, путем понуде за преузимање стекне мање од 75% гласачких права (дакле, одговарајући број акција од укупног броја акција са правом гласа, које му обезбјеђују 75% гласачких права), а настави и даље да стиче акције истог емитента, дужно је да објави понуду за преузимање.³⁸ Напослијетку, према члану 18., став 1. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС”, бр. 65/08 и 92/09) „У случају да укупан број гласова који дају депоноване акције, заједно с укупним бројем гласова с којима понудилац и лица која с њим заједнички дјелују већ располажу, прелази 95 % од укупног броја гласова које дају акције емитента с правом гласа,

³⁶ Први Закон о преузимању акционарских друштава у Републици Српској примјењује се од 2002. године, а иновирани је усвојен 2008. године. Законом из 2002. и у сада важећем из 2008. године одређено је да лице које непосредно или посредно путем заједничког дјеловања стекне акције емитента којима, заједно с акцијама које већ има, прелази проценат од 25 % од укупног броја гласова које дају акције емитента с правом гласа, обавезно је да о стицању одмах обавијести емитента, Комисију за хартије од вриједности Републике Српске, берзу и јавност, **те објави понуду за преузимање**, под условима и на начин одређен законом. Идентичан је контролни праг за обавезу објављивања понуде за преузимање и у законодавству Србије (видјети одредбе члана 6. Став 2. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Србије”, бр. 46/06 и 107/09), као и у законодавству Хрватске (видјети члан став 1. 9. Закона о преузимању дионичких друштава „Народне новине” бр. Пречишћени текст 109/07, 36/09 и 108/12). У Шпанији контролни праг је 25 %, у Уједињеном Краљевству, СР Њемачкој и Аустрији 30 %, у Француској 33,3 %, а у Шведској 40 %. У прописима САД нема постотка који је одређен као гранично учешће у капиталу акционарских друштава који би обавезивао власнике на објаву намјере преузимања. (Извори података: Службена гласила Републике Српске, Србије, Хрватске, те веб страница: http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/Takeover-Guides.aspx, (30.12.2012.)

³⁷ Члан 4., став 1. Закона о преузимању акционарских друштава Републике Српске („Службени гласник Републике Српске”, 65/08 и 92/09)

³⁸ Члан 4., став 2. Закона о преузимању акционарских друштава Републике Српске („Службени гласник Републике Српске”, 65/08 и 92/09)

понудилац има право на пренос и преосталих акција које нису депоноване у року важења понуде за преузимање (принудна продаја у поступку преузимања).” Ово се у професији популарно зове „squeeze out” или „истискивање”, што означава истискивање мањинских акционара, који посједују мање од 5% гласачких права над неким емитентом. Међутим, Законом о привредним друштвима³⁹, скупштина акционара друштва може, на приједлог акционара који посједује акције друштва које представљају најмање 90% основног капитала друштва, донијети одлуку о преносу акција осталих акционара на контролног акционара, уз плаћање примјерене новчане накнаде. Како контролни акционар већ има довољно гласачких права да донесе било коју одлуку која се тиче друштва, јасно је да је доношење „одлуке о преносу акција осталих акционара на контролног акционара” тек формалност. Овим је праг „истискивања” у односу на Закон о преузимању акционарских друштава смањен, чиме су дјеломично дерогирана изворна права мањинских акционара за рачун лица која желе потпуну контролу над друштвом.

Према подацима преузетим из званичне евиденције Централног регистра ХОВ РС, до краја трећег квартала 2012. године извршена су укупно 263 преузимања.⁴⁰ Од укупног боја предузећа која су преузета, 24 се налазе у стечају, над 11 предузећа је окончан поступак стечаја, а чак 80 предузећа се не бави основном дјелатношћу због које су основани, што је видљиво из њихових финансијских извјештаја - првенствено биланса успјеха, на основу структуре пословних прихода. Наиме, у структури пословних прихода значајно преовладавају основни пословни приходи, или чак чине једину ставку пословних прихода, или друштво уопште није остварило пословни приход у претходном периоду⁴¹.

Табела 10: Структура акционарских друштава над којима је завршен процес преузимања

Број предузећа у стечају	Број предузећа над којима је окончан поступак стечаја	Број предузећа која се не баве основном дјелатношћу	Број предузећа која су након преузимања наставила редовно пословање	Укупан број завршених преузимања (1+2+3+4)
1	2	3	4	5
24	11	80	148	263
9,13%	4,18%	30,42%	56,27%	100%

Извор: ЦРХОВ РС

³⁹ Члан 438. Закона о привредним друштвима („Службени гласник Републике Српске”, 127/08 58/09 и 100/10)

⁴⁰ Централни регистар ЗХОВ, http://www.crhovrs.org/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=43&Itemid=24&lang=sr, (14.12.2012.)

⁴¹ Информације добијене анализом података и финансијских извјештаја објављених на официјелној интернет презентацији Бањалучке берзе, <http://www.blberza.com/v2/Pages/Default.aspx> (26.10.2012.)

Претпоставка да циљ концентрације није увијек пословна дјелатност, њено развијање и наставак пословања показују подаци који се односе на друштва гдје је окончано преузимање. Приближно код 1/3 посматраних друштава коначни циљ осигурања потпуне контроле над акционарским друштвом били су други мотиви. Обично је то пословна или имовина коју друштво има у својој активи или нека споредна дјелатност за коју се оцијени да има тржишну вриједност. Предмет концентрације су најчешће била друштва која су у градским срединама имала непокретности на атрактивним локацијама, а то су најчешће бивша велика трговачка, угоститељска и услужна предузећа, као и производне фирме које су имале значајне површине градског грађевинског земљишта. За многе фирме чија је књиговодствена вриједност урушена због нагомиланих неизмирених обавеза према добављачима, кредиторима, буџетима државе, ентитета и локалне заједнице, јавним фондовима и запосленима, једино што је преостало јесте стечај и ликвидација. Тако је, према подацима Бањалучке берзе, до краја октобра 2012. године, стечај отворен над 172 акционарска друштва⁴². У неким друштвима која су у стечају као врло значајни повјериоци се појављују повезана правна лица, обично под непосредном или посредном контролом неког од значајнијих акционара. На овај начин се и у поступку стечаја настоји прибавити дио имовине друштва, иако су права када су акције у питању – изгубљена.

Као један од начина на који је вршена концентрација капитала била је конверзија потраживања у акцијски капитал. Међутим, Законом о тржишту хартија од вриједности⁴³ из 2006. године таква могућност, која се често и злоупотребљавала, јесте ограничена тако да емитент са јавно емитованим акцијама, којима се организовано тргује на берзи или другом уређеном јавном тржишту може да емитује акције конверзијом потраживања у улог само када је то другим законом посебно прописано. То се предвиђало у случају реорганизације стечајног дужника у поступку стечаја или у поступку реструктурисања приликом припреме предузећа за приватизацију, те у случају конверзије потраживања Републике Српске по основу неуплаћених пореза и доприноса. Измјенама и допунама Закона о привредним друштвима, које се примјењују од средине октобра 2011. године, допуштена је конверзија потраживања у капитал, али само до висине ½ капитала који друштво има на дан доношења одлуке о новој емисији акција по том осно-

⁴² Извор података: <http://www.blberza.com/v2/Pages/SecurityList.aspx?search=u%20ste%C4%8Daju> (26.10.2012.)

⁴³ Закон о тржишту хартија од вриједности („Службени гласник Републике Српске”, 92/06, 34/09 и 30/12)

ву⁴⁴. Овим се поново отвара могућност значајног утицаја на структуру власништва акција у привредним друштвима, било од значајних повјерилаца или од акционара који дјелују кроз повезана лица.

Закључак

На основу представљених нумеричких података и графичких илустрација јасно се види да је у акционарским друштвима чије су ХОВ излистане на берзанској котаџији у Републици Српској изражен висок степен концентрације власништва и да се концентрација из године у годину повећава. Чак и након искључења компанија које се налазе у 100% власништву једног лица, висок ниво концентрације власништва се и даље одржава и показује растући тренд. Ово искључење је извршено, како би се добили објективнији подаци, јер су управо те компаније које се налазе у власништву једног лица, подизале процентуални просјек нивоа власништва. Са друге стране, било је потребно искључити и акције које се налазе у власништву Државе и Акцијског фонда Републике Српске, јер како је описано, они немају дугорочне циљеве везане за укрупњавање власништва, нити наступају на финансијском тржишту као остали учесници - искључиво у сопственом интересу, већ су њихови циљеви подређени вишим економским, привредним и развојним циљевима саме Државе. Штавише, број предузећа у којима се појављује државни капитал или капитал Акцијског фонда РС временом опада, а исто тако опада и просјечно процентуално власништво у тим предузећима. Дакле, из презентованих података добијених током обављеног истраживања, закључује се да се Република Српска сврстава у групу земаља у којима је власништво над излистаним компанијама концентрисано.

Укрупњавање власништва и преузимање предузећа је обично повезано са мотивима какви су: максимизирање добити у дугом року, освајање нових тржишта, остваривање контроле ради управљања предузећем и његовог дугорочног развоја и сл. Ови мотиви нису нешто што је понудила теорија, већ је резултат праксе и вишегодишњих и многобројних научних истраживања у овој области широм свијета. Да би се дошло до оваквих закључака, било је потребно пратити „судбину” предузећа која су преузета. То је учињено и у овом истраживању и показало се да значајан број предузећа која су преузета или више уопште не постоје, или су у процесу стечаја или се више не баве дјелатношћу због које су основани. Свега 56,27% предузећа и даље послује и бави се основном дјелатношћу, што је мало више од полови-

⁴⁴ Члан 228. став 7: „Ако се повећање основног капитала затвореног акционарског друштва врши конверзијом потраживања у улог, основни капитал може се повећати до половине основног капитала друштва, који је уписан у судски регистар у тренутку доношења одлуке скупштине акционара.”

не предузећа која су преузета у периоду 2006-2012. године. При томе не треба губити из вида да већина тих предузећа, која су постала акционарским друштвима у процесу приватизације, обично посједује велику и вриједну имовину у виду земљишта и некретнина, који су врло често били и једини мотив за концентрацију и објављивање преузимања одређеног привредних друштва.

На процес концентрације капитала у акционарским друштвима, када се посматра ближа будућност и домаћи инвеститори, највећи утицај ће имати опште привредне прилике у Републици Српској, те начин и брзина изласка из кризе. Ако се желе привући страни инвеститори, за њихово привлачење је примарно да се суштински утиче на смањење политичког, финансијског и пословног ризика. Промјена укупног пословног амбијента најбољи је начин да се не само концентрација капитала већ и остале инвестиције усмјеравају ка реалном сектору и пословним циљевима који укључују развојне пројекте и инвестирање за будућност. Тиме ће се умањити мотивисаност власника капитала да инвестирају у краткорочне пројекте са циљем куповине и брзе продаје привредног друштва, што се код нас своди на продају ставки активе. На овај начин ће се умањити и број ликвидација које су подстакнуте намјером да се имовина друштва прода и уновчи.

Литература

1. Barca, F., Becht, M. *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2001.
2. Berle, Adolph A., Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
3. Машић, Б., Лончаревић Р. *Менаџмент - школе и нови њприсџуи*. Бања Лука: Економски факултет, 2004.
4. Микеревић, Д. *Финансијски менаџмент*. Бања Лука: Економски факултет, 2006.
5. Микеревић, Д. *Стрџаџешки финансијски менаџмент*. Бања Лука: Економски факултет, 2005.
6. Minberg H., Olstrad, B., Lampel, Dž. *Strateški safari*, Novi Sad: Prometej, 2004.
7. Орсаг, С., Гулин, Д. *Пословне комбинације*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 1997.
8. Stapledon, G.. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press, 1996.
9. Тодоровић, Ј. *Стрџаџеџијски и оџераџивни менаџмент*. Београд: Contiz, 2003.

10. Ђировић, М. *Фузије и аквизиције*. Нови Сад: Прометеј, 2004.
11. Чампа, М.: *Societas Europea (SE) као правно системски подстицај глобализацији*. Економске теме. Година XLII, бр. 5, 2005.
12. Berle, Adolph A., Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.
13. Bethel, J. E., Liebeskind, J. P., Opler, T. *Block Share Purchases and Corporate Performance*. *The Journal of Finance*, 1998.
14. Brown, P., Sargent, E. *The Top 20 Shareholders*. Paper presented in Annual Conference of Accounting and finance association of Australia and New Zealand, 4-6 July 2010.
15. Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*. Utrecht: Utrecht University, 2004.
16. Gevorgyan, R., Melikyan, N.; *The Effect of Ownership Type and Concentration on Performance of Joint Stock Companies in Armenia*. Aremnian International Policy Research Group, wp no. 04/06, januar 2004.
17. Goergen, M., Renneboog, L. *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*, European Corporate Governance Network, 1999.
18. Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007.
19. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. *Legal Determinants of External Finance*. *Journal of Finance*, 1997.
20. Савовић, С. *Концентracија власништва као интeрни механизам корпоративне контроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008.
21. Holderness, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. Oxford University Press on behalf of The Society for the Financial Studies, 2007.
22. Cao, Yu. *Ownership concentration, ownership control and enterprise performance: Based on the perspective of enterprise life cycle*. *African Journal of Bussines Management*, vol 4(11), septembar 2010.

Закони и подзаконска акција:

1. Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Српске”, бр. 65/08 и 92/09)
2. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима („Службени гласник РС”, бр. 24/9862/02, 38/03, 65/03 и 109/05)) – ван снаге
3. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима („Службени гласник РС”, бр.51/06, 1/07, 53/07, 41/08)

4. Закон о привредним друштвима („Службени гласник Републике Српске”, бр. 127/08 58/09 и 100/10)
5. Закон о тржишту хартија од вриједности („Службени гласник Републике Српске”, бр. 92/06, 34/09 и 30/12)

Ињернеј извори:

1. <http://www.blberza.com/v2/Pages/docview.aspx?page=sp6>
2. <http://www.irbrs.net/PrivatizacijaRezultatiDB.aspx?tab=1&lang=lat>
3. http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx
4. <http://www.crhovrs.org/>
5. <http://lexicon.ft.com/Term?term=ownership-concentration>