

Проф. Др Момир ДРАГАШЕВИЋ

МАСОВНА ВАУЧЕРСКА ПРИВАТИЗАЦИЈА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ И ЦРНОГОРСКИ КОНЦЕПТ

УВОД

(Елементи стратегија транзиције и дванаест година послје)

Двадесети вијек су обиљежила два велика економска (и политичка) експеримента – каже Joseph E. Stiglitz, главни економиста Свјетске банке и ранији њен потпредсједник, прво социјалистичким експериментом (у свом екстремном облику у Совјетском Савезу од 1917. године) и друго, покретом унатраг, из социјалистичке у тржишну економију. Тржишно орјентисане реформе и приватизација државних предузећа крајем осамдесетих прошлог вијека (са падом Берлинског зида и распадом Совјетског блока) најавиле су почетак транзиције у капиталистички тржишни систем – са рјешењима не само за „тренутне” проблеме (политичке, економске, социјалне), већ и за „крај неефикасне командне економије, ослобођење ресурса и способности и подизање животног стандарда на ниво индустријски развијених земаља” (v. Joseph E. Stiglitz: *Whither Reform?: Ten Years of the Transition 1999* i Oleh Havrylyshun, Donald McGettting: *Privatization in Tranzition Country: Lessons from first Decade 1999*).

Овај процес преласка из социјалистичког друштва у капитализам је (историјски) јединствен. Без генералне теорије о транзицији и релевантног искуства, „на почетку мало је шта било јасно”. Ипак, колико брзо су земље јављале о напуштању комунизма, толико журно су западни савјетници долазили са својим рецептима („sure-fire”) за брзу транзицију у тржишну економију (Stiglitz J. El-

lerman D., *New Briddes Across the Chasm: Macro and Micro Strategies for Russia*, World Banka 2000).¹

Новоизабране владе суочиле су се са тешким изазовима, веома ограниченим могућностима избора и притиском стварања тржишне економије („something resembling a market economies) брзо и одлучно (v. Williams L. Meggison and Jeffrey M. Netter, *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization* 2001). Већ са програмом брзих реформи (1989) у Пољској (који је послје три године примјене напуштен), трансформација се одвијала углавном према основним елементима стратегије из тзв. Вашингтонског споразума – политике реформи, „опште мудрости” утицајних финансијских организација; IMF, Свјетске банке, политичких тијела, и професионалних економиста (концентрисаних у и око Вашингтон Д. С.) који укључују, поред приватизације, и макро економску стабилizацију (финансијску консолидацију, монетарну и фискалну реформу) и тржишну либерализацију.²

Приступ (прихваћен и од већине политичких лидера у земљама у транзицији) подразумијевао је симултано иницирање и имплементацију реформи – тзв. „shock therapy (ili big bang) приступ: што више реформи, што је могуће прије (брже), са фокусом на приватизацију (v. Lipton D. – Sachs J., *Creation of Market Economy: the Case of Poland* 1990). Овај blitzkrieg приступ (како га назива Stiglitz) у практичном спровођењу, значио је раскид, „дисконтинуитет” и рушење старих друштвених структура, укидање постојећих институција и закона и њихову замјену новим (Joseph E. Stiglitz: *Whither Reform?: Ten Years of the Transition*. 1999: v. i Stark D.,

¹ У ситуацији рецесије у скоро свим земљама у транзицији и тешких економских, социјалних и политичких проблема, било је захтјева за (новим) Маршаловим планом (којим је у времену 1948 – 1952. обезбијеђена Европи помоћ у висини од \$13,3 милијарде односно око \$ 100 милијарди према вредности долара у 1992. год.). Али разумијевања Запада за тако нешто није било.

² Вашингтонски споразум, као политичку реформу за јужно-америчке земље, објединио је у десет тачака John Williamson (1990): 1 / фискалну дисциплину, 2/ преусмјеравање јавне потрошње, 3/ пореску реформу, 4/ финансијску либерализацију, 5/ усвајање јединственог (и конкурентног) валутног курса, 6/ либерализацију трговине, 7/ елиминацију ограничења за директне инвестиције, 8/ приватизацију државних предузећа, 9/ дерегулацију тржишта и конкуренције, 10/ осигурање власничких права.

Zavisnost puta i strategije privatizacije u Istočnoj i Centralnoj Evropi, 1992.).³

Либерализација, стабилизација и приватизација, схватају се као три носећа стуба реформи, „свето тројство” политике Свјетске банке и IMF (v. Alice H. Amsden: *Beyond Shoc therapy: Why Eastern Europe's Recovery Starts in Washington DS*, 1993). Прво и најважније каже Camdessus, тадашњи предсједник IMF, је прихватање одлучне стратегије. Многе земље, укључујући републике бившег Совјетског Савеза, показале су оправданост брзе, и подвлачим, брже – либерализације, стабилизације и структурних реформи; и оваква политика је постала кључ транзиције и економског опоравка више него почетни услови земље, ресурси или спољна помоћ (Camdessus M., *Russia's Transformation at a turning point*, Adress presented at the Conference of U. S. – Russia Business Council, Washington 1995). Ова стратегија, према њеним протагонистима је, у битном, здрава и генерално успешна – тамо гдје се ригорозно примјењује, а проблеми се јављају првенствено као резултат недостатка у имплементацији (v. IMF *World Economic Outlook. Chapter III. Tranzition: Experience and Policy Issue*, 2000).

У фаворизовању ове „маркет” (тржишно)-фундаменталистичке стратегије реформи и непотребног радикализма одлучујући су, сматра проф. Колодко, „психолошки и политички фактори прије него економски и финансијски (Kolodko G., *Ten Years of Postsocialist Transition: Lesson for policy Reform* 1999). Брза приватизација је неопходна да би се спријечила опозиција промјенама, успоравање или заустављање приватизације (Lipton i Sachs (1990). Према Stiglitz-у (који је велики критичар оваквог приступа) снажан аргумент за брзу (масовну) приватизацију је – да ће то створити јаке политичке снаге у прилог најширих економских реформи, што треба обја-

³ На почетку 90-тих година сада већ прошлог вијека, каже Јозеф Тошовски, све земље бившег Совјетског блока суочили су се са истим изазовом: да науче како се послује, комуницира, тргује, сарађује са западним свијетом. То је подразумијевало прилагођавање једном сасвим новом свијету, изградњу нових институционалних оквира, од нуле; приватизацију економије; приступање далекосежном реструктурирању како би се уклонили деформације и учврстиле везе са Западом... плаћање дугова из прошлости и обезбјеђење довољно капитала за модернизовање компанија, на начин да не оптерете будуће генерације прекомјерним дугом (Тошковски Ј., *The 2000 Lecture: Ten Years on Some Lessons from the Tranzition*, 2000).

снити страхом од повратка на старо (Joseph E. Stiglitz: *Whither Reform?: Ten Years of the Transition*. 1999)⁴ Vaclav Klaus (архитекта брзе и свеобухватне приватизације у Чешкој) истиче да је приватно власништво у бившим социјалистички земљама у цјелини (и претежно) било елиминисано национализацијом. И да се у овим земљама врши – не приватизација индивидуалне фирме, већ економије као такве. „рудиментарне тржишне економије, без ефикасног функционисања тржишта...”, без домаћег капитала који би конкурисао страном. У оваквој ситуацији „у опасном тренутку предприватизационог хаоса и агоније, брзина је круцијална... (Klaus, V., *What Lessons Can Be Learned from Privatization in a post-Comunist Country: The Czech Experience*, 1998).

Од почетка транзиције у земљама Источне Европе и бившег Сојетског Савеза, са приватизацијом преко 100.000 средњих и великих предузећа, прошло је 12 година. О успјесима се говори само у мањој групи земаља, које су оствариле и видан прогрес у интеграцији са свјетском привредом. То су превасходно „граничне земље” са Западном Европом: Чешка, Пољска, Мађарска, Словачка, Словенија и балтичке земље (Естонија, Литванија и Латва) које су се, уз значајно повећање спољнотрговинског промета са ЕУ, са бруто друштвеним производом 2000. год. приближиле или прешле ниво из 1989. год. (Мађарска са 104,5, Словачка 102,7, Словенија 110,6, Пољска 126).

Успјех транзиције у овим земљама објашњава се географским положајем, политичком историјом, иницијалним условима (економским и др.) и приливом страног капитала (у периоду 1990-1999: Чешка 26,5, Мађарска 28,5, Пољска 42,0, Словачка 10,7 милијарди US \$), што је олакшало економске реформе и постизање политичке стабилности, развојем институција за подршку тржишту, ниским нивоом корупције, перспективама за улазак у ЕУ (и Бугарска и Румунија као кандидати за ЕУ своје шансе виде у брзим реформама уз подршку Запада). Међутим, највећи број („institutionally-weak”) земаља, по правилу, не могу се похвалити успјесима). Приватно власништво (само по себи) у (свим) земљама у транзицији није водило

⁴ Ово се није потврдило у пракси земаља у транзицији Источне Европе. Реформе иницијално вршене од некомунистичких партија реформе нијесу зауставиле нити успориле када су дошле на власт политичке странке сукцесори комуниста (v. *Transition report EBRD*, 1999).

преструктурирању (ранијих) државних предузећа и већ је дало негативна искуства, са повећањем: стопе незапослености (у односу на 1991. год.), сиромаштва и неједнакости (Свјетска банка процјењује да се број људи који живе за мање од 2 US \$ на дан повећао пет пута од почетка транзиције врло су евидентна (v. IMF World Economic Outlook. Chapter III. Transition: Experience and Policy Issue, 2000).

Крупне разлике у успјеху, проблеми и „девијација” у приватизацији предмет су многих истраживања и анализа – са преиспитивањем иницијалне стратегије транзиције и захтјева са измјенама. Већ од 1998. год. високи стручњаци Свјетске банке признају (у критици IMF) да је Вашингтонски споразум занемарио нека фундаментална питања као: значај изградње институција, стварање здравог финансијског система, компетитивно тржиште (које се „замјењује” са либерализацијом трговине), улогу државе, транспарентност и растућу корупцију, захтјев за раст („sustained growth”) који укључује поред економског и повећање животног стандарда, побољшање здравствене заштите, образовања, очувања средине, и развој демократије.

1. Очекивање раста према Вашингтонском споразуму заснива се на претпоставци да ће чврста финансијска политика, праћена дерегулацијом и либерализацијом, бити довољна да побједи стагнацију и покрене економски раст, нарочито у мање развијеним земљама – што се није догодило. Одсуство успјеха је и посљедица конфузије средстава политике са циљевима. Здрави фискални режим, ниска инфлација, стабилан курс и укупна финансијска стабилизација су само средства економске политике, док су раст („sustained growth”) и виши стандард живота, циљеви (v. Kolodko G., Ten Years of Postcommunist Transition: the Lessons for Policy Reforms 2000).

2. Велики је пропуст што је у протекло вријеме нагласак био на брзој приватизацији, без много вођења рачуна на сам начин, и непостојање институционалне инфраструктуре. Приватизација са појединцима (у Русији „олигархије”) који по „смијешним цијенама” акумулирају огромно богатство, не само да изневјерава обећања о ефикасности, већ подрива капитал друштва и води неповјерењу у тржишну економију и у одређеној мјери у демократске процесе. А инсистирање на убрзању приватизације, које долази од лобија и њихових политичких савезника, само је средство да се државна имовина прода што јефтиније.

Што се тиче институција, досадашње искуство је показало, према и Joseph Stiglitz-у и Davidu Ellerman-у, да нема аутоматизма у развоју

тржишних институција у постсоцијалистичком окружењу. Ни историја, нити економска теорија не дају основа за наде да ће приватизације условити настанак институционалне инфраструктуре и правних правила, којима се „грабљива рука државе замјењује невидљивом руком тржишта” (v. Stiglitz J. – Ellerman D., *New Briddes Across the Chasm: Macro and Micro Strategies for Russia*, World Bank, 2000).

Поштено је признати, каже Jeffrie Sachs (који је био главни заговорник „shock” терапије) у студији: „The Gains from privatization in Transition Economies: Is „Change of Ownership” „Enough”, 2000 (са C. Zinnes i Y. Eilot) по наруцби USAID – да је прва декада транзиције заснована на серији принципа (посебно брзој приватизацији, макро стабилизацији, брзој либерализацији, подршци финансијској дисциплини и отворености према страном трговини и инвестицијама) Вашингтонског споразума, чија права природа и претпоставке нијесу јасни (као у случају „Новог економског поредка” Лењина, „New Deal” Рузвелта и Маршаловог плана за Европу) ни доста времена послје хаотичних догађаја.⁵ У области приватизације, пошло се од низа претпоставки, прије свега од идеје да трансфер власништва предузећа у приватно је „кључ” (linchpine) транзиције и да се мора спровести што је могуће брже. Међутим, приватизација која подразумијева само „промјену власништва” није довољна да генерира економска побољшања. До стварне користи долази се комбинањем промјене титулара са реформама” (кад се уз институције за подршку власништву створе услови да власници врше прерогативе „дате” приватизацијом).

ВАУЧЕРСКА ПРИВАТИЗАЦИЈА – ДОМЕТИ И ИСКУСТВА

Бројни реформатори (брзу) приватизацију представљају као најважнији дио транзиције. Dušan Triška и Vaclav Klaus у Чешкој, Maxim Boycko, Anatoli Chubais и Dmitri Vasiljev у Русији (као и мање познати у Литванији и Молдавији) на бази искустава приватизације у периоду 1990-1994. година, уз подршку страних савјетника, како наводи Nellis, сумирају „основне поуке”:

⁵ Ове земље су биле предмет озбиљне критике крајем 1994. год. због неприхватања масовне приватизације – да би у 1999. год. добиле опште признање за успјешност процеса транзиције (v. Horst Kohler: *After 10 Years: Taking Stock, Looking Ahead*, 1999).

1. да се приватизација треба да спроводи, што је могуће брже, користећи једноставне, стандардне методе,

2. да је продаја предузећа стратешким инвеститорима мање вјероватна и зато највећи могући дио државне имовине треба пренијети бесплатно грађанима;

3. да држава не треба да даје субвенције, нити врши реструктурирање предузећа; то је посао за нове власнике и нови приватни новац (Nellis J., *Privatization in Transition economies: What happened? What come next?*, 2000).

Почев од првих искустава у Чешкој (1992) и Русије (1993) масовна и брза приватизација преносом државног капитала путем ваучера грађанима, најшире се прихвата у земљама у транзицији изузев у неким, нпр. Мађарској, Естонији, Пољској)⁶ као „оптимална солуција за проблем: шта са огромним бројем предузећа, наслеђеним из комунистичког периода” (Nellis J., *Privatization in Transitions Economies, What Next?* 1999). Одлуку да се приступи масовној приватизацији и садржину програма „диктирали” су политичари. И ови програми, сматра се, могу бити атрактивни са економског становиштва, ако повећавају вриједност, подстичу слободно и ефикасно тржиште и унапређују корпоративно управљање (v. Williams Z. Meggison and Jeffry M. Netter, *From State to Market: A Servey of Empirical Studies on Privatization*, 2001).

Опасност од велике дисперзије власништва у компанијама које се приватизују овим путем, са могућношћу „вакума” у управљању, отклања се концентрацијом власништва кроз оснивање инвестиционих фондова, који издају своје акције грађанима у замјену за ваучере, а затим користе ваучере за куповину акција у компанијама – чиме се стварају претпоставке за корпоративно управљање. Од инвестиционих фондова као финансијских посредника очекује се такође: избор квалитетног портфеља (на бази прибављених информација о предузећима и менаџерског „know how-a”), диверзификација ризика кроз улагање у већи број компанија, како самог фонда, тако и имаоца ваучера, као и помоћ на убрзању процеса масовне приватизације (v. Katharina Pistor – Andrew Spicer: *Investment*

⁶ Ове земље су биле предмет озбиљне критике крајем 1994. год због неприхватања масовне приватизације – да би у 1999. год. добиле опште признање за успјешност процеса транзиције (v. Orst Kohler: *After 10 Years: Taking Stock, Looking Ahead*, 1999).

Funds in Mass Privatization, Lessons from Russia and the Czech Republic, 1997).

У анализама ваучерских инвестиционих фондова у земљама у транзицији (Mass Privatization: An Initial Assessment OECD 1998) указује се на њихову двоструку и у знатној мјери контрадикторну природу. С једне стране су тзв. „узајамни фондови” (mutual funds) у које хиљаде власника улажу своје ваучере (будућа власничка права). И, у циљу заштите ових малих инвеститора, од фондова се тражи одржање високе ликвидности структуре имовине. Са друге стране, у датим околностима, фондови су једине институције са могућом значајном улогом у корпоративном управљању приватизоване компаније, чиме ће олакшати и њено реструктурирање. За испуњење ове „холдинг функције” захтијева се, међутим, веће „улажење” у ризик и много мањи ниво ликвидности („on the asset side of their balance sheets”). David Ellerman, један од познатих критичара масовне приватизације, истиче да главни разлози да ваучерски фондови имају тешкоће у функционисању на начин као и узајамни фондови на Западу⁷ је што највећи дио њихових акција не прихвата тржиште. Програмима ваучерске приватизације обухватају се компаније у скоро „сваком стању”, са акцијама које се замјењују за ваучере. Тако, портфел ваучерских фондова пун је акција, есенцијално неликвидних и без значајније вриједности (цијене – тзв. „junk shares”). (Ellerman D., Vaucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry, decembar World Bank, 2000).

Који су домети и искуства ваучерске приватизације, толико хваљене и још више нападане? Који је „допринос” овог метода успјесима и неуспјесима процеса који се одвија већ преко 10 година? Неки одговори могу се извести из анализа и оцјена ове декаде привати-

⁷ Узајамни фонд, у развијеним тржишним економијама („Mutual fund” у USA-а, „Unit rust” у UK – тзв. „open fund”) држи диверзификовани портфел акција са малим процентом у појединој компанији („publicly traded company”). То је прави модел пасивног институционалног инвеститора. То је активни власник који држи све или готово све акције портфела компаније, и тако остварује највећи дио прихода од капитала из развоја и реструктурирања компаније. Ваучерске инвестиционе фондове „смислили” су постсоцијалистички реформатори као мјешавину узајамног фонда и холдинг компаније, нешто што не постоји у развијеним тржишним економијама (Ellerman D., Vaucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry, december World Bank, 2000).

зације – посебно у Чешкој, са моделом који је служио за углед многим земљама, Русије са катастрофалним посљедицама приватизације, Пољске и Мађарске са „независним” приступом приватизацији и транзицији.

Да је брзи приступ („rapid privatization approach”) показао у пракси (имплементацији, недостатке („pitfalls”) прихвата се и од ИМФ-а. У Чешкој је тако, имовина пренесена на милионе обичних грађана, на крају завршила код инвестиционих фондова. Међутим, изостало је стварно („genuin”) реструктурирање предузећа, било зато што инвестициони фондови нијесу имали капитала, или што су контролисани од државних банака без „чврстих финансијских ограничења” („hard budget constraints”). У Русији је брза приватизација још гора и, супротно очекивању (масовна бесплатна расподела запосленим и грађанима), није водила сама реструктурирању фирми. Изневјерене су наде да ће секундарна трговина „увести” спољне власнике и да ће се транспарентна техника користити у другом таласу приватизације преосталих предузећа.

ЧЕШКА – До априла 1992. год. у Чешкој скоро читав „мали бизнис” и услужне дјелатности су приватизовани. А до 1995. више од 1800 предузећа (скоро 70% економије) је приватизовано у „два таласа” замјеном за ваучере 8,56 милиона пунољетних чешких грађана. Приближно 72% власника ваучера уложили су своје ваучер-пене у новоосноване инвестиционе фондове (400 у првом – 1992, а још 221 у другом таласу). Инвестициони фондови могли су да „купе” до 20% акција предузећа (у пракси често у великим компанијама неколико фондова заједно су власници контролног пакета акција). Циљ је био, прво, политички (да се најшира популација укључи и обезбиједи подршка процесу економских трансформација, и друго, економски, да створи основу за тржишну економију (М. Мејстрик: Privatization in the Czech Republic and Russia, in privatization at the End of the Century, 1997).

Овакав брз трансфер на почетку транзиције огромне имовине у приватне руке, изгледао је спектакуларно добро. И као да је то потврђивала, каже Nellis, ниска инфлација у односу на друге, веома мала незапосленост, висока стопа инвестирања и GDP раст почев од 1993. Стопа GDP раста је међутим пала на крају 1995, а посебно 1998. са рецесијом – супротно експанзији од 4-5% у сусједним земљама – што се може објаснити, поред осталог, начином како се приватизација спроводи (Nellis J., Time to Rethink Privatization in Transition

Economies, 1999). И по многим аналитичарима масовна приватизација у Чешкој није испунила очекивања. „Брзо и довитљиво” чешко рјешење („quick, ingenious” Czech way) по једнима, није било ефикасно (дјелотворно) посебно због одсуства правне инфраструктуре, повезано и са кашњењем приватизације великих државних банака. И без извршене „ревитализације”, реструктурирања, велики број предузећа нашао се на листи неуспјешних („Michal Dlouhy: Czech Privatization: A Ten-Year Overview, 2000). Искуства са инвестиционим фондовима (према Katarini Pistor i Adrew Spicer-у) су обесхрабрујућа. Попусти по којима фондови продају своје акције (ако то уопште раде) рефлектују однос тржишта – да фондови или су немоћни да повећају вриједност холдинга или нијесу успјели у диоби прихода са инвеститорима. Ако се уопште плаћа дивиденда, компаније и тиме формално мијењају свој статус инвестиционог фонда и потенцијално учешће у развоју тржишта капитала (Katharina Pistor – Androew Spicer: Investment Funds in Mass Privatization, Lessons from Russia nad the Czech Republic, 1997). Јосеф Тошовски, гувернер Чешке националне банке, на критике приступа приватизацији, који није обезбиједио толико потребан капитал за реструктурирање,⁸ нити „растур” власништва побољшао, уз опште занемаривање значаја институционалног оквира, истиче да се аутори приватизације били свјесни проблема. Али суочени са командном економијом и брзом приватизацијом, изабрали су мање од два зла. Гледајући назад, Тошовски сматра да му изгледа да избор фундаментално и није погрешан, иако је јасно да су извјесни ризици брзе приватизације потцијењени, а посебно значај институционалног оквира. (Тошовски Ј., Ten years on Some Lessons from the Tranzition, 2000).

РУСИЈА – Брза приватизација у Русији (и од њених реформатора и страних савјетника – професора са Харварда) сматрала се

⁸ Фондови су веома мало заинтересовани каже David Ellerman да се ангажују на реструктурирању („time – consuming and costly”) посебно у свијетлу законских ограничења посједовања акција у појединој компанији. Истовремено, лица „задужена” да воде фонд, нису акционари фонда већ посебне компаније (менаџмент предузећа) и пошто ће имати мало користи од повећања профитабилности фонда, недостаје им подстицај да обезбиједи ефикасно корпоративно управљање, прави је разлог за што се ангажовани (Ellerman D., Vaucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry, decembar World Bank, 2000, v. Ellerman D., Lessons From East Eurpe s Vaucher Privatization, 2000).

императивом. И одвијала се у фазама, претежно на бази декрета предсједника Јељцина. У времену 1992-1994 на основу програма масовне приватизације у више од 15.000 хиљада предузећа (са учешћем просјечно 2/3 власништва) запослени и менаџери преузели су потпуну контролу. До краја 1994. основано је и више од милион малих фирми и око 200 приватних комерцијалних банака. И изгледало је да је Русија на путу брзе транзиције у тржишну економију западног типа. Стање приватизованих фирми (финансијско и др.) било је лоше, њихове акције неатрактивне за инвеститоре, није било средстава за обнову производње, ревитализацију и сл. (v. Skorov G., Highlights od Privatisation a la Russe, in Privatisation in the Economies in Transition 1996, i Nellis J., Time of Rethink Privatization in Transition Economies, 1999). Највећи дио инвестиционих фондова (од 350 активних) није био у стању да обезбиједи ни покривање прихода за оперативне трошкове. А са неликвидним тржиштем хартија од вриједности и учешћем у непрофитабилним компанијама, мале су биле шансе за зараду (Katharina Pistor-Andrew Spicer. Investment Funds in Mass Privatization, Lessons from Russia and the Czech Republic, 1997). У таквој ситуацији према D. Ellermanу, многи менаџери предузећа користе постсоцијалистичку верзију „раздвајања власништва и контроле” да „ухвате што могу”, плате, бонусе, споредне приходе и послове (Ellerman D., Voucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry, decmbar World Bank, 2000). У периоду 1995 – 1997 акценат се преусмјерава на продају високо вриједних предузећа домаћим финансијским / индустријским групама по веома ниским цијенама 100-150 пута ниже од свјетског просјека. У новембру 1995. лансирана је брза приватизација компанија у области нафтне индустрије, гаса, ријетких метала (никла и сл.) путем тзв. плана акције за зајам („share-for-loans schemes”) са подмићивањем и корупцијом од почетка до краја ове операције. На овај начин група привилегованих банака (у спрези са државним званичницима и менаџерима нпр. 78% Yucosa, велике нафтне компаније, продато је „менаџеру” на „лицитацији” (коју је спроводио сам „менаџер” у име Владе) домогла се крема руске индустрије претварајући у пракси прописану тендерску процедуру у „директну нагодбу” по невјероватно малим цијенама у односу на вриједност (Skorov G., Highlights od Privatisation a la Russe, in Privatisation in the Economies in Transition 1996).

Инсистирајући на брзим власничким промјенама прије или умјесто стварања институција за подршку тржишту и без укидања крупних монопола и олигопола да би се подстакла конкуренција, ваучерски програм препустио је немоћне масе нових акционара манипулацијама, добро стојећим менаџерима и њиховим присталицама у финансијским круговима (v. Nellis J., *Time to Rethink Privatization in Transition Economies*, 1999). И Јанош Корнај (који спада међу тзв „градуалисте“, присталица поступних реформи), наводи да је приватизација у Русији тужан примјер неуспјеха „blitzkrieg“ приступа. Сви елементи ове приватизације су се „јавили“ у екстремном облику: ваучер приватизација заједно са „намјештеним“ трансферима власништва менаџерима и привилегованим „бирократама“. У невиђеној дотад реформи власништва, својина на природним ресурсима, нарочито нафти, гасу експроприсана је од „олигархије“ (Kornai J., *The Road to Free Economy: Ten Years After*, 2000).

ПОЉСКА – Пољска је прва од постсоцијалистичких земаља које су кренуле у радикалне економске реформе. У јануару 1999. год. лансиран је „Shock therapy“ програм (министра финансија Leszeka Balzerowicza) који је обухватао макроекономску стабилизацију, либерализацију цијена и трговинских трансакција, малу приватизацију (и укидање ограничења) за мали бизнис. Ова политика „креативног уништења“ („creative destruction“), како је назива проф. Колодко (у књизи: „From Shock to Therapy“, *Political Economy of Postsocialist Transformation*, 2000) довела је до погоршања ионако већ дубоке кризе (GDP је пао за 20%, инфлација је крајем 1991. износила 70%, а држава није била у могућности да сервисира спољни дуг и сл.). Промјеном Владе и усвајањем програма „Стратегије за Пољску“ 1993. године ситуација се мијења и курс реформи преусмјерава на „терапију без шока“. Транзиција у тржишну економију схвата се као три паралелна процеса (либерализација и стабилизација, ново институционално преуређење и макроекономско реструктурирање).

Влада одустаје од МВП (као у Чешкој, Русији) и прихвата специфичан програм приватизације и реструктурирања за 512 предузећа. У складу са законом држава је формирала 15 националних инвестиционих фондова. Алокација акција 60% предузећа на фондове почела је одмах послје потписивања уговора са менаџерима (изабраним путем међународног тендера). Сваки инвестициони фонд држи 33% акција у предузећу (као водећи фонд и власник са значајним учешћем) а остатак је у власништву државе 25%, других инве-

стиционих фондова 27% и пренијето запосленим без накнаде 18%. Концепт је да се преко водећег фонда и менаџмент тима који на уговорној основи управља, привуче страни капитал и изврши пре-структурирање предузећа (од Свјетске банке и Европске банке за обнову и развој сваки фонд је добио зајам у износу од 3,2 милиона долара). Сви грађани који су навршили 18 година добили су акцијске сертификате који су се могли мијењати за акције фондова. Сертификати су по закону преносиви и у дематеријализованој форми, са могућношћу слободног трговања на Варшавској берзи.

Од приватизације предузећа захтијева се прије свега квалитет а не квантитет, са избјегавањем фиктивних („fictitious”) приватизација (без „правих” власника који ће контролисати менаџере и са и даље чврстом везом са државом). С друге стране приватни сектор, оснивањем малих и средњих предузећа, развија се брзо и постаје доминантан.

Имплементација програма „Стратегија за Пољску” (у периоду 1994-1997. година) са нагласком на поступну изградњу институција, као и компетитивно тржиште, довела је земљу (са значајним страним инвестицијама) на пут опоравка и развоја, растом ГДП за 28% и достизањем нивоа из 1989. год., падом незапослености и стопе инфлације. Нова влада, након избора 1997. год. (под управом Walzgowicza) „окренула” се поново убрзаној приватизацији.

МАСОВНА ВАУЧЕРСКА ПРИВАТИЗАЦИЈА У ЦРНОЈ ГОРИ „САЗРИЈЕВАЊЕ ИДЕЈЕ” О МВП

1. Права фаза својинске и управљачке трансформације у Црној Гори завршавала се тзв. корпоратизацијом (претварањем друштвених и јавних предузећа у акционарска друштва) и успостављањем иницијалне власничке структуре са запосленим и фондовима, као привременим титулама. Законом о приватизацији привреде из јула 1996. године законодавац је желио да створи правни оквир и основу за стварну приватизацију продајом капитала фондова и убрза процес даљом бесплатном подјелом друштвеног капитала путем приватизационих купона запосленим (и раније запосленима) у „јавном сектору” (здравству, просвјети, науци, култури, спорту, јавном информисању, социјалној и дјечјој заштити, као и другим установама, државним органима и организацијама) са најмање три године радног стажа, као и одређеним категоријама незапослених (на евиденцији

Завода за запошљавање најмање 5 година и под условом да нијесу остварили право на акције). И тиме да се отклони неправда према овом дијелу популације, у односу на запослене у привреди – на чему је посебно инсистирао Савез самосталних синдиката Црне Горе.

Приватизациони купони представљали су, по закону, хартије од вриједности на име и могли су се користити за откуп акција од Фонда за развој. Висину, тј. номиналну вриједност купона, услове и начин подјеле одређивала је Влада, полазећи од просјечне вриједности друштвеног капитала који је трансформисан у Републици. Закон предвиђа оснивање приватизационих фондова и специјализованих менаџерских предузећа за управљање тим фондовима и сл. као инфраструктуре која се тражи и код масовне приватизације (али за око 55.000 корисника). Обликовање цјеловитог концепта/модела закон препушта пратећим прописима и програму масовне приватизације, с тим што предвиђа као крајње вријеме за коришћење приватизационих купона на двије године. У комплетирању приватизационе регулативе донесена је Уредба о приватизационим купонима и Уредба о садржини и начину вођења регистра акција, а представници британског Know How фонда (који је ангажован у оквиру сарадње са USAID) у свом извјештају из децембра 1996. год. прецизирали су и објаснили основне механизме за спровођење програма и регистрацију акција.

2. Влада, јула 1996. године, није била за масовну ваучерску приватизацију. На предлог Закона о приватизацији привреде група посланика Либералног савеза Црне Горе поднијела је амандмане (амандмани III и IV) којима се, у основном, предлаже: да се укупан друштвени капитал пренесен на фондове подијели путем приватизационих купона једнако свим пунољетним грађанима који нијесу остварили право на акције по Закону о својинској и управљачкој трансформацији. Услови, начин подјеле и номинална вриједност купона одређују се посебним законом. Купони су такође хартије од вриједности на име, непреносиви, осим насљеђивањем, и могу се користити за откуп акција фондова на јавној продаји, најдаље у року од годину дана. Скупштина није прихватила ове амандмане (и усвојила је Закон са рјешењима предложеним од Владе) посебно зато што ваучерска приватизација економски није оправдана и што би могла „изазвати процес неконтролисане инфлације”.

3. Консултант британског Know How фонда у извјештају Агенцији и Влади Црне Горе од јануара 1997. год. оцјењују неопходност

масовне приватизације као једног од обавезних модела приватизације у Црној Гори, са могућношћу приступа у двије фазе: прво, како је то усвојено у Закону, а да се у другој фази обухвате пунољетни грађани (око 400.000). А Програмом приватизације и тржишта капитала у Црној Гори овог Фонда од марта 1997. год. (израђен у складу са уговором између USAID Агенције и „Stone Associates”), предлаже се директни прелаз на другу фазу масовне ваучерске приватизације односно усвајање једнофазног приступа, укључујући и процес стварања институција (регистар акција, финансијски посредници) као и секундарног тржишта хартија од вриједности у Црној Гори.

Усаглашавање концепта масовне приватизације и стратегије обављено је у јулу 1998. год. на састанку представника Владе РЦГ, фондова, Секретаријата за законодавство, Агенције за реструктурирање привреде и страна улагања, ЗОП-а, Монтенегроберзе, представника USAID–а и британског савјета Know How фонда (тзв. „Свето-Стефански договор”) и прихваћено је да се приступи реализацији Пројекта масовне ваучерске приватизације (МВП), подразумијевајући и измјену и допуну Закона о приватизацији привреде, са правом свих пунољетних грађана на ваучере са којим ће моћи да купују акције предузећа или приватизационих фондова. За МВП је намијењен капитал (акције свих предузећа) из портфеља Фонда за развој, осим капитала одређеног за продају стратешким инвеститорима, као и државни капитал у трансформисаним предузећима, те јавним предузећима (Електропривреда Црне Горе, Телеком, Жељезница и др). Процес МВП се води као пројекат, уз активну савјетничку улогу USAID-а и Know How фонда, са планом да се изведе у року од 8 мјесеци (36 недеља), уз обављање припремних активности: формирања Централног регистра акција, потребне софтверске подршке процесу, доношења регулативе о приватизационим фондovima и хартијама и тржишту хартија од вриједности и сл. Од септембра 2000. USAID ангажује као савјетника за ваучерску приватизацију у Црној Гори консултанску фирму Price-Waterhouse која је раније радила на истим пословима у Републици Српској.

„ЦРНОГОРСКИ МОДЕЛ” МВП

У априлу 2001. године објављен је почетак инплементације црногорског програма ваучерске приватизације, бесплатног преноса значајног дијела бившег друштвеног капитала на грађане у Црној

Гори – фаворизованог метода приватизације још од 1992-3. године од еминентних западних савјетника (Сакса и др.).

Основни модел је инаугурисан *Законом о измјенама и допунама Закона о приватизацији привреде* (уз савјетничку помоћ Varents Group LLC у оквиру USAID програма) још почетком 1999. године. У међувремену вршено је комплетирање законског и институционалног оквира:

1) доношењем пратећих прописа, Уредбе о приватизационим фондовима и специфичним приватним менаџерским предузећима, Уредбе о начину стицања, издавања и употребе приватизационих ваучера, Плана приватизације за 2001. год. са списком предузећа обухваћених МВП, Закона о хартијама од вриједности (којим се поред осталог уводи тзв. систем нематеријализованих акција у облику уписа у јединствени регистар), и

2) формирањем Централне депозитарне агенције, са регистром акција, а отварањем процеса оснивања приватизационих фондова као саставног елемента Програма МВП.

Црна Гора се тако уврстила у 19-20 земаља које су у ситуацији:
– релативне оскудице приватног (домаћег) капитала, и
– ограниченог интересовања страних инвеститора и политичког лимита продаје предузећа странцима, приступиле приватизацији путем ваучера (и њиховој замјени за акције предузећа непосредно или кроз приватизационе фондове):

(Чехословачка и Монголија 1992, Русија, Молдавија, Бјелорусија, Литванија 1993, Казахстан и Јерменија 1994, Украјина и Азербејџан 1996, Бугарска 1996 и 1999, РС и БиХ 1998. односно 1999, са жељом влада да након искустава у Чешкој и Русији, остваре „успјех” прве, а избјегну посљедице краха у Русији). Масовну приватизацију као приступ нијесу користиле: нпр. Мађарска, Пољска (у смислу брзе масовне приватизације), Македонија, Хрватска, као и одређене земље бившег Совјетског Савеза (Азербејџан и Узбекистан). И Програм МВП Црне Горе обећавао је брзу приватизацију и у транспарентном поступку, подстицање развоја тржишта капитала и финансијских институција и „значајан искорак у стварању ефикасне тржишне привреде” (из „Светостефанског договора”).

Чешки приступ МВП у суштини се прихвата у осталим земаљама у транзицији, међу којима и у земљама на Балкану (по правилу, са комбинацијом елемената и карактеристика већ примијењених програма масовне приватизације). У Црној Гори су углавном преузета основна

рјешења из законодавства Републике Српске. Елементи црногорског Програма МВП су: да сви грађани који су навршили 18 година (до краја године у ком је донесен Закон) са пребивалиштем од најмање годину дана на територији Републике Црне Горе, имају право на приватизационе ваучере, дематеријализоване и непреносиве, осим на чланове породице и то исти број ваучера. Ваучери су изражени не у новчаном износу већ у поенима и могу се замијенити за акције у предузећима обухваћеним МВП или приватизационим фондовима на једној аукцији (специфичном надметању), која је заснована на принципу равнотеже понуде акција и потражње („вриједности” ваучера). Овако опште одређење концепта захтијева ближе објашњење карактеристичних елемената и института црногорског приступа МВП.

КОРИСНИЦИ ВАУЧЕРА

Корисници ваучера су, прво, пунољетни грађани Црне Горе (који су навршили 18 година живота закључно са 31. 12. 2000. год.) и, друго, да имају пребивалиште на територији Републике до овог рока најмање једну годину, и то са једнаким правима (као у Чешкој, Бугарској, РС и Федерацији БиХ).

У другим земљама право на ваучере имали су сви грађани (не само пунољетни) било у једнаким износима (нпр. у Русији, Украјини, Казахстану, Киргистану) или различито, зависно од година старости односно радног стажа и сл. У Словенији, онима који нијесу за послени даје се једнак износ, а осталим подијељеним у четири групе различито, према радном стажу. У новој рунди (таласу) масовне приватизације у Бугарској 1998, право на ваучере дато је и дјечи без родитеља испод 18 год. и дјечи под старатељством, односно дјечи непознатих родитеља, која су повјерена социјалној установи.

ДЕМАТЕРИЈАЛИЗАЦИЈА ВАУЧЕРА

Масовна приватизација путем ваучера заснива се, иначе, на ваучерима: у физичком облику (сертификату, бону и сл.), или електронском запису на рачуну, отвореном у корист грађанина код банке (тзв. „дематеријализованој форми”), која даје грађанину право на учешће (бесплатно) у капиталу предузећа обухваћеним МВП.

Ваучери постоје, према Програму МВП у Црној Гори, само у форми уписа на приватизациони рачун који се отвара у корист сваког

имаоца права код Централне банке Црне Горе – послови платног промета (ЗОП) – чл. 3 Уредбе о начину издавања ваучера... (као у Чешкој, Литванији и Украјини до 1994. године, гдје се грађанима умјесто писмених сертификата, отварају приватизациони рачуни, преко којих је вршена куповина акција предузећа, а у Бугарској 1998).

Ова дематеријализована – „book entry” – форма ваучера (која је коришћена и у Чешкој) омогућује ефикасну имплементацију и побољшава транспарентност и контролу процеса.

ДЕНОМИНАЦИЈА

Ваучери су, иначе, деноминовани у (инвестиционим) јединицама, поенима (као нпр. у Чешкој, Молдавији, РС и Федерацији БИХ). Ваучер је издат кад се грађанину на приватизациони рачун укњижи 5.000 поена (чл. 4 Уредбе о издавању...). У другим земљама ваучери гласе на номиналну-новчану вриједност (нпр. у Русији 10.000 рубаља, Бугарској 1998 – 250.000 лева).

Сматра се да је систем поена више у складу са духом масовне приватизације – постоји, наиме, неизвјесност о тржишној вриједности имовине која се приватизује (Nuti D., *Mass privatization: Cost and benefits of instant capitalism*, стр. 37). И у принципу, цијена акције предузећа формира се кроз аукцијски процес. Приватизациони ваучер (са 5.000 ваучер поена) је без номиналне (новчане) вриједности, и тако се вриједност акција предузећа које добија грађанин одређује кроз однос понуде (акција појединог предузећа) и потражње (ваучера за замјену).

ПРЕНОС ВАУЧЕРА – ТРАНСФЕРАБИЛНОСТ

Ваучери су непреносиви – не могу се отуђивати (продавати, поклањати) трећим лицима. Изузетак је пренос на чланове породице (брачног друга, дјецу, усвојенике, родитеље, родитеље брачног друга, брачне другове дјеце, унучад, и браћу и сестре ако живе у породичној заједници – чл. 9 става 7 Закона), који тиме стичу иста права као „оригинални” (прави) власници ваучера. На једном посебном рачуну не може бити евидентирано више од 50.000 ваучер-поена. А једном пренесени поени на члана породице не могу бити предмет даљег преноса (чл. 11 Уредбе о издавању...).

Чешки модел непреносивости ваучера („non-tradable”) слиједи низ земаља, међу којима: Румунија (1995), Словенија, Украјина, Ка-

захстан – сматра се да се тиме спречавају инфлаторни ефекти ваучера као сурогата новца.

Модел са преносивим ваучерима („tradable“), поред Русије, прихваћен је нпр. у Бјелорусији, Јерменији, Киргистану, Грузији (чиме се „антиципира трговина акцијама“ и охрабрује концентрација ваучера, појава „core“ инвеститора који купују „блокове ваучера“ прије националних аукција – Micheal McIndon: Privatization and Capital Market Development, 1997).

УПОТРЕБА ВАУЧЕРА

Програм МВП омогућује да грађани са ваучерима учествују у процесу приватизације и постану акционари (власници сразмјерног дијела предузећа). Грађанин у Црној Гори може да користи ваучер-поене за прибављање акција одређеног (или више) предузећа директно на аукцији – специјалном поступку подношења апликација – замјене за акције. Међутим, постоји могућност да пренесе ваучер на приватизациони фонд (у замјену за јединице фонда односно акције фонда након трансформације у инвестициони фонд – чл. 9 Закона о приватизацији привреде) који за те ваучере (на истој аукцији као и грађани) прибављају акције предузећа.

Пренос ваучера се врши коришћењем приватизационих налога: налога за јавно надметање – аукцију или налога за пренос на приватизациони фонд (чл. 8 Уредбе о начину издавања...). Са једном приватизационим налогом могуће је извршити највише пет преноса, с тим што један пренос не може бити мањи од 500 ваучер-поена (и број поена који се преноси односно замјењује мора бити дјељив са 500 – чл. 10 Уредбе о издавању...).

Овим се у принципу оптира за тзв. директни систем дистрибуције ваучера грађанима, који их могу уложити (инвестирати) било у предузеће или у и кроз инвестиционе фондове (нпр. Чешка, Русија, Литванија, Бугарска 1996) које могу оснивати и домаћи и страни инвеститори.

У Казахстану (чији је програм рађен уз помоћ савјетника Свјетске банке и USAID-а) кључну улогу као посредника у масовној приватизацији имају инвестициони фондови које могу оснивати само домаћа лица. Грађани су били дужни да пренесу своје купоне (инвестиционим јединицама) прије аукције, у замјену за акције фонда на један од лиценцираних фондова. У неким земљама (нпр. у Румунији

и Словенији) инвестиционе фондове оснива држава („top-down приступ”), такође грађани постају акционари самих фондова (са могућношћу утицаја на активност фонда и реструктурирање предузећа).

ПРОЦЕС ЗАМЈЕНЕ ВАУЧЕРА ЗА АКЦИЈЕ

Процес замјене ваучера за акције је сложен, подразумијева одређену обавезну процедуру: припреме у компанијама, регистрацију лица која имају право на ваучере, отварање приватизационих рачуна са провјером, пренос ваучера на чланове породице и приватизационе фондове, аукцију и обрачун резултата аукције – укупан механизам за дистрибуцију акција међу имаоцима ваучера којима се гарантује слободан приступ процесу и истовремено осигуравају транспарентност и брзина.

Спровођење Програма МВП, у сваком случају, подразумијева одређене сложене „техничке” припреме:

А) Формирање јединствене базе података о компанијама (предузећима-еминентима), чије се акције према Плану приватизације за 2001. год. замјењују за ваучере у ЗОП-у 60 дана прије почетка преноса ваучера на чланове породице и приватизационе фондове (на основу података Оперативне групе за програм МВП). То су информације посебно о фирми и претежној дјелатности предузећа, укупној процијењеној вриједности, укупном броју акција и номиналној вриједности једне акције, вриједности капитала предвиђеног за МВП и процјену учешћа у укупном капиталу, о броју запослених, стању непокретности, задужености, пласманима (чл. 15-18 Уредбе).

Б) Припрема спискова грађана који имају право на ваучере (са јединственим матичним бројем, презименом и именом, полом, именом родитеља, адресом, бројем и мјестом издавања личне карте, шифром уже локације), који (коначни списак са потпуним подацима) ЗОП уноси у софтвер за програм МВП. Претходно, Републички секретаријат за развој у сарадњи са МУП-ом саставља иницијални списак и грађанима се оставља рок (најкасније до почетка преноса ваучера на чланове породица и приватизационе фондове) за провјеру да ли се налазе на списку и података садржаних у списку на шалтерима ЗОП-а или на други одговарајући начин (чл. 19-29 Уредбе). Министарство за финансије, након протека рока за провјеру, издаје ЗОП-у налог за отварање приватизационих рачуна.

В) Састављање списка приватизационих фондова на које имаоци ваучера могу пренијети своје ваучер-поене и достава Министарству за финансије, уз налог за отварање њиховог приватизационог рачуна (чл. 23 Уредбе).

Г) „Формирање” регистара акција (за потребе МВП) у оквиру Централне депозитарне агенције (према чл. 122 Закона о хартијама од вриједности; предузећа еминенти, „који сами воде књиге или регистре” акција, дужни су да у року од 90 дана Агенцији доставе податке о издатим акцијама и њиховим власницима – а чак ни велика предузећа као „Телеком” и др. нијесу водила ове књиге).

Замјена ваучера за акције у Црној Гори одвија се само на једној аукцији (тзв. централизованог и од државе организованог). За учешће на аукцији грађани и приватизациони фондови подносе попуњен и потписан налог за аукцију. И у току аукције грађани могу своје ваучере да пренесу на приватизационе фондове (тзв. „квалификоване” – који су остварили минимални ниво уписа 50 милона ваучер-поена) и то најкасније 10 дана прије завршетка аукције (члан 43 Уредбе о начину издавања...). Ако грађани и приватизациони фондови не узму учешће на аукцији њихови ваучери постају неважећи (став 11 чл. 9 Закона о приватизацији привреде).

Дистрибуција акција међу учесницима на аукцији обавља се по тзв. про рата – „Unpriced Bids” систему (као нпр. у Киргистану, РС, Федерацији БиХ, са коришћењем дијелом и у Русији) у складу са понудом (акцијама предузећа) и потражњом (ваучерима који се одређују за поједино предузеће). Суштина је у томе да број акција у поједином предузећу које добијају грађанин и фонд, зависе од броја ваучера (која се „нуде”) у замјену у том предузећу (Michael McIndon: Privatization and Capital market Development, 1997). „Уситњавање” акција, до ког, по правилу, долази, не умањује вриједност предузећа – само се смањује власнички захтјев по ваучеру у сразмјери са потражњом за акцијама.

Према црногорском концепту то изгледа тако што се, на основу поднесених налога за замјену ваучер-поена и расположивих акција сваког конкретног предузећа, врши салдирање, трансакција и уситњавање акција, и понуђач са најмање уложених ваучер-поена добија најмање једну акцију, а остали понуђачи више, сразмјерно броју уложених ваучер-поена. Поступак уситњавања акција врши се програмски по установљеном алгоритму, све док се не постигне резултат који гарантује да нема остатка нерасподјелих акција, с тим

да вриједност једне акције не може бити мањи од једног пфенинга (чл. 48 Уредбе о начину издавања...) Овој релативно једноставној и брзој аукцијској техници приговара се да може да доведе до не савим разумних рјешења, да се огроман број корисника определили за акције у малом броју добрих предузећа.

Други (централизовани) механизам надметања за све акције које се нуде сукцесивно у неколико рунди, коришћен је у Чешкој („with repriced bids”). У првој рунди све акције имају исту цијену у инвестиционим поенима (три акције за 100 поена), која је одређена према књиговодственој вриједности и укупном броју ваучер поена. У прописаном року (двје недеље) имаоци ваучера, грађани и фондови, региструју (пријављују) своје захтјеве за акције појединих предузећа. Ако је потражња за појединим предузећем једнака или мања од понуде акција, тада су намирени сви понуђачи по датом цијени, а могуће преостале акције преносе се у сљедећу рунду по почетној нижој цијени. Ако укупна потражња за акције појединог предузећа пређе понуду, али за мање од 25%, сви понуђачи се намирују, али са пропорционалним смањењем. Међутим, ако је потражња виша од понуда за преко 25%, читав поступак се понавља у сљедећој рунди по већој цијени, у складу са степеном вишка потражње (и врши алокација према принципима из прве рунде). На крају пете рунде масовне приватизације у Чешкој, истиче Мејстрик, било је јасно да је одређена равнотежа између понуде и потражње постигнута – било је продато 92,8% акција (М. Mejstrik: Privatization in the Czech Republic and Russia, in Privatization at the End of the Century, 1997 стр. 204; в. R. Frydman – А. Rapaczynski – J. S. Earl: The Privatization Process in Central Europe, 1993, стр. 85). Трансакције (замјене ваучера за акције) се одвијају по различитим цијенама (у инвестиционим поенима) и имаоци ваучера могу да се прилагођавају сукцесивном усклађивању понуде и потражње (в. Nuti D., Mass privatization: Cost and benefits of instant capitalism, стр. 37).

У другој рунди масовне приватизације у Бугарској 1998. г. предвиђен је механизам за вредновање понуда и рангирање, полазећи од чешког приступа. Понуде се рангирају у „опадајућем реду” („in descending order”) према понуђеној цијени и прихватају до нивоа понуђених акција. Цијена поједине акције одређује се на пондерисаној просјечној основи. Рангирање се заснива на сљедећим принципима: а/ надметању – понудама за акције са специфицираним бројем и цијеном, б/ без претходно постављених цјеновних лимита („no pre-set price limit”), в/ одређивање цијене користећи пондериса-

ну просјечну цијену, искључујући првих и посљедњих 10% понуда („adjusted average price”), г/ сви успјешни понуђачи морају да плате пондерисану просјечну цијену акција за које су учинили понуду, д/ све акције које су преостале биће понуђене на сљедећој рунди (Prohaska G., A Review of bulgarian privatization, Privatization through investment vouchers in Bulgaria, OECD, 1998).

ПРИВАТИЗАЦИОНИ ФОНДОВИ

Приватизациони инвестициони фондови у земљама у транзицији са улогом посредника у формалном трансферу власништва, али и у управљању предузећима („corporate governance”) и постприватизационом финансирању, прихваћени су као дио концепта МВП у Црној Гори (према Закону о приватизацији привреде – чл. 16 став 3 и Уредби о приватизационим фондовима и специјализованим приватним менаџмент предузећима – чл. 4). То су: прво, специјализована правна лица у приватном власништву, друго, основна сврха оснивања фонда је прикупљање приватизационих ваучера од грађана и њихова замјена за акције предузећа на аукцијама у оквиру програма масовне приватизације.

Грађани, према програмима МВП имају опцију, осим могућности да директним учешћем на аукцији купе акције предузећа, да своје ваучер-поене уложе у приватизационе инвестиционе фондове. Фондови користе ваучере да купе акције разних предузећа а скуп ових акција назива се „инвестициони портфељ”. У замјену за уложене ваучере грађани добијају акције (или инвестиционе јединице) фонда (а не акције појединих предузећа) и постају сразмјерни власници „инвестиционог портфеља” фонда (а не предузећа). Приватизациони фонд може: а/ куповати само акције предузећа која се приватизују у процесу МВП, б/ посједовати највише 51% акција са правом гласа у капиталу у било којем предузећу, односно уложити у предузеће највише 10% укупног инвестиционог капитала – осим као резултат почетне аукције МВП (чл. 14 Уредбе).

Приватизациони фондови се оснивају и воде (управљају) од стране менаџмент предузећа, које се организује као акционарско друштво. Менаџмент предузеће може да управља са једним или више приватизационих фондова. И са приватизационим фондом закључује уговор о управљању, који поред осталог, садржи одредбе о накнади. Дозволу менаџмент предузећу за оснивање и управљање

фондом издаје Савјет за приватизацију (који врши и надзор над радом ових предузећа за управљање и приватизационих фондова). Уз захтјев за издавање дозволе обавезно се подносе: подаци о искуству предузећа у руковођењу инвестиционим фондовима, нацрт статута приватизационог фонда, доказ о оснивању менаџмент предузећа и уплати акцијског капитала од 250.000 DEM, пословни план фонда, подаци о релевантном искуству у инвестиционом и финансијском менаџменту најмање два запослена, за која се тражи овлашћење за обављање послова инвестиционог менаџера, нацрт уговора о менаџменту (чл. 20 Уредбе).

Приватизациони фондови који се оснивају у Црној Гори немају одмах карактер и статус „инвестиционих фондова” (као нпр. приватизациони инвестициони фондови у РС и Федерације БиХ) и у замјену за ваучере не дају акције, него „непреносиве инвестиционе јединице”. Међутим, већ послје годину дана од завршетка поступка МВП аукције, приватизациони фонд може се организовати као инвестициони фонд (чл. 18 Уредбе о издавању...).

Зашто инвестирати (улагати) у приватизационе фондове објашњава се прије свега погодностима за грађане, кориснике ваучера (укључујући професионални менаџмент и лакше учешће појединаца у приватизационом процесу). Приватизациони фонд у Црној Гори, оснива се ради: 1) куповине и продаје акција предузећа која су приватизована на основу програма масовне ваучерске приватизације; 1а) размјене акција предузећа у портфељу фонда за акције предузећа у портфељу других фондова; 1б) диверзификације ризика путем куповине портфеља акција већег броја предузећа у различитим гранама привреде; 2) заштите права акционара у управљању и руковођењу предузећима; 3) подстицања предузећа у портфељу приватизационог фонда да учине разуман напор да изађу са својим акцијама на берзу, односно да своје акције понуде на било којој релевантној берзи или ванберзанском тржишту (чл. 4 Уредбе).

Лоша искуства са фондовима, међутим, определијелили су законодавца у Бугарској да у другој рунди ваучерске приватизације (1998) одустане од приватизационих инвестиционих фондова. Грађани су могли користити ваучере директним учешћем на аукцији или преносом на инвестиционе посреднике који у име њих учествују на аукцији (инвестициони посредници поступају као брокери и не могу постати власници ваучера). Осим тога, ваучери су се могли пренијети и МБО компанијама, као и на Приватни пензиони фонд.

ОБУХВАТНОСТ СПРОВЕДЕНЕ АУКЦИЈЕ

Програмом МВП обухваћено је 221 предузеће са процијењеним капиталом од 2.361.868,631 DEM (или 30,12% од укупног капитала тих предузећа), са различитом висином учешћа у појединим предузећима (од релативно ниског учешћа нпр. у КАП-у 2,20%, Требјеси – Никшић 3,71%, ДКП Подгорица 5,93%) до учешћа преко 50% у више предузећа (нпр. у Улцињу: „Албатрос” 52,21%, Солана „Бајо Секулић” 53,74%, у Подгорици: „13. јул” – Стакленици 51,94%).

Укупно 436.860 пунољетних грађана добило је по 5.000 ваучер-поена или укупно 2.194.400,000, а на аукцијама је учествовало 394.461 грађана, од којих њих 126.905 са својих 634.523 ваучер-поена или 32,4% замијенило је за акције предузећа и тиме постали акционари тих предузећа. Остали су своје ваучер-поене пренијели на приватизационе фондове, тако да од укупно 1.955.564 ваучер-поена употребљених на аукцији, 1.321.041 или 67,6% уложено је у 6 приватизационих фондова (Атлас-монт, Тренд, Еурофонд, Монета, МИГ, ХЛТ фонд).

*

Приватизација у Црној Гори спроведена је углавном путем три метода: подјелом акција запосленим, продаје (акција и имовине) инвеститорима (страним и домаћим), и бесплатном подјелом ваучера. И новонастала власничка структура и корпоративно управљање је резултат (одраз приватизације, не као чисто економског процеса, већ смањења) укидања државног власништва у веома исполитизованом поступку – коришћењем метода (и ваучерске приватизације) у одсуству других могућности, да се на најбржи начин преведе имовина државе у приватне руке, уз низ питања и проблема, везаних за спровођење масовне приватизације прије реприватизације, као што су корпоративно управљање, „некомпетитивно” тржиште капитала, институције и регулативна тијела „у настајању”, уз непотпуну и недовољно конзистентну регулативу о приватизационим фондовима, њихову трансформацију у акционарска друштва, остваривање улоге фондове и пост-приватизационо финансирање и сл.

И са становишта корпоративног управљања (на неки сагледив рок), није јасно шта се добило. Екстремна дисперзија, посебно у друштвима са већинским власништвом грађана и запослених, ство-

рила је проблеме представљања у органима друштва, да не говоримо о контроли самог менаџмента. Ови акционари су, по правилу, без мотивације и интереса, пасивни у вршењу својих права, а менаџмент није на њиховој страни. У одсуству контроле над менаџментом, потпуне неизвјесности преструктурирања, евидентне су тенденције тзв. стрипинга – присвајања имовине од менаџера, чак и у економски добростојећим фирмама (као и у другим земљама у транзицији).

Тржиште капитала у ембрионом положају не служи озбиљнијој релокацији власништва, нити омогућава обезбјеђење финансијских средстава под повољним условима.

Транспарентност и приступ информацијама (као један од кључних услова за реализацију принципа корпоративног управљања и битна чињеница за опредјељење инвеститора за улагање) крајње је рестриктиван. Разлог за то је одсуство мотивације да се дају подаци, као и страх да се подаци могу користити супротно интересима предузећа.

Приватизациони фондови поступају радије као стратешки, а не институционални инвеститори, са препознатљивом политиком да се трансформишу у холдинг компаније. А држава заборавља да је само један од акционара (било већински или мањински), и било да се то очекује од ње или не, понаша се као власт.