

**Марко ШЋЕПАНОВИЋ**  
Дирекција за правне и опште послове Јавног предузећа  
„Електропривреда Србије“

## **ПОЗИТИВНИ И НЕГАТИВНИ ЕФЕКТИ ИЗЛАСКА ЈП ЕПС НА БЕРЗУ**

### **Резиме**

*Јавно предузеће „Електропривреда Србије“ има законом усђановљену обавезу да ѓромени ѓравну форму у акционарско друшћиво и да своје акције ѓодели зајосленима, бившим зајосленима и ѓрађанима који исцјуњавају одређене услове. На ѓај начин сћичу се услови да се акције ѓої, ѓада већ акционарскої друшћива, нађу на берзи. Имајући у виду акцћуелност корпоратћивизације ЈП ЕПС, ѓостћавља се ѓићтање шћа неко друшћиво добија, а шћа ѓуби изласком на берзу, односно који су ѓо ѓозитћивни, а који нећатћивни ефекћи лисћирања акција на берзи. У раду се размаћрају разлози и указује се на недвосмислену ѓоћребу да ЕПС изађе на берзу, не само ради сојсћивеної, већ и ради ѓокрећтања ѓривреде Рејублике Србије у целини. Нећатћивни ефекћи изласка, којих свакако има, вишесћруко су маћи од ѓозитћивних ефекаћа. У ѓом смислу, ѓоћребно је шћо ѓре сћворитћи амбијентћ да се омоћући да ѓрћовина акцијама будућеї ЕПС а.д. ѓочне шћо ѓре.*

**Кључне речи:** ЈП ЕПС, Електропривреда Србије, акције, берза, коћација.

## I Уводна разматрања

### 1. Транзиција и привреда у Републици Србији

Процес општег друштвеног и економског преображаја који је крајем осамдесетих година прошлог века започео у некадашњим социјалистичким земљама, познат под називом транзиција, подразумева читав низ промена које су посебно видљиве у организацији и функционисању економских система ових земаља. У питању је заокрет од централистичког система ка тржишној економији. Овакав заокрет почива на основним принципима тржишног механизма и успостављању свих тржишних сегмената: робе, капитала, новца и рада. У нашим условима, развој робног тржишта, који је прекинут после Другог светског рата, поново је покренут у годинама када је спровођена реформа економског система некадашње Југославије (крајем шездесетих година). Међутим, пре свега због идеолошких разлога, до реформе осталих сегмената тржишта није дошло. Услед тога, тржиште није могло ефикасно да функционише, нити су у пуној мери долазиле до изражаја његове основне функције: селективна, алокативна и дистрибутивна. Тако се стварао економски систем чија је основна одредница била нерационалност. Упоредо са јачањем свести о неопходности рационалног и ефикасног економског система, јављала се и потреба да се поново афирмишу финансијска тржишта која обезбеђују несметано кретање новца и капитала у складу са принципима понуде и тражње и слободно одређивање цене (камате) за употребу ових ресурса. Обновљање берзе чији је рад прекинут у годинама после Другог светског рата, био је један од најважнијих корака у потпуној трансформацији финансијског сектора. Упоредо са тим, као битан предуслов оживљавања тржишта капитала, поново је покренуто акционарство, као последица започете приватизације државне и друштвене својине.<sup>1</sup>

### 2. Јавна предузећа

Најзвучнији манифест регулисаног тржишта у нашој земљи у периоду од 1945. до 1991. године, али и после тога, иако је макар начелно и у нашој земљи владала слободна тржишна утакмица осим у неким делатностима где су цене по природи ствари морале да буду регулисане, јесу јавна предузећа. Јавна предузећа имају задатак да обезбеде производе и услуге којима се обезбеђује задовољавање потреба најширег слоја становништва. Постоје тешкоће у покушају да се прецизно дефинише појам јавних предузећа због чињенице да она на различите на-

1 В. Дугалић, М. Штимац, *Основе берзанској йословања*, Београд, 2005, стр. 13.

чине функционишу у различитим облицима и гранама, као и у различитим земљама, односно правним системима. Ове разлике међу јавним предузећима се испољавају у делатностима које обављају, положају и обавезама које имају, законодавној регулативи, економској ефикасности и томе сл.

Имајући у виду ове разлике, јавно предузеће се може дефинисати као предузеће чије се оснивање и функционисање може довести у везу са јавним (општим) интересом и у коме различити нивои јавне власти (држава, јединица територијалне аутономије или јединица локалне самоуправе) у потпуности или делимично обављају улогу предузетника.

Јавна предузећа имају за предмет свог пословања производе и услуге који се сматрају есенцијалним за подмиривање индивидуалних и друштвених потреба. Такве делатности којима се баве јавна предузећа, у правној теорији али и у највећем броју националних законодавстава Европе (укључујући и наше), називају се делатностима од општег интереса, услугама од општег интереса, јавног интереса, услугама од општег економског интереса и томе сл.

Карактеристика јавних предузећа огледа се у томе да, по правилу, располажу великим обимом основних средстава и да је за њихово оснивање и пословање потребно обезбедити знатне иницијалне инвестиције. Ова предузећа имају обавезу остваривања општег интереса, а услови и начин на који се штити остваривања општег (јавног) интереса је контролисан посебним механизмима од стране државе и посебних регулаторних тела. Јавна предузећа најчешће имају тржишни или природни монопол над обављањем одређених делатности. Такође, за њих се може рећи да могу бити јако инертна, споро се доносе одлуке и врше прилагођавања тренутној ситуацији на тржишту, па је и пословање јавних предузећа често неефикасно. Одлуке јавног предузећа о инвестицијама, ценама и зарадама запослених имају значајан утицај на функционисање националне економије, јер је државна регулатива у том погледу ретко када добро дефинисана и недовољно се добро спроводи.<sup>2</sup>

### 3. Однос државе према јавним предузећима

Увидевши све добре и лоше стране постојања јавних предузећа у привредном систему Републике Србије (односно тадашњих савезних држава Савезне Републике Југославије и Државне заједнице Србија и Црна Гора), деведесете године прошлог и прве деценије овог века обе-

2 Аца Марковић, *Холстички концепт менаџмента јавног предузећа*, Београд, 2000, стр. 82–84.

лежава тренд приватизације. Држава се постепено повлачи из привредне функције, будући да у својству привредника, с обзиром на њене бројне друге функције, не може да буде конкурентна са приватним предузетником.<sup>3</sup> Ово се не односи само на комерцијални сектор привреде, већ све више и на сектор обављања делатности од општег интереса, односно јавни сектор. Држава све више за себе резервише право да прописује правила тржишне игре за учеснике на тржишту и да обезбеди строгу контролу њихове примене. За државу је много важније да има добре пореске обвезнике него да има привредне субјекте у својини (нарочито оне субјекте који послују са губицима). У мери у којој остаје у привредној функцији, држава је све више принуђена да због буџетских дефицита и неефикасности јавног сектора, напушта позицију искључивог власника у делатностима јавног сектора, како на националном нивоу, тако и на нивоу територијалних јединица. Ако из одређених разлога држава мора да остане једини сопственик неких предузећа која обављају делатност јавног сектора (нпр. из разлога неатрактивности програма приватизације, опредељење за политику налажења стратешких инвеститора, национални интерес итд.), онда је она у обавези да обезбеди њихову равноправност на тржишту и транспарентност финансијског пословања.<sup>4</sup>

Ипак, упркос напред наведеним аргументима, не може се *a priori* извући закључак како је држава неспособна да буде добар привредник. Оно што код нас представља проблем јесте чињеница да се врло често на одговорна места у јавним предузећима не постављају професионалци, већ лица која су политички подобна, раширена је корупција, неефикасност се не санкционише на примерени начин, а упркос свему већина

3 Осим приватизације друштвеног капитала ради преласка на тржишни облик привређивања, кроз историју су познати примери приватизације као мере државне политике у епохама кад објективно није постојала свест о значају економског раста и идеји друштвеног развоја (античка Спарта, период око 400. године п.н.е.), приватизацијом у Немачкој у периоду 1933-1937. године примарна идеја је била промоција приватне својине и интереса приватног предузетничког сектора који је подржавао нацистички режим (иначе, тај период у Европи је био обележен масовним национализацијама), у Латинској Америци је прва обимнија приватизација отпочела у Чилеу након убиства демократски изабраног комунистичког политичара Салвадора Аљендеа и увођења војне диктатуре 1973. године, док је почетком осамдесетих година XX века, са успоном десничарских политичких партија и њиховим доласком на власт у готово свим западноевропским земљама, започео савремени процес приватизације државног капитала у Европи, која је била најобимнија у Великој Британији. Више о историјским облицима приватизације: Марија Обрадовић, „Историјски облици приватизације у Европи“, 2012, доступно на адреси: <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/istorijski-oblici-privatizacije-u-evropi.html>.

4 Мирко Васиљевић, *Компанијско право*, Београд, 2010, стр. 499.

јавних предузећа и даље ради услед приличних дотација од стране државе. Без професионализације управе нема ни озбиљне реформе!

## II Промена правне форме Јавног предузећа „Електропривреда Србије“

### 1. Полазне основе за промену правне форме у акционарско друштво

Законом о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације<sup>5</sup> (у даљем тексту: Закон о праву на бесплатне акције) одређено је да Јавно предузеће „Електропривреда Србије“<sup>6</sup> треба да промени правну форму и искаже свој основни капитал у акцијама одређене номиналне вредности на основу кориговане књиговодствене вредности капитала.<sup>7</sup> Након промене правне форме у акционарско друштво, што би било урађено по одредбама Закона о привредним друштвима,<sup>8</sup> као основног закона који регулише ову материју, али и уз уважавање осталих релевантних прописа, као и након поделе акција грађанима, запосленима и бившим запосленима, стекли би се услови да ЈП ЕПС своје акције листира на Београдској берзи, као јединој ефектној берзи у Републици Србији. Поставља се питање оправданости да се акције ЈП ЕПС нађу на берзи, треба размотрити постоји ли потреба за трговањем акцијама ЈП ЕПС путем берзе – речју, треба установити које су то лоше, а које добре стране листирања акција на берзи.

Наиме, ЈП ЕПС је још у току 2007. године започело са активностима за сагледавање услова за корпоративизацију ЈП ЕПС. Као први документ који је израђен са тим циљем, Управни одбор ЈП ЕПС је усвојио на 17. седници од 30. октобра 2007. године материјал „Предлог концепта корпоративизације ЕПС“, који је одмах након усвајања достављен тадашњем Министарству рударства и енергетике. С обзиром да је коначна одлука о корпоративизацији у делокругу Владе Републике Србије, као оснивача ЈП ЕПС, још током јуна и августа 2009. године (а и касније)

5 Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације, *Службени гласник РС*, бр. 123/07 и 30/10.

6 У даљем тексту: ЈП ЕПС; у раду ће бити коришћен тренутни назив ЈП ЕПС, без обзира што ће након промене правне форме ЈП ЕПС постати ЕПС а.д.

7 По Закону о изменама и допунама Закона о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације (*Службени гласник РС*, бр. 30/10), рок за спровођење наведене активности је био 31. децембар 2010. године.

8 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 36/11 и 99/11).

је ЈП ЕПС Влади и ресорном министарству достављало образложене предлоге да се овим активностима да приоритетан значај.

## 2. ЈП ЕПС као затворено или отворено акционарско друштво?

ЈП ЕПС је у циљу подстицања потребног инвестиционог развоја и обезбеђивања потребних средстава још 2007. године иницирало промену правне форме у акционарско друштво, при чему се, полазећи од анализе тадашњих правних и економских услова у којима послује ЈП ЕПС, тренутне ситуације на тржишту и циља који се жели постићи променом правне форме, дошло се до закључка да би најпре требало променити правну форму у затворено акционарско друштво.<sup>9</sup> Сасвим је извесно да је прихватљивија поступност ових корака у случају једног система попут ЈП ЕПС, те се чини да се препоручљивим чини избор правне форме затвореног акционарског друштва у првој фази. Између осталих разлога, оправдање би се могло наћи и у флексибилности корпоративне структуре, стриктности норми финансијског тржишта и обавеза транспарентности пословања, које би било згодно избећи макар за прво време.

Касније, када се за то стекну услови, затворено акционарско друштво би због изласка на организовано финансијско тржиште и делимичне приватизације постало отворено акционарско друштво. То је везано најпре за промену цене електричне енергије. Тек у тим условима могуће је открити фер вредност акција ЈП ЕПС.

Ипак, након што је Законом о привредним друштвима из 2011. године затворено акционарско друштво престало да постоји као могући облик правне форме привредног друштва, питање промене правне форме ЈП ЕПС у затворено или отворено акционарско друштво се уопште више не поставља.

## 3. Предности и мане „отварања“ акционарског друштва

Друштву које је у некој затвореној форми организације, на располагању стоје два потенцијална извора додатног капитала и то су: имовина власника друштва и реинвестирана добит. Ако се друштво доминантно финансира задуживањем, појављује се скуп проблема чији је

9 Законом о привредним друштвима из 2004. године (*Службени гласник РС*, бр. 125/04) било је предвиђено постојање затвореног акционарског друштва, као друштва које не може јавном понудом или на било који други начин издавати акције на тржишту хартија од вредности, није под посебним надзором Комисије за хартије од вредности, нема обавезу обавештавања јавности, може имати највише 100 акционара итд.

узрочник презадуженост. У условима брзог раста затвореног друштва оптимизација финансијске структуре (односа дуга и сопственог капитала) није могућа јер су ограничени извори увећања сопственог капитала.

Отворена форма акционарског друштва има низ предности, али и ризика са којима се сусреће у свом пословању. У општем случају, одлука о отварању неког друштва доноси се под притиском оскудице капитала. Наиме, сви економски субјекти се у једном тренутку своје еволуције суочавају са проблемом недостатка капитала. Могућа решења овог проблема су генерисање сопствене акумулације (самофинансирање) или коришћење средстава других економских субјеката (екстерни извори). У првом случају, друштво се финансира улагањем нераспоређене добити или из средстава амортизације. У другом случају, друштво ће се наћи на тржишту капитала, емитоваће дужничке или власничке вредноснице и пласирати их инвеститорима. Економски смисао емисије вредносница исцрпљује се путем четири радње издаваоца (у овом случају: ЈП ЕПС), а то су позајмљивање капитала, његово улагање, обртање и враћање зајмодавцима. Емисија вредносница је радња позајмљивања капитала, с тим што се он не позајмљује од нпр. једне банке, већ од масе улагача на тржишту вредносница, а касније се позајмљени капитал враћа и приход се дели путем исплате дивиденди издаваочевим акционарима или као исплата главнице и камате имаоцима његових обвезница.<sup>10</sup>

Отварањем друштва се фактички отварају и нови приступи екстерним изворима капитала. Тиме је друштву омогућен раст, али уз задржавање оптималне финансијске структуре. Такође, таквом друштву се повећава и потенцијал позајмљивања средстава (због транспарентности пословања повећава се поверење банкарског сектора према таквом друштву што свакако олакшава задуживање на отвореном финансијском тржишту; успешније може емитовати финансијске инструменте на домаћем и иностраном тржишту капитала). Власници отвореног друштва могу да присвајају позитивне ефекте раста друштва јер раст друштва за собом повлачи и раст вредности акција, те ће на тај начин акционари бити награђени за преузимање ризика отварања.

### III Котирање акција ЈП ЕПС на берзи

#### 1. Позитивни ефекти изласка на берзу

Изласком на берзу, долази до преноса финансијских средстава од оних који имају та средства (економисти би рекли – припадник суфици-

<sup>10</sup> Јовановић Небојша, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 456.

тарног сектора, односно лице које има на располагању вишак средстава) на оне који та средства немају (припадник дефицитарног сектора – најчешће су то привредни субјекти и сама држава), на тај начин долази до мноштва финансијских трансакција, које све скупа чине финансијско тржиште. Без развијеног финансијског тржишта, не могу се пренети финансијска средства од оних који имају штедњу, а немају пословних могућности, ка онима који имају пословну могућност и добру пословну идеју, а немају средства којима би те идеје реализовали. Тиме долази до „заглављивања“ новца. У примеру ЈП ЕПС, то значи да би без изласка на берзу била смањена могућност финансирања развојних пројеката путем емисије акција, односно путем привлачења свежег капитала.<sup>11</sup> Није ли то онај пренос финансијских средстава са суфицитарног на дефицитарни сектор о коме смо малочас причали?

Притом, постоји неко уопштено веровање неуких инвеститора да уколико неко друштво не исплаћује дивиденде својим акционарима, то друштво не послује добро и треба избегавати његове акције. Али то није нужно правило! Наиме, може се врло лако десити да друштво заиста не исплаћује дивиденде, али да је то последица тога што друштво своју добит не дели акционарима, већ је реинвестира и тиме оснажује своје пословање.

Осим могућности прикупљања капитала емисијом акција, а самим тим и већом могућношћу развоја компаније, још једна од предности листирања акција на берзи јесте њен имиџ. Компанија која своје вредноснице котира на берзи свакако оставља утисак озбиљне и сређене компаније, позиционирајући себе у очима потенцијалних инвеститора као компаније која је спремна да пружи максималне резултате уз правовремено информисање о свим битним догађајима који могу утицати на тржишно кретање цене. Берзанским прописима установљен је механизам којим се проверава подобност неке акције да буде на листингу берзе. У Републици Србији је тржиште капитала организовано тако да је најквалитетније тржиште регулисано тржиште, које организује берза, које је сачињено од сегмента који је листинг и сегмента који није листинг. Даље, сегмент регулисаног тржишта који јесте листинг, има два сегмента и то: *Prime Listing* и *Standard Listing*. С обзиром на строгост услова који су постављени за пријем на *Prime Listing*, можемо констатовати да се инвеститори могу осећати заштићено приликом куповине ових акција. Иако је наше тржиште капитала плитко и неразвијено, постојање акција на листингу гарантује поштовање обавеза које друштво има самим тим што су акције листиране на њему, али то не значи нужно и да је то улагање од стране инвеститора које ће му донети зараду

11 Д. Б. Шошкић, Б. Р. Живковић, *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2006, стр. 3-9.



(нарочито не брзу), било кроз дивиденду, било кроз каснију препродају неких акција.

Укратко ће бити изложено који су услови да се нека акција нађе на берзанском тржишту. Можемо услове који се постављају поделити у две групе. Прву групу услова чине услови који се односе на издаваоца предметних вредносница, а у другу групу спадају услови који се односе на саме вредноснице и они су, што се Београдске берзе тиче, прописани Правилником о листингу Београдске берзе а.д. Београд.<sup>12</sup> Услови које издавалац вредносница треба да испуни уобичајено се свде на три услова:

- издавалац треба да законито постоји (подразумева се да је основан и да послује у складу са прописима, а доказује се изводом из Регистра привредних субјеката),<sup>13</sup>
- издавалац треба да послује најмање одређени број година (три године),<sup>14</sup> и
- капитализација друштва треба да је на одређеном нивоу (за пријем на *Prime Listing* Београдске берзе минимални износ капитала издаваоца треба да је 20 милиона евра).<sup>15</sup>

Законом о тржишту капитала<sup>16</sup> је прописана и обавеза да издавалац мора да има објављене или усвојене годишње финансијске извештаје за три пословне године које претходе подношењу захтева за укључење на листинг регулисаног тржишта, а Правилник о листингу је овај услов за пријем на *Prime Listing* додатно разрадио.<sup>17</sup> Дакле, не постоји могућност пријема акција оног издаваоца који је у последњој години пре подношења захтева за пријем у котацију исказао губитак. На крају, потребно је и да друштво има интернет страну на српском и енглеском језику.

Поменули смо и другу групу услова, а то су услови који се односе на саму акцију чији се пријем захтева:

- акције треба да су издате у складу са прописима (Правилник о листингу налаже да вредносница која је предмет захтева за листинг мора имати сва формална обележја и испуњавати све остале услове који су прописани законским и подзаконским ак-

12 Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, 04/2 бр. 3163–1/12, у примени од 7. маја 2012. године (у даљем тексту: Правилник о листингу).

13 Члан 18 Правилника о листингу.

14 Члан 6 Правилника о листингу.

15 Члан 9 Правилника о листингу.

16 Закон о тржишту капитала (*Службени гласник РС*, бр. 31/11), чл. 121.

17 Члан 6 Правилника о листингу.

тима Комисије за хартије од вредности, којима се уређују поступак издавања и трговина вредносницама на регулисаном тржишту);<sup>18</sup>

- морају бити слободно преносиве (вредноснице, према одредбама Закона о тржишту капитала, јесу слободно преносиве);<sup>19</sup>
- морају да су у довољној мери распршене међу ситним улагачима, како би се омогућио довољно велики обим промета – Правилник о листингу је за пријем на *Prime Listing* утврдио као алтернативни услов:
  - да се најмање 25% емитованих акција налази у слободном промету (*free float*), притом у тих 25% не рачунајући:
    - акције лица која појединачно поседују више од 5% укупно издатих акција издаваоца,
    - не рачунајући акције у власништву инвестиционих и пензионих фондова, друге акције на кастоди рачунима, акције друштава за управљање фондовима, осигуравајућих друштава, инвестиционих друштава и других инвестиционих компанија са краткорочним инвестиционим стратегијама,
    - акције које поседују међународне и стране организације и институције за развој,
    - акције које поседује Република Србија, укључујући и акције које поседују органи, организације и установе основане посебним законима од стране Републике Србије (агенције, фондови и томе сл.), или
  - да се у слободном промету налазе акције минималног износа капитала 10 милиона евра које су у власништву најмање 500 акционара);<sup>20</sup>
- улагачи морају бити ваљано обавештени о акцијама тако да могу да донесу одлуку о трговини (овај услов испуњава се проспектом – у питању је исправа која мора да садржи све информације које, с обзиром на посебне карактеристике издаваоца и вредноснице које се укључују у берзанску трговину, омогућују инвеститорима да изврше објективну процену имовине и обавеза, финансијског стања, пословних добитака и губитака, потенцијалних пословних резултата издаваоца и гаранта уколико постоји, као и права из тих вредносница. Информације

18 Члан 3 Правилника о листингу.

19 Члан 6 Закона о тржишту капитала.

20 Члан 10 Правилника о листингу.

- у проспекту морају бити тачне, потпуне, проспект мора бити прегледан и разумљив, а информације у њему морају бити приказане на начин који омогућује њихову једноставну анализу);
- захтев за пријем у котацију се мора односити на све акције које је издавалац емитовао.<sup>21</sup>

Ипак, кроз историју постоје и примери где су органи берзе спровели детаљну проверу акција и издаваоца тих акција, па се на крају испоставило да су у питању непостојећи правни субјекти, а у тим случајевима наносена је штета купцима њихових акција. Као пример се у литератури наводи случај када су на Бечкој берзи биле котиране акције неких руских компанија из области нафтне, гасне и рударске индустрије. Иако су органи берзе заиста спровели проверу према тадашњим прописима, на крају се испоставило да су у питању фантомске компаније и причињена је велика штета инвеститорима који су свој новац уложили у те вредноснице.<sup>22</sup> Нажалост, сличан пример се недавно десио и на Београдској берзи, када су 22. августа 2008. године на тадашњи најквалитетнији сегмент тржишта, Листинг А, примљене акције издаваоца Металс банке из Новог Сада, да би већ 28. октобра исте године биле искључене са Листинга А и биле укључене на ванберзанско тржиште, а све због нетачног обавештавања јавности (објављени подаци нису одговарали чињеничном стању), због којих је Народна банка Србије предузела према Металс банци превентивне и корективне мере, између осталог, увела је и принудну управу у банку, што је на крају резултирало искључењем са листинга у року од само два месеца колико су акције тог издаваоца биле на њему.<sup>23</sup>

Основни ризици отварања друштва потичу од његове изложености инвестиционој јавности. Наиме, сам процес отварања, па затим котирање акција на берзанском тржишту подразумева обавезу објављивања свих релевантних информација о пословању предметног друштва, његовим перспективама, структури капитала, структури управљања, технологијама којима располаже и томе сл.

У времену у коме живимо и послујемо, информација је нешто највредније. У том смислу, желећи да спречи настанак проблема тзв. информационе асиметрије, друштвима чије су акције на берзи законом се намеће обавеза да објављују и да чине јавно доступним информације које се тичу њиховог пословања. Тако се решава проблем информационе асиметрије на тржишту капитала, односно да једна од страна у

21 Члан 3 Правилника о листингу.

22 Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 94, фн. 141.

23 Решење Комисије за листинг и котацију, 04/4 број 3258/08 од 28. октобра 2008. године.

трансакцији (најчешће инвеститор) нема довољно информација о предмету трансакције или не зна довољно о другој уговорној страни, да би могла да донесе рационалну одлуку. Главне последице неравнотеже у количини расположивих информација јесу увећање неизвесности, односно ризика трансакција и повећање трансакционих трошкова. Ово изазива серију последица од којих је најочљивија погрешан избор.<sup>24</sup>

А обавеза објављивања одређених информација је установљена одредбама Правилника о листингу. Наиме, друштво чије су акције котиране на *Prime Listing*, има обавезу да извештава јавност благовремено и о свим битним догађајима, наведимо објављивање кварталних извештаја, обавештавање о промени околности које могу битније утицати на пословање издаваоца и на цену његових акција, а није реч о општепознатим околностима (нпр. престанак или промена претежне делатности издаваоца, статусне промене, промена инвестиционе политике, информације о новим кредитним задужењима издаваоца, одлука о стицању сопствених акција итд.), извештаје са седница на којима се одлучује о финансијским извештајима, исплатама дивиденди, промени основног капитала и томе сл., као и друге информације према обавези из уговора о котацији или по захтеву берзе.<sup>25</sup>

## 2. Негативни ефекти изласка на тржиште капитала

Иако делује да је објављивање великог броја информација претерано, на тржишту капитала какво је српско и где постоји маса неуких улагача, опрезност законодавца није непотребна. Проценити у коју вредносницу уложити новац није нимало лак посао. Зато све ове информације служе томе да потенцијални инвеститор донесе рационалну одлуку акцију ког друштва треба да купи. Са становишта друштва, објављивање свега што прописи налажу неповољно је јер се на тај начин осим инвеститорима, уплив у пословање и планове друштва могу да имају и конкуренти тог друштва, долази до велике отворености компаније.

Ова тзв. информациона отвореност се у свим модерним корпорацијама перципира као ризик. Јавно трговање акцијама подразумева откривање информација, а у неким случајевима се јавља и проблем неконтролисаног одлива и дистрибуције истих. Из тог разлога постоји перманентан отпор корпорација да објављују релевантне информације, не само када је то захтев тржишта, већ и када је то установљена формалноправна обавеза.

24 Више о информационој асиметрији и начинима њеног решавања: Д. Б. Шошкић, Б. Р. Живковић, *нав. дело*, стр. 326-332.

25 Члан 33 Правилника о листингу.

Од тренутка када друштво постане отворено, његово пословање је константно изложено јавности и притиску инвеститора за побољшање пословних перформанси. Због притиска инвеститора је знатно сужен маневарски простор менаџмента друштва приликом доношења било какве одлуке о инвестирању која подразумева и постојање ризика (да ли уопште постоји инвестиција без макар и минималног ризика?!).

Осим наведених, рекли бисмо „финијих“ негативних ефеката листирања акција, ту су и они који су видљиви и обичном лаику, а реч је о финансијским средствима која се троше на обавезе које изискује боравак на берзи. У случају котирања својих акција, ЈП ЕПС би морало да у једном тренутку оформи посебну организациону целину у чијем би делокругу рада била корпоративна питања, однос са органима берзе, испуњавање обавеза у вези са објављивањем информација које налажу прописи итд. Нпр. замислимо само колики је посао и колико се ресурса троши приликом прављења кварталног извештаја за један овакав систем! Осим тога, ту су још и (не баш ниски) новчани износи који се плаћају берзи за услугу пријема акција у берзанску трговину, као и за организовање те трговине (одржавање вредносница у котацији). Према Правилнику о тарифи Београдске берзе а.д. Београд,<sup>26</sup> једнократна накнада за пријем на *Prime Listing* за акције износи 0,03% на тржишну вредност емисије, али не мање од 240.000 и не више од 800.000 динара. За организовање трговања вредносница на листингу регулисаног тржишта издавалац плаћа провизију на тржишну вредност емисије, годишња накнада за *Prime Listing* за акције износи 0,02% од тржишне вредности емисије, али не мање од 240.000 и не више од 620.000 динара. Дакле, издавалац који хоће да поднесе захтев за пријем својих акција на берзанско тржиште, мора и ове трошкове свакако да узме у обзир.

Формирање цене (иако је уобичајено да се говори о *цени*, исправније је рећи *курс*<sup>27</sup> акција) акција неће зависити само од цене струје и квалитета менаџмента. Цене акција неће вероватно бити очекиване, у смислу да ће бити, судећи према резултатима процене имовине Електропривреде Србије из 2011. године, потцењене. Наиме, предметном проценом имовина ЈП ЕПС је процењена на близу 12 милијарди евра, али је врло дискутабилно да ли је то и реална вредност. Оставимо ли по страни бројне теорије о томе како се формира цена акције, које су претпоставке за њено формирање, методе које се користе код

26 Правилник о тарифи Београдске берзе а.д. Београд, 04/2 број 3165-1/12, у примени од 7. маја 2012. године (у даљем тексту: Правилник о тарифи).

27 „Цена је новчана сума коју купац плаћа продавцу за укупну количину предмета у једном берзанском послу, док је курс његова јединична цена“, Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 300.

квантификовања могућих фактора од којих цене зависе и томе сл.,<sup>28</sup> личким језиком би се могло рећи да било која акција вреди не онолико колика је њена номинална или рачуноводствена вредност, него онолико колико је инвеститор спреман да је плати. Цена акције ће бити већа уколико компанија има позитиван раст, посвећује пажњу друштвено одговорном пословању, ако има одговоран менаџмент, транспарентно деловање итд. Као пример компаније која се налази на Београдској берзи чија се књиговодствена и тржишна вредност не подударујемо да узмемо „Симпо“ а.д. из Враћа – књиговодствена вредност нето имовине (капитала) на дан 31. децембар 2012. године износи мало више од 6 милијарди динара, а укупна тржишна капитализација на берзи износи тек око 159 милиона динара!<sup>29</sup>

Актуелна улога ЈП ЕПС у нашој земљи (а то је изражена социјална функција) и пословање по нетржишним принципима, знатно ослабљују положај на берзи и обарају цену акција. Ипак, тако је са становишта продавца. Са становишта купца, а то су инвеститори, ово је изузетно повољно јер ће они бити у прилици да купе акције ЈП ЕПС по знатно нижој цени од оне која ће у будућности бити реална, те ће на тај начин бити у могућности да спроведу неопходне реформе унутар система и издејствују скок цене акција. Не заборавимо да ће у Републици Србији, сагласно одредбама Закона о енергетици<sup>30</sup> од 1. јануара 2015. године домаћинства слободно на тржишту бирати од кога ће куповати електричну енергију, у условима тржишне утакмице, регулисане цене и борба са конкуренцијом неће бити компатибилни. У том смислу, за очекивати је да перформансе ЈП ЕПС у целини буду побољшане, па ће то следствено довести и до скока цене акција ЈП ЕПС. Уосталом, имамо свеж пример како неко друштво може за не много дугачко време да више него удвостручи вредност својих акција: НИС се на тржишту појавио у јеку кризе али је након успешно спроведене корпоративизације и након низа правовремених пословних потеза вредност акције од септембра 2010. када је била на минимуму (424 динара) достигла у априлу 2013. свој максимум (1.020 динара).

Битан елемент поверења инвеститора у неку компанију, а самим тим и долази до повећања тражње за акцијама те компаније, јесте степен корпоративне културе. Од великог је значаја да на примерени начин буде дефинисан однос између управе и акционарског друштва, у ком управа преузима обавезу управљања друштвом путем доношења пословних од-

28 Више о формирању цене акција: В. Дугалић, М. Штимац, *нав. дело*, стр. 199–219.

29 Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs).

30 Закон о енергетици (*Службени гласник РС*, бр. 31/11, 80/11, 93/12 и 124/12), чл. 140.

лука у складу са стандардом доброг привредника у најбољем интересу друштва, поступајући притом по одлукама скупштине друштва и уз њен надзор и надзор независних тела и лица, а где се друштво обавезује да управи за то исплати одговарајућу накнаду. У суштини, ради се о томе на којим основама ће бити постављено решавање тзв. три агенцијска проблема у акционарским друштвима који су везани за корпоративно управљање: однос између акционара и управе; однос већинског и мањинских акционара; узајамни однос друштва, акционара и трећих лица (локална заједница, држава и томе сл).<sup>31</sup> Сасвим је разумљиво да ће више вредети акције оног друштва које у потпуности испуњава своје обавезе према акционарима, које послује транспарентно и које има одговоран и стручан менаџмент. Признајмо, јесте тешко очекивати да нека компанија уведе принципе корпоративног управљања сама од себе, ту свакако мора да постоји неки коректив од стране власника, а то ће дакле бити могуће само изменом тренутне власничке структуре.

#### IV Закључак

Размотрена је тренутна и будућа позиција ЈП ЕПС. Променом правне форме формалноправно би било могуће да ЈП ЕПС изађе на берзу и да на тај начин омогући да се акцијама тог друштва тргује. Кроз овај рад приказане су како предности изласка на берзу, тако и негативни ефекти који се могу јавити. Дефинитивно стоји то да у земљама са развијеним финансијским тржиштима компаније теже ка томе да котирају своје акције на берзи јер је несумњиво да то само може да иде у корист компанијама са озбиљним намерама на тржишту. Великим друштвима у области енергетике свакако иде у прилог да изађу на тржиште – осим поменутог НИС код нас, можемо за пример да узмемо и чешки „CEZ Group“ чије се акције котирају на Прашкој и Варшавској берзи а који је од 2005. године забележио велику интернационалну експанзију (куповина три оператора дистрибутивног система у Бугарској, куповина највећег оператора дистрибутивног система у Румунији, куповина две термоелектране у Пољској и једне у Бугарској, стратешко партнерство са МОЛ-ом из Мађарске, учешће у изградњи највећег ветропарка у Европи на територији Румуније итд). Наравно, дешава се да сами услови листирања нису подједнако добри на свакој берзи понаособ, али ЈП ЕПС неће имати тај проблем да изабере, зато што је у Републици Србији једина ефектна берза Београдска берза. Нпр. у Сједињеним Америчким Државама је доношењем Сарбејнс-Окслијевог закона (*The Sarbanes-*

31 О начинима превазилажења агенцијских проблема: М. Васиљевић, *Корпоративно управљање – њравни аспекти*, Београд, 2007, стр. 19–23.

*Oxley Act*, 2002. година) дошло до знатног смањења листирања вредносница иностраних издаваоца на берзама, јер су његовим ступањем на снагу повећани трошкови, а смањене користи које би страни издавалац имао ако би се нашао на листинзима берзи на тлу САД. Интересантно је да је истовремено дошло и до повећања захтева за пријем на листинг Лондонске берзе страних издаваоца, што значи да су страни издаваоци одлучили да листирају своје вредноснице на берзи у земљи која има јако сличну институционалну структуру али са мањим трошковима.<sup>32</sup>

У случају ЈП ЕПС, можемо закључити да би излазак на берзу био веома оправдан. Најпре, на такав начин би се у ситуацији хроничне беспарице створила могућност финансирања стратешких пројеката, а да извор прибављања средстава није нпр. задуживање код пословних банака по тржишним условима, већ емисија акција. Инвеститорима ће ЈП ЕПС бити занимљив и привлачан. Узмемо ли у обзир област енергетике, која је и у свету све битнија, реално се могу очекивати позитивне стопе раста ЈП ЕПС, а самим тим ће и цена акција бити виша. ЈП ЕПС ће тако стати раме уз раме са водећим електроенергетским кућама у Европи и региону. Тренутно, вредност акција ЈП ЕПС би врло вероватно била испод реалне вредности (да не кажемо „очекиване вредности“ с обзиром на положај и величину компаније), за шта првенствено можемо окривити ниску цену електричне енергије, проблеме са наплатом, али исто тако и технолошку и економску (не)ефикасност.

Коначна констатација може бити да ће ЈП ЕПС ускоро променити правну форму, као и да ће се кроз неко време наћи на листингу берзе (засигурно на *Prime Listing*), где ће, ако размотримо трендове у свету који се тичу енергетике, свакако претендовати да постане најтргованија и најперспективнија српска компанија. У том смислу, предност треба свакако дати изласку на берзу и „отварању“ компаније, упркос неким негативним последицама које из тога могу да проистекну.

---

32 Више о последицама усвајања Сарбејнс-Оклијевог закона на листинг вредносница: J. D. Piotroski, S. Srinivasan, *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 11, January, 2008, чланак доступан на: <http://ssrn.com/abstract=956987>.



**Marko ŠĆEPANOVIĆ**

**Department for Legal and General Business of Public Enterprise  
“Electric Power Industry of Serbia”**

## **POSITIVE AND NEGATIVE EFFECTS OF LISTING PE “EPS” ON STOCK EXCHANGE MARKET**

### **Summary**

*Public Enterprise “Electric Power Industry of Serbia” has by law established obligation to change its legal form to a joint-stock company and shares of company have to be distributed to employees, former employees and citizens who meet certain requirements. This is the way that the shares of that, by then a joint-stock company, find themselves on the stock exchange market. Due to current corporatisation of PE “EPS”, it becomes questionable what society is getting and what it can lose by going public, or which are positive and which are the negative effects of listing on the stock exchange market. This paper discusses the reasons why PE “EPS” should list their shares on stock exchange market, not only for their own good, but also for starting the economy of the Republic of Serbia as a whole. Negative effects of the release, which certainly exist, are several times smaller than the positive effects. It is urgent to create an environment to facilitate the beginning of trading of the shares of future EPS joint-stock company as soon as possible.*

**Key words:** PE EPS, Electric Power Industry of Serbia, shares, stock exchange market, listing.