



Centar za liberalno-demokratske studije

Center for Liberal-Democratic Studies

Projekt

KORPORATIVNO U PRAVLJANJE: PET GODINA KASNIJE

nota br. 3

**STANJE ZAKONODAVSTVA I  
PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE**

juli 2008.

## STANJE ZAKONODAVSTVA I PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE

### Postojeće zakonodavstvo

Osnovna zakonska rešenja iz oblasti korporativnog upravljanja su sledeća:

- nadležnosti skupštine su koncipirane šire nego što je uobičajeno: pored standardnih, kao što su izbor upravnog odbora, promena osnivačkog akta, odlučivanje o emisiji akcija i slično, tu su još izbor revizora i usvajanje njegovog finansijskog izveštaja, usvajanje svih finansijskih izveštaja, zarade direktora i članova upravnog odbora i slično; takvim pristupom pokušano je jačanje uloge vlasnika na račun uloge profesionalnih upravljača, mada je neizvesno koliko će to realno uspeti,
- upravni odbor, kao organ koji predstavlja vlasnike, koncipiran je kao suštinski osnovna vlast u preduzeću – on strateški upravlja firmom i bira i smenjuje menadžment, što bi trebalo da mu omogući kontrolu nad menadžmentom; dilema dva odbora (upravni i nadzorni) ili jedan (upravni) rešena je u korist drugog rešenja, što je napredan anglosaksonski princip;
- da bi se pojačala nezavisnost upravnog odbora od menadžmenta i krupnih akcionara, zakon ustanovljava obavezu izbora u upravni odbor kotiranih akcionarskih društava većinu neizvršnih članova<sup>1</sup> i najmanje dva nezavisna člana,<sup>2</sup>
- nadzor nad (finansijskim) poslovanjem menadžmenta, pa i upravnog odbora, koncipirana je kao zajednička dužnost spoljnog revizora i skupštine preduzeća, jer je spoljna revizija obavezna, a revizorski izveštaj se usvaja ili ne usvaja na redovnom godišnjem zasedanju skupštine društva,
- određivanje zarade menadžera je deregulisano, tj. preduzeće može da, kako je uobičajeno u svetu, veže njihove zarade za performanse firme (rast cene akcija, profit itd) i time ih podstakne da rade u njenom interesu,
- menadžment je obavezan odredbama o fiducijarnosti na lojalno postupanje prema firmi, tj. na vredno delovanje u interesu preduzeća, što, ukoliko se ne poštuje, može voditi neprijatnim tužbama i sporovima pred sudovima,
- razvijena je zaštita manjinskih akcionara, što je važno u Srbiji gde u privatizovanim preduzećima postoji izrazita i po male akcionare riskantna dominacija jednog vlasnika; naime:
  - mogućnost kumulativnog glasanja za članove upravnog odbora, što povećava šanse manjinskih akcionara na dobijanje svog predstavnika u upravnom odboru,
  - propisivanje načela 'jedna akcija jedan glas na skupštini', čime se onemogućavaju specijalne beneficije nekih akcionara izraženih natproporcionalnim glasačkim pravima,
  - pravo manjinskih akcionara (najmanje 10% akcija) da sazovu skupštinu društva,

<sup>1</sup> Onih koji nisu članovi izvršnog odbora, tj. menadžmenta.

<sup>2</sup> Ovaj kriterijum je razvodnjen odredbom o cenzusu, po kojoj se nezavisnim članom smatra onaj ko poseduje, zajedno sa povezanim licima, manje od visokih 10% akcija društva.

- specijalan postupak odlučivanja o velikim transakcijama, a odlukom skupštine društva,
- specijalan postupak kod sukoba interesa odgovornih lica (njihov posao sa preduzećem), a kroz isključenje tih lica iz procesa odlučivanja,
- pravo akcionara na prodaju akcija po tržišnoj vrednosti društvu ukoliko je formalno izneo neslaganje sa nekim krupnim odlukama; ovim pravom se manjinskim akcionarima koji su vlasnici slabo likvidnih akcija (preferencijalnih ili ukoliko se uopšte ne kotiraju na berzi) daje mogućnost da izađu iz društva.

Važna mogućnost ograničavanja samovolje menadžera u akcionarskim društvima sa disperziranim vlasništvom, kakvo u Srbiji postoji u manjem broju društava, jeste ukрупnjavanje. Jer, koncentrisano vlasništvo svara mogućnost rešavanja principal-agent problem kroz direktnu kontrolu menadžmenta. Koncentracija može biti trajna ili privremena, potpuna ili delimična, a može se izvesti na više načina:

- kupovinom akcija na berzi, s tim da postoji obaveza da se uputi javna ponuda za preuzimanje prilikom prelaska praga od 25% ukupnog broj akcija firme,<sup>3</sup>
- prikupljanjem zastupničkih glasova na skupštini društva, tj. pravom da se sopstveni glasovi povere nekom drugom i iz toga proisteklom mogućnošću da se sabiranjem glasova malih akcionara dođe do većeg ili velikog skupa glasova,
- preuzimanjem kontrolnog vlasništva nad društvom kroz brzu kupovinu akcija, a uz pomoć javne ponude za preuzimanje; ovo je pogodan način uklanjanja slabog menadžmenta onda kada ni upravni odbor, ni skupština ne rade dobro.<sup>4</sup>

Postojeća regulativa korporativnog upravljanja u Zakonu o provrednimj društvima uglavnom je dobra i ne bi trebalo da bude znatnije menjana. Sa druge strane, u finansijskoj regulativi – kako kod Zakona o hartijama od vrednosti, tako još više kod Zakona o preuzimanju – ima širlišnih slabosti koje daju negativne podsticaje valjanom korporativnom upravljanju.

### **Koncept unapređenja korporativnog upravljanja**

Gotovo da nema sumnje da bi cilj korporativnog upravljanja trebalo da bude maksimizacija dugoročne vrednosti akcija unapređenjem procesa odlučivanja i performansi akcionarskih društava kroz dobro strukturisanje odnosa između investitora, menadžmenta i drugih učesnika (kreditora, mušterija, zaposlenih). To podrazumeva stvaranje takvih pravila i podsticaja koji najbolje služe interesima firme, dok istovremeno respektuju sve obaveze prema ostalim učesnicima.

Pomenuta normalizacija vlasničke i statusne strukture nužna je pretpostavka daljeg unapređenja korporativnog upravljanja u Srbiji. Jer, definitivni prelaz akcija iz ruku zaposlenih u ruke investitora okončaće konflikte između grupe zaposlenih koji su istovremeno i akcionari i kontrolnog vlasnika, odnosno menadžmenta o stvarima koja nemaju neposredne veze sa poslovanjem, nego se odnose na visinu plata, sigurnost

<sup>3</sup> Prema Zakonu o preuzimanju akcionarskih društva.

<sup>4</sup> Preuzimanje firmi regulisano je Zakonom o preuzimanju akcionarskih društva.

radnih mesta i slično, što sve spada u sindikalna pitanja. Zatim, prelazak akcionarskih društava, posebno onih manjih, u status društava sa ograničenom odgovornošću pojednostaviće upravljačku strukturu približavanjem vlasnika operativnom upravljanju i, samim tim, bitno suziti područje problema korporativnog upravljanja.

Po okončanoj normalizaciji, porašće uloga i tržišta kapitala i banaka kao izvora novog kapitala, a time i važnost ugleda koga uživaju akcionarska društva kod onih na čiji se kapital računa. Prvo, mnoga od preostalih akcionarskih društava potražiće dodatni kapital, ali će se, drugo, pojavljivati nova akcionarska društva, bilo ab ovo, bilo otvaranjem perspektivnih društava sa ograničenom odgovornošću. Samim tim, rašće važnost korporativnog upravljanja, koje je, svakako, bitan, ako ne i odlučujući činilac visine investicionog, odnosno kreditnog rejtinga.

Ovim smo, u stvari, pomenuli prvi i u zrelim ekonomijama osnovni motiv unapređenja korporativnog upravljanja – sopstveni interes. To, dakle, nije zakonska obaveza, nije ni pitanje poslovnog morala, već pitanje dobrog shvatanja interesa firme i akcionara. Dobro uređeno korporativno upravljanje bitno doprinosi popravljaju performansi firme i njeno ugledu u spoljnom svetu.

Najveći napredak moguć je trudom samih akcionarskih društava. Dok je srpsko korporativno upravljanje svakako na pristojnom nivou u preduzećima koja su u vlasništvu stranih renomiranih firmi, dotle sigurno dosta prostora za napredak postoji u firmama u domaćem vlasništvu. Mnogi članovi rukovodstva firmi, kako pokazuju rezultati ankete sprovedene za ovu studiju, ali i anegdotska evidencija, nemaju dovoljno ili nemaju uopšte znanja o korporativnom upravljanju i njegovim problemima. Samim tim ni sistem aktuelnog upravljanja u firmama ne može biti dobro uređen, bez obzira na stepen povinovanja zakonima koji to regulišu.

Dodatni podsticaj ispravnom shvatanju vlasničkih interesa može dati okruženje, kako privatno, tako i državno.

Unutar privatnog sektora moguće je pokrenuti različite programe, kao što su:

- aktiviranje dobrovoljnih kodeksa korporativnog upravljanja, koji su se se dobro pokazali u neki zemljama; mogu se revitalizovati postojeći, načinjeni u Privrednoj komori, a mogu se napraviti novi kroz stvarnu saradnju akcionarskih društava; ovde bi vrlo moćna mogla da bude odredba ‘povinu se ili objasni’, po kojoj je odstupanje od pravila propisanih kodeksom sasvim moguća kao izraz dobrovoljnosti i autonomnog prava firme, ali da je to odstupanje potrebno onda obrazložiti,
- ustanovljavanje rejting sistema za merenje kvaliteta korporativnog upravljanja, kojim bi se pokušao meriti nivo korporativnog upravljanja u pojedinim firmama; taj rejting bi mogao biti dosta uticajan u poslovnom svetu, kod rejting agencija i među investitorima,
- edukacija vlasnika i menadžera o korporativnom upravljanju, gde bi se dobre tehnologije i praksa približili onima koj bi ih mogli sprovesti u životu,
- javno zastupanje i promovisanje potrebe unapređenja korporativnog upravljanja i dobrih načina da se to izvede i slično.

Prvi pravac aktivnosti države svakako je zakonodavni. Tokom poslednjih pet godina promenjeno je zakonodavstvo koje fundamentalno reguliše korporativno upravljanje – doneti su novi zakoni o privredni društvima, tržištu hartija od vrednosti, preuzimanju i tako dalje. Oni su uglavnom doneli napredak prema ranijoj zakonskoj regulativi, ali nisu savršeni i moguće je dalje unaprediti sistem korporativnog upravljanja, pa je u prethodnim poglavljima ove studije učinjen napor da se sugerišu potrebna zakonska poboljšanja ne samo u pomenutim zakonima, već i u drugima koji sa korporativnim upravljanjem imaju neposredne veze.

Zakon o privrednim društvima je prihvatljive koncepcije, mada bi se mogla ponuditi alternativna, više oslonjena na anglosaksonske principe. Naša je orijentacija ovog puta bila na doprinos praktičnim pitanjima, te su među predlozima za unapređenje ovog zakona dominirala operativna rešenja koja bi trebalo da uklone neke propuste i nepreciznosti koje su se pokazale u primeni zakona za ove četiri godine. Jedino 'konceptijsko' pitanje je sastav upravnog odbora, gde smo sugerisali njegovo potpuno personalno odvajanje od izvršnog odbora, što bi više priličilo osnovnoj filozofiji zakona. Važnima smatramo i predloge koji se odnose na međusobno usklađivanje ovog i drugih zakona (o računovodstvu i reviziji, o tržištu hartija od vrednosti i slično).

Važnije izmene su sugerisane kod finansijskih zakona. Zakon o tržištu hartija od vrednosti bi trebalo korigovati najmanje u dva važna segmenta: prvi je raščišćavanje sa nekvalitetnim vlasničkim hartijama iz privatizacije, a drugi bolje uređenje Komisije za hartije od vrednosti. Predlažemo i usvajanje novog Zakona o preuzimanju, budući da sadašnji ne zadovoljava.

Drugi pravac aktivnosti javnog sektora morao bi biti znatno pojačanje obezbeđenja sprovođenja zakona (sudstvo) i drugih pravila (Beogradske berze i ostalih regulatornih agencija). Kao što je već bilo reči, na ovom području se beleže možda najveće slabosti u Srbiji, koje ugrožavaju funkcionisanje zakona i privatnih pravila i institucija i ometaju da sistem korporativnog upravljanja postigne maksimum. Na primer, zakonom je odavno zabranjena zloupotreba insajderskih informacija, ali do sada niko nije kažnjen po ovom osnovu, a opšte je poznato da su veliki kapitali napravljeni baš korišćenjem insajderskih informacija. Takvi i slični slučajevi daju jasan podsticaj shvatanju da se 'zločin isplati', odnosno demotiviraju zakonito i društveno korisno ponašanje, već aktere usmeravaju na krivi put snalaženja na svaki način, uključujući i prekršaje zakona i svih drugih pravila.

Mi ovde nećemo ulaziti u pitanje kako obezbediti efikasnije sudstvo, ali ćemo podsetiti da je problem nedovoljno dobrog sudstva odavno uočen, da je na državnom nivou 2006. godine formalno usvojena strategija sveobuhvatnih reformi pravosuđa, ali i da kasnije praktično ništa nije učinjeno na njenoj realizaciji.

U ovoj studiji naglasak kod preporuka je na zakonodavnim izmenama, iako se osnovni problemi uglavnom ne nalaze tu, već kod sprovođenja zakona i u samim firmama. Ipak, odabrali smo zakonodavni pravac preporuka jer verujemo da je tu lakše moguće učiniti znatan napredak u kratkom roku nego na drugim pomenutim i nepomenutim područjima.