

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ: ПЕТ ГОДИНА КАСНИЈЕ



Центар за либерално-демократске студије

Бошко Мијатовић (редактор)

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ: ПЕТ ГОДИНА КАСНИЈЕ

Издавач

Центар за либерално-демократске студије

За издавача

Борис Беговић

Прелом

Владимир Мијатовић

Штампа

Службени гласник, Београд

Тираж

500

ISBN 978-86-83557-51-6

2008

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

005 . 21 : 334 . 72 . 021 (497 . 11)
347 . 72 . 036 (497 . 11)

КОРПОРАТИВНО управљање : пет година
касније / Борис Беговић . . . [и др.] . -
Београд : Центар за либерално-демократске
студије, 2008 (Београд : Гласник). - 204 стр.
: граф . прикази , табеле ; 24 cm

Тираж 500. - Стр. 8: Предговор / Бошко
Мијатовић. - Напомене и библиографске
референце уз текст.

ISBN 978-86-83557-51-6

1. Беговић, Борис, 1956- [автор]
a) Корпоративно управљање - Србија
COBISS.SR-ID 153213452

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ: ПЕТ ГОДИНА КАСНИЈЕ

Борис Беговић
Милица Бисић
Катарина Ђулић
Бошко Живковић
Ана Јоловић
Бошко Мијатовић

Ovaj projekat finansira je Center for International Private Enterprise

Садржај

<i>Предговор</i>	7
I Увод у корпоративно управљање.....	9
II Емпиријска грађа: резултати анкете о корпоративном управљању.....	29
III Концентрација власништва и проблем заштите инвеститора	55
IV Регулатива финансијских тржишта: главни недостаци и могућа унапређења.....	101
V Законско уређење корпоративног управљања: приказ, анализа и предлози	123
VI Корупција и корпоративно управљање	187
VII Закључне напомене.....	199

Предговор

Ова студија представља наставак проучавања корпоративног управљања у Србији од стране Центра за либерално-демократске студије. Претходна студија, написана 2003. године, представљала је почетак и поставила је темеље раду не само у ЦЛДС-у већ и у Србији. Сврха ове нове је да испита шта је у међувремену урађено, какви су ефекти и шта би се још могло и требало учинити на овом важном подручју економског живота.

Анализа корпоративног управљања ослоњена је на два стуба. Први је емпириска грађа, прикупљена како на основу посебне анкете направљене за ову студију, тако и из промена структуре власништва кроз берзанску трговину. Други стуб је анализа законодавства, првенствено решења у Закону о привредним друштвима, Закону о тржишту хартија од вредности и Закону о преузимању. Анализа стварног стања корпоративног управљања и релевантног законодавства омогућила је сугестије промена у регулативном оквиру, што је и био главни циљ овог истраживања.

Бошко Мијатовић написао је поглавља I, II и VII, Бошко Живковић и Ана Јоловић поглавље III, Бошко Живковић и Катарина Ђулић поглавље IV, Милица Бисић поглавље V и Борис Беговић поглавље VI.

25. октобар 2008.

Бошко Мијатовић

Увод у корпоративно управљање

ДЕФИНИЦИЈА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Да би се јасно прецизирало подручје истраживања, корисно је, на почетку, дефинисати основни појам истраживања – корпоративно управљање. Врло позната је дефиниција из Кадберијевог извештаја,¹ која каже: „корпоративно управљање је систем којим су компаније управљане и надзиране”. На тај начин је корпоративно управљање дефинисано као скуп механизама кроз које фирма функционише када је својина одвојена од управљања.

У литератури се, наравно, могу наћи многе различите дефиниције, али оне углавном спадају у две групе. Прва се усмерава на стварно понашање компанија – на њихове перформансе, раст, ефикасност, финансијску структуру, ефикасност, положај акционара и других заинтересованих странака итд. Стога ове дефиниције покривају питања из области корпоративног управљања унутар фирме, као што су како функционише управни одбор, каква је улога накнада менаџерима за перформансе фирме, како политика према запосленима утиче на пословање фирме, каква је улога разних актера и слично.

Друга група се бави нормативним питањима корпоративног управљања, односно правилима под којима фирме раде. Та правила потичу из различитих извора као што су законски систем, правосуђе, финансијска тржишта и слично. Свакако, у овом скупу посматра се утицај нормативног амбијента на пословање фирмe. Ужи приступ се оријентише на правила тржишта капитала код инвестиција у акције листираних компанија, као што су услови котирања, регулација инсајдерског трговања, правила рачуноводства и објављивања информација, заштита мањинских акционара и слично. Овде спада и дефиниција која се фокусира на питање како да се спољни инвеститори заштите од експропријације од стране инсајдера. Овој врсти припада позната дефиниција Андреја Шлајфера и Роберта Вишњег: „Корпоративно управљање бави се начинима на који они који обезбеђују финансирање корпорација осигурују да ће добити принос на своје инвестиције”.² Ова дефиниција може бити проширена да укључи

¹ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), 1992

² A. Shleifer and Robert W. Vishny – A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance 52, 737-83

како решавање проблема заједничке акције дисперзираних власника, тако и помирење сукоба интереса различитих заинтересованих страна.

Шира дефиниција полази од тога да је циљ добrog корпоративног управљања максимизација доприноса фирме целокупној економији, па сматра да корпоративно управљање укључује односе између акционара, кредитора, запослених и корпорација, између финансијских тржишта, институција и корпорација и између запослених и корпорација. Широка дефиниција може укључити и тзв. социјалну одговорност компаније према ширим друштвеним интересима (животна средина, радна снага, добротворна делатност итд.).

ОСНОВНИ ПРОБЛЕМИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Најважнији циљ свих заинтересованих у економској области је ефикасно функционисање привреде, односно предузећа, јер се тек тада максимизују дохоци, запосленост и опште благостање. Да би то било остварљиво, нужно је да предузећа буду добро вођена, тј. да пословне одлуке које се у њима доносе буду најбоље могуће, при датим околностима. А основни предуслов за доношење ваљаних пословних одлука је добро устројен систем управљања предузећима. Значи, под проблемом корпоративног управљања не подразумевамо питање квалитета пословних одлука фирме, односно њеног пословног руководства, већ, како је наведено, систем управљања и контроле предузећа. Другим речима, ради се о скупу најважнијих правила по којима функционише унутрашња организација предузећа (надлежности и процедуре скупштине, управног одбора, менаџмента итд.).

Уобичајено схваћени проблеми корпоративног управљања, о којима ће бити речи, не јављају се у сваком типу фирмe, већ само тамо где постоји већи број власника и одвојеност својине од управљања. У савременим економијама сва предузећа могу бити подељена у две групе. Прву представљају она којима управља сам власник или мањи број њих. Обично су то мање, претежно породичне фирмe. Другу групу чине велике фирмe са великим бројем власника, зовимо их корпорацијама, којима власници непосредно не управљају, већ то у њихово име чине професионални менаџери. Тако се појављује главни узрок проблема корпоративног управљања: раздвојеност својине и управљања. Значи,

тек се у великим предузећима са великим бројем власника појављују проблеми корпоративног управљања, док предузећа из прве групе имају повољну конфигурацију – власници управљају фирмом и тешко ће стандардно дефинисаног корпоративног управљања се ту суштински не јављају.

Два су централна питања корпоративног управљања, а њихово и постојање и решавање зависи од структуре власништва у предузећу. Са једне стране, у акционарским друштвима са дисперзираном својином основна тешкоћа је контрола перформанси менаџера од стране спољних акционара који немајуовољно моћи да на њих утичу. Са друге стране, у фирмама са малим бројем власника менаџери су обично контролисани од стране највећег/највећих власника, па је основно питање доброг корпоративног управљања како да мањински власници онемогуће контролног власника/власнике да извлачи/е претеране користи кроз махинације на штету мањинских власника. Погледајмо детаљније.

Прво питање је следеће: како обезбедити да професионални менаџмент у предузећима са дисперзираним власништвом ради у интересу власника, а не у свом сопственом (принципал-агент проблем)?³ Јер, власници обично нису у стању (нису професионалци, немајуовољно информација) или немајуовољно интереса (поседују мало акција предузећа) да ваљано надзиру рад менаџмента. Како у таквим околностима – одвојеност власништва од професионалног управљања, дисперзираност власништва над модерним корпорацијама – обезбедити да власник не само не изгуби главницу инвестиције, већ и да оствари принос? Ради се, дакле, о питању поверења инвеститора у корпорацијски сектор, који се показује најдинамичнијим у развијеним земљама, али и потенцијално ризичним за малог улагача.

Могуће решење поменутог проблема обично се тражи кроз различите механизме који га могу ублажити. То су:

- ослонац на тежњу менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију,

³ Поменути проблем се у економској теорији уобичајено појављује као тзв. агенцијски проблем: постоје две личности – принципал (газда) и агент (његов службеник) – и питање је како да принципал обезбеди да његов агент ради у његову (принципалову) корист, а не у сопствену (агентову) корист. Проблем је опште природе, па се тако појављује у облику питања, на пример, како да држава обезбеди да полицајац, цариник или министар раде у општем, а не у сопственом интересу. У случају корпоративног управљања принципал су власници фирме, док је агент менаџер (или предузетник) који непосредно управља фирмом. Дакле, питање је којим се методима обезбеђује да менаџери ипак обично раде у корист власника, а не у своју корист.

- усклађивање интереса менаџмента са интересом корпорације и њених власника кроз подстицајне шеме награђивања менаџера;
- делегирање контроле над менаџментом управном одбору, као представнику власника који би требало да доноси стратешке одлуке и контролише менаџмент;
- јасно дефинисање фидуцијарне дужности менаџера према корпорацији, праћене тужбама пред судовима када је менаџер прекрши;
- делимична концентрација својине и контроле у рукама једног или пар већих инвеститора, чиме се ублажава проблем који доноси дисперзија власништва;
- тржиште капитала, као сигналног инструмента за лош рад менаџмента;
- преузимање фирме (*takeovers*) од стране других онда када се вредност фирме спусти испод реалне, а због лошег рада управе;
- борба за заступничке гласове на скупштини акционара, где долази до привремене концентрације власништва или гласова када је то потребно;
- разне облике заштите мањинских акционара.

Ниједан од ових механизама није перфектан, али њихова комбинација обично доноси жељене резултате, иако не увек и на сваком месту. У земљама које имају слабије институције, вероватноћа постојања слабог система корпоративног управљања је већа него у земљама са ефикасним судским и осталим институцијама.

Друго питање је следеће: како у предузећима са концентрисаним власништвом обезбедити да контролни власник не злоупотребљава своју контролу над фирмом како би из ње извукao више него што му припада (принципал-принципал проблем)? Овде, наиме, имамо конфликт између једног, можда већинског власника који у потпуности контролише firmu (укључујући и менаџмент) и већег броја малих акционара који нису у стању и немају ни интереса да се баве покушајем супротстављања акцијама већинског власника и од њега постављеног менаџмента.

Класични начини злоупотребе контроле над фирмом на рачун мањинских власника су:

- претерана зарада менаџера/контролног власника,
- послови контролног власника, са њим повезаних лица или његове друге фирме са друштвом који су неповољни за друштво,

- употреба инсајдерских информација у личном интересу и
- дилутирање мањинских пакета акција кроз интеграцију фирмама.

Та је опасност нарочито велика у земљама као што је Србија, где су и правна и ванправна (тржиште капитала, банке) ограничења акцијама управе компаније скромна.

Постоје разни системи и методи заштите мањинских акционара:

- јачање положаја мањинских власника кроз:
 - а. правило „једна акција један глас”, тј. непостојање специјалних гласачких привилегија које би поседовали поједини власници,
 - б. могућност сазивања супштине акционара, чиме би требало да се омогући покретање акције у ванредним приликама,
 - в. коришћење кумулативног начина гласања⁴ за управни одбор, којим се олакшава избор представника мањине,
 - г. право преце куповине акција из нове емисије, што треба да мањинском власнику омогући задржавање учешћа у власништву итд;
- јачање унутрашњег управљања:
 - а. јачање ефикасности управног одбора,⁵
 - б. чврста регулација трансакција између повезаних лица;
- прецизна регулација конфликта интереса;
- прецизна регулација о компензацијама менаџмента;
- могућност подношења тужби против контролног власника за злоупотребе, а у име друштва, пред правосуђем способним да донесе праведну одлуку, укључујући начело једнаког положаја свих акционара;
- детаљно и правовремено информисање јавности и акционара о пословима компаније;
- развијен систем независног одитовања књига акционарских друштава, укључујући и могућност ванредних одита;
- могућност борбе за гласове на скупштини друштва (потребна претпоставка је да контролни власник није и већински) и слично.

⁴ Код кумулативног гласања број гласова којим располаже сваки појединачни акционар множи се са бројем чланова управног одбора, па акционар има право да укупан број тако увећаних гласова додели једном кандидату или их по својој вољи распореди на више кандидата.

⁵ У Италији је, изменама компанијског закона из 2005. године, уведена радикална иновација: у свим отвореним акционарским друштвима најмање једно место у управном одбору мора бити резервисано за мањинске листе, тј. листе које нису повезане са контролним акционарем.

Проблем са многим методима заштите мањинских власника је следећи: што је заштита мањине већа то су управљачка права већинског власника више угрожена, што није увек добро пошто угрожава једнакост права акционара, односно демократско начело једна акција један глас.

Стога је основни избор и у корпорацијама и, посебно, међу регулаторима следећи: како регулисати велике активне акционаре, а да се добије најбоља равнотежа између менаџерске дискреције и заштите малих акционара. Јер, најдиректнији начин решавања принципал-агент проблема јесте подстицање стварања великих активних власника, који би могли да контролишу менаџмент у сопственом интересу других, мањих акционара. Међутим, тиме се ствара могућност да се договором пар крупних акционара и менаџмента иза сцене угрозе права и интереси власника са малим блоком акција. Зато је потребна њихова заштита, а то значи ограничавање улоге крупних акционара, што опет води не жељеном ширењу дискреције менаџмента. Различите земље различито су решиле овакве дилеме. Једна група ставља нагласак на заштиту малих акционара кроз ограничавање улоге великих, док друга даје предност јачој контроли менаџмента од стране великих акционара.

ТРАНЗИЦИЈА У СРБИЈИ

У овом одељку представићемо укратко развој догађаја током транзиције у Србији, тј. од краја 2000. године, када је управу земље преузела реформска коалиција, до сада, како би описали услове у којима се мењало корпоративно управљање и, тиме, навели бар делимичне разлоге за те промене.

Стање пре 2000. године

Транзиција из социјализма у либерално-демократско друштво свакако је сложен феномен, а циљеви који се обично желе постићи бројни и разноврсни. У економској области, два су основна циља: први, стварање конкурентског тржишта које би на далеко ефикаснији начин решавало алокациони проблем друштва и, други, замена доминације државне и/или друштвене својине у (или над) предузећима приватном, како би се омогућила тржишна конкуренција заснована на здравим пословним мотивима.

Остварење тих циљева подразумева како свеопшту либерализацију економског живота, тако и изградњу институција које би требало да заштите приватну својину и омогуће нормално функционисање тржишта.

У Србији је, као и у мањем броју социјалистичких земаља, основни циљ био онај други, тј. промена мотивације пословања предузећа заменом друштвене својине приватном. Наиме, у Србији су пред почетак праве⁶ транзиције тј. 2000. године, номинално постојале многе убиџајене институције тржишне привреде, као што су закони о својини и њеној заштити, о предузећима, страним улагањима, антимонополски, рачуноводству и ревизији и слично. Важнији изузети били су непостојање формалног тржишта девиза и радне снаге, јер је промет девиза био забрањен како би се омогућила државна дистрибуција, и радне снаге, ради заштите радника.

Пре 2000. године⁷ у Србији су егзистирале институције које су најко и номинално биле подједнаке онима у стандардним тржишним економијама – самостална предузећа, обично слободне цене, емисиона банка (са инфлацијом), комерцијалне банке, берзе, бесцаринске зоне, судови, арбитраже, коморе, синдикати итд. Започињање посла било је углавном слободно, иако компликовано. Постојала је слобода поседовања, као и конкуренција. Ипак, економски систем Србије никако није био тржишан у стандардном смислу. Закони су често били лоши и нису се примењивали, а држава и социјалистичка партија преузеле су неформалним и незаконитим путем улогу свемоћног управљача који одлучујуће утиче на све економске токове.

На тај начин Србији су у наслеђе остали многи неповољни економски механизми из ранијег периода и придржали се неки нови: доминација неефикасне друштвене и државне својине; дискриминација приватног сектора; превага политике над економијом; претварање предузећа у социјалне установе; свођење тржишта на тржиште робе, док су тржишта новца, девиза, капитала и радне снаге била полулегална, а њихове цене обично административно одређиване; непримењивање стечајног законодавства; слабо плаћање пореза; административна дистрибуција девиза и кредита из примарне емисије фаворитизма по повлашћеним условима; доминација концепта затворене економије (увозне суп-

⁶ Помињемо „праву“ транзицију стога што је једном раније, 1990. године, започета транзиција у Србији, као и у целој ондашњој Југославији, али је у Србији завршена трансформацијом самоуправног социјализма у дегенерисани тржишно/административни систем, а под притиском санкција УН и распада правног система.

⁷ Видети детаљније: Унайрење корпоративног управљања, ЦЛДС, 2003.

ституције); финансијским односима владали су дужници, а не повериоци и слично. Очигледно је да те номиналне тржишне институције нису функционисале. Ипак, и пословни свет и грађани били су навикнути на тржиште и његове сложености. Стога је Србија 2000. године била спремнија за транзицију него многе источноевропске земље једну деценију раније.

Један део поменутих слабости био је последица социјалистичко-административне идеологије владајуће партије. Али, један део био је реакција на инхерентне слабости друштвене својине и нерационалног понашања социјалистичких предузећа, која су максимирала зараде за последних, а не профит. Стога основни проблем ипак није било успостављање тржишта, већ његово унапређење кроз институционалну реформу, али, још више, кроз фундаменталну промену мотивационог система главних економских актера – предузећа. Јер, ослобађање предузећа од државно-партијског администрацирања изводи се и изведено је после 2000. године релативно лако у Србији, али је тежи посао била промена својинског односа.

Значи, транзиција у Србији је као главни циљ имала унапређење корпоративног управљања, а кроз својинске промене и изградњу тржишних институција. Социјализам је и пропао због неефикасности пословљања предузећа, која је водила неефикасности укупног економског система.

Основне црте транзиције 2000–2008. године

Политичке околности у којима је одвијана економска транзиција током ове деценије свакако нису биле повољне. Озбиљне тешкоће отежавале су рад владе Србије и на спољном и на унутрашњем плану. Проблем сарадње Србије са Хашким трибуналом, односно непопуларно испоручивање оптужених Трибуналу кварило је стабилност и влада и владајућих коалиција свих ових година, али и односе са тзв. међународном заједницом. Делимично повезано са тим, али делимично као потпуно унутрашња ствар, у Србији су се све време водиле жестоке политичке борбе – прво су то чиниле две водеће демократске странке и њена два лидера, да би се затим укључила и једна нарасла опозициона странка (СРС). И треће, Србија је из рата за југословенско наслеђе изашла са два нерешена државна проблема: први је однос са Црном

Гором унутар нове југословенске заједнице, а други питање будућег статуса Косова и Метохије, које је после сукоба из 1998/1999. године остало под номиналним суверенитетом Србије, али и под привременим протекторатом Уједињених нација. Те три политичке тешкоће одвлачиле су политичку енергију од транзиције и успоравале је, односно чиниле мање успешном него што је могло да буде.

Позитивне околности за успешност транзиције биле су две. Прва је прилично искуство које је прикупљено током транзиција које су раније спровођене у источноевропским земљама и које је могло бити, и делимично је било, искоришћено приликом концепирања и спровођења транзиције. Друга је жеља неких међународних финансијских институција, а посебно Светске банке, да се покажу у бољем светлу него раније, па је стога Србији пружана боља техничка и већа финансијска подршка.

Опозициони ДОС није пре доласка на власт 2000. године имао разрађену стратегију транзиције, већ се она, од 2001. године, одвијала по-мало стихијно, мада не без основних идеја. Тако је класично питање транзиционе стратегије „шок терапија или градуализам“ решено у корист ове друге опције, али ненамерно. Наиме, Влада Зорана Ђинђића трудила се да максималном брзином реформише српску економију, али је после брзог старта 2001/2002. године дошло до озбиљног успоравања проузрокованог како ограниченим капацитетима државне управе, тако и размахом политичких тензија и стављањем страначких рејтинга у центар пажње.

Уопште, транзициона динамика је имала цик-цак кретање. Поменули смо изванредан старт 2001/2002. године, као последицу реформског елана, и успоравање 2002/2003. године, што је донела политичка сфера. Томе је следило ново убрзање 2004/2005. године, које је резултат притиска ММФ-а и Светске банке,⁸ да би током 2006/2007. године настало успоравање, пошто је притисак ММФ-а престао, а државна питања закомпликовала ситуацију.

Друга велика дилема „либерално или социјалдемократски“ решена је компромисом. Економија је реформисана на претежно либералан начин, док је социјална политика наглашено коришћена као начин компензације великих губитника током транзиције, првенствено оних који изгубе запослење. Финансирање ових доста великорушних давања вршено је добрым делом из приватизационих прихода.

⁸ Позитивно мишљење ММФ-а било је услов отписа дугова Србије код Париског клуба, што је ММФ обилато користио да притиска владу у правцу реформи.

Погледајмо укратко развој догађаја у неколико важнијих области. Макроекономска политика је такође имала цик-цак путању, јер су се смењивале фазе експанзивне и рестриктивне монетарне и фискалне политике. Курс динара коришћен је као номинално сидро, али динар је реално апресирао у временима већег прилива капитала из иностранства. Спољнотрговински и платни биланс је веома негативан, што компензује прилив на основу приватизације, новог задуживања итд. Цене све време расту, по годишњој стопи од преко 10 процената. Каматне стопе су прилично високе, што је првенствено последица већег ризика (спорог судског система) него у европским земљама.

Привредни раст је 4-8% током овог периода, што је последица како ниске базе из 1999. године (бомбардовање од стране НАТО-а), тако и успешног реструктуирања једног дела привреде и раста аутохтоног приватног сектора. Запосленост и незапосленост стагнирају све време, па постоји висок раст продуктивности.

Радно законодавство је либерализовано 2001. године и постало у основи комплементарно са тржишном привредом. Отпуштање радника је сада могуће, мада уз доста сложене процедуре. Колективно преговарање више није обавезно. Синдикати су генерално слаби, мада су у неким приватизованим фирмама јаки и тврдо преговарају. Накнаде за незапослене су пристојне висине и дуготрајне, а активна политика запошљавања практично непостојећа, осим неких програма едукације.

Порески систем је радикално реформисан, а у односу на стари који је имао око 230 различитих дажбина. Посебно је успешно уведен порез на додату вредност. Зараде су битно растерећене и пореза и доприноса за социјално осигурање, како би се подстакло запошљавање. И царине су смањене, а опорезивање предузећа засновано је на стопи од 10%. Пореска администрација је битно унапређена.

Мање резултата постигнуто је код јавних расхода. Њихово учешће у БДП-у и даље се креће око 45%, зараде у јавном сектору све време брзо расту, јавна предузећа нису ни реструктурирана ни приватизована, пензијски систем је тек делимично реформисан. Буџетске процедуре су знатно побољшане, а трезорско пословање добром делом уведено.

И финансијски систем је реструктуриран и ревитализован. Банкарство је постављено на здраве основе ликвидацијом старих државних банака и модерном регулацијом, као и уласком страних банака. Депозити расту, а каматне стопе постепено опадају. Стране банке доносе капитал из својих централа.

Тржиште хартија од вредности је у Србији превасходно механизам прерасподеле својинских права, а мање или готово занемарљиво механизам финансирања сектора предузећа и јавног сектора. Основни материјал трговине су акције из приватизације по закону из 1997. године. У том процесу промене власништва, односно његове концентрације, важну улогу има и преузимање. Више важних питања није добро или није уопште регулисано у Закону о преузимању (објављивање јавне понуде, обавезујућа јавна понуда, конкурентска јавна понуда, надзор итд.).

Један од најважнијих закона из економске области је Закон о привредним друштвима, који је усвојен у парламенту у новембру 2004. године. Он је потпуно модеран и одговара тржишној привреди, за разлику од претходног Закона о предузећима (из 1996. године), који је полусоцијалистички, са многим слабим или недовољно јасним решењима. Основне одлике овог закона су хармонизација са правом ЕУ, комплетност регулативе, флексибилност и могућност избора, унапређење корпоративног управљања, унапређење права мањинских акционара, транспарентност отворених друштава, транзитни статус друштвених и јавних предузећа, усклађеност са другим законима, модерност и либералност.

Приватизација

Приватизација је у Србији почетком ове деценије сматрана одлучујућим реформским процесом, што је и била. Јер, прво, друштвени и државни сектор користили су знатне ресурсе, иако је њихова вредност била битно мања него што се веровало. Ове ресурсе требало је ангажовати на продуктиван начин, у мери у којој је то било могуће. Друго, друштвени (и државни) сектор представљао је један важан социјални чинилац, боље рећи проблем, чије је разрешење било неминовно уколико се тежило стварању функционалне тржишне економије у Србији. Наиме, зарђали друштвени сектор, са преовлађујућом самоуправном свешћу и навиком на великодушне државне субвенције, представљао је највећу препреку реформама у политичком и социјалном смислу.

Пред реформском владом налазило се питање избора модела приватизације. Да ли наставити са дотадашњим моделом радничког акционарства, који годи перцепцији многих радника да су створили национално богатство (а без дугова)? Да ли одабрати ваучерски модел, који

је био врло популаран око средине 1990-тих година у неким земљама у транзицији? Да ли изабрати модел класичне продаје, који користе развијене земље?

Изабран је донекле модификован модел класичне продаје. Основни узрок таквог избора били су дотадашње транзиционо искуство других источноевропских земаља и искуство и околности у самој Србији.

Основне одлике изабраног модела су биле следеће:⁹

Продаја, а не бесплатна подела. Подела друштвеног, односно државног капитала свим грађанима путем ваучера била је популарна опција у источној Европи средином 1990-тих година, али се временом показала лоше са становишта корпоративног управљања. И искуство Србије са радничким акционарством, такође једном врстом поклањања акција, било је врло неповољно.

Метод продаје друштвеног и државног капитала био је изабран са намером да се покушају наћи прави купци, тј. они који ће из приватизованих предузећа (економских ресурса) извући највише. Пошло се од уобичајеног економског резона да онај ко плаћа зна зашто толико плаћа и да онај ко највише плати највероватније уме да најбоље искористи те ресурсе. А то доноси ефикасност. Свакако, свакој транзицији влади преко су потребне паре за разне намене, па ни мотив остварења буџетских прихода од приватизације није за занемаривање.

Продаја као приватизациони метод има и једну слабост: обично је спорија него алтернативни системи, јер подразумева припрему сваког предузећа појединачно, а то је, посебно у околностима ограничених капацитета државне администрације, временски врло захтеван процес.

Продаја стратешким инвеститорима. Код овог питања дилема је била: продаја акција јавним уписом или стратешком, већинском инвеститору. При избору се пошло од тога да у земљи у транзицији са слабим институцијама није свеједно да ли је власништво распршено или концентрисано, односно да у Србији још дugo неће бити изграђени они фини механизми који обезбеђују добро корпоративно управљање у у фирмама чије је власништво врло дисперзирано, тако да би предност требало дати концентрисаном власништву. И влада је, приликом избора приватизационог модела, с правом придала велику важност корпоративном управљању у постприватизационом периоду, те је опирала за продају већинског пакета (70%) друштвеног/државног капитала

⁹ Видети детаљније: Четири године транзиције у Србији, ЦЛДС, 2005

једном инвеститору. Тиме је омогућено преузимање пуне контроле над приватизованим предузећем од стране једног већинског власника, који тако може, у сопственом интересу, управљати предузећем без посебних компликација. Споредна идеја била је да се на овај начин олакша сложен процес реструктуирања предузећа у постприватизационом периоду.

Искуство и транзиционих и развијених земаља показало је да је проблем принципал-агент увек врло непријатан и да једноставан лек не постоји. Проблем спречавања илегалних потеза у сопственим интересу менаџмента или власника који има само релативну већину нарочито је сложен у земљама у транзицији, у којима потребне институције (судство, регистри, берза итд) још увек нису довољно усавршени. У тим земљама бољи је ослонац на већинског власника, пошто се тиме уклања бар део проблема принципал-агент – онај од дисперзионог власништва.

Мањи део се поклања грађанима и запосленима. Ипак, политички мотиви су и овом приликом довели до укључења поклона у друштвеном капиталу запосленима и грађанима Србије, а у висини од 30% капитала који се приватизује. Међутим, тај поклон није променио основну идеју модела приватизације, а то је продаја већинског пакета стратешком инвеститору ради добrog корпоративног управљања.

Конкурентски методи продаје. Наиме, Закон о приватизацији предвидео је два метода продаје, оба конкурентска: аукцију, за мања и слабија предузећа, и тендер, за већа и боља, намењена страним инвеститорима. При томе, у оба случаја продаје се 70% неприватизованог капитала, док се остатак поклања запосленима и грађанима. Добро је то што међу методима продаје не постоји директна погодба између државе и купца, јер је она, иако начелно погодна и наизглед нужна за лоша предузећа за која не постоји тражња, ипак сувише ризична са становишта државе пошто омогућује, чак подстиче, корупцију. За лоша предузећа модел предвиђа уређено реструктуирање или стечај.

Резултати приватизације. Током периода 2001-2007. година тендерском и аукцијском приватизацијом продат је капитал из 1.632 предузећа, остварено ЕУР 2,1 милијарди прихода, обезбеђено ЕУР 1,2 милијарди за инвестиције и ЕУР 276,7 милиона за социјални програм. Истовремено је из портфеља државног Акцијског фонда продато око 1.220 пакета акција и остварен приход од ЕУР 613 милиона.

Поменуте акције из портфеља Акцијског фонда потичу из приватизације по закону из 1997. године, који је припадао моделу радничког

акционарства. По овом закону је у пролеће 2001. године приватизовано око 500 предузећа, међу којима многа која су спадала међу најбоља у Србији, па је по њему делимично изведена приватизација у Србији.

Ефекти два модела приватизације по корпоративно управљање и тржиште хартија од вредности били су веома различити. По моделу из 2001. године појављивао се већински власник са 70% својине капитала као доминантна личност. Промета акцијама тих предузећа практично није било по приватизацији, осим уколико је постојало нешто мало акција из ранијих приватизација (закони из 1990. или 1991. године) по моделу радничког акционарства. Насупрот томе, приватизације по моделу 1997. године баш су довеле до дисперзираног власништва запослених, а и државног пензијског фонда, што је водило прилиочној трговини. У ствари, практично једини промет акцијама на Београдској берзи заснива се на акцијама предузећа приватизованих по закону из 1997. године.

Стање 2008. године

Током последњих седам-осам година транзиције српско законодавство је потпуно реформисано у правцу уобичајеног за тржишне економије. Донети су, раније или касније, сви закони који регулишу пословање и економску активност у целини. Извесно закашњење у доношењу неких од њих било је узроковано како неповољним политичким околностима у земљи, тако и чињеницом да је привредно законодавство у претходном периоду (током 1990-тих година) било делимично реформисано и могло је да послужи бар за неко време.

Тако Србија данас има ново економско законодавство: од финансијских прописа, преко закона који регулишу регистрацију фирм и стечај, до закона у свим другим областима (порези, царине, банке, осигурање, рачуноводство и ревизија итд), као и нови устав који на модеран начин оквирно регулише основне економске односе.

Квалитет економског законодавства је неједнак. Постоје закони који су врло добро написани (на пример, Закон о привредним друштвима), док има и оних који нису на једнаком нивоу (на пример, неки из финансијске области). Било је и брзине у писању више њих, па се накнадно унапређују кроз измене и допуне.

И поред слабости, закони из економске области нису основни проблем: важније су мањкавости у њиховој имплементацији. Посебно су изражене слабости у извршној власти и судству.¹⁰

¹⁰ Детаљније, *Реформе у Србији: дистрибуција и изазови*, ЦЛДС, 2008

Извршна власт не показује довољне способности за обављање свог посла на задовољавајући начин, првенствено у спровођењу својих законских надлежности. Некада се ове слабости испољавају кроз неумешност службеника и целих државних институција у извршењу законом прописаних процедура, а други пут у намерном погрешном или немарном спровођењу закона. Или, припрема закона је слаба, на пример уопште се не прорачунавају њихови потенцијални ефекти, већ се полази од министровог осећаја.

Узроци ових појава су двоструки. Прво, то је кадровска слабост извршних органа, произтекла из више разлога: одлазак добrog дела ваљаних службеника после 2000. године; политизација администрације са стварањем нестабилних коалиционих влада, где ниједна партија не осећа одговорност за државу, а све покушавају да искористе власт у сопственом интересу; плате службеника су ниске, што одбија млађе генерације и упућује их у приватни сектор. Друго, то је знатан утицај који злоупотреба државе има у свакодневном животу. На вишем нивоу, то је резултат деловања интересних група, а на нижем обична корупција.

Ни судство се не налази на потребном нивоу. Оно би требало да штити права појединача и његових фирм не само у приватном промету, већ и од угрожавања од стране извршне власти. Оно то, међутим, не чини у потребној мери. Основна слабост судства је његова спорост. Предмети се нагомилавају и вуку годинама, а они чија су права угрожена губе наду у повољан и праведан исход. Ни знање судија није на потребној висини, што је, вероватно, последица брзих промена законодавства које неке судије нису у стању да прате. Постоји и корупција, која се не може назвати незнатном.

СТАЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

У Србији стање корпоративног управљања није за похвалу и српска привреда и даље заостаје за другим, посебно развијеним земљама. Узрок тога је више.

Прво, још увек није приватизован знатан број предузећа, међу којима су велика државна предузећа и она друштвена или мешовита која су велики губитаки. У њиховом функционисању, и поред нормативних иновација, и даље суштински преовладавају стари социјалистичко-самоуправни механизми управљања, засновани на друштвеној/државној

својини и снажном политичком упливу: директор је најважнији чинилац, и поред нормативних решења о доминацији управних одбора и скупштина, и од њега зависе све важне одлуке; политички фактори изван предузећа се и даље веома мешају у стратешке одлуке, макар у постављање директора; и даље постоји меко буџетско ограничење, ослоњено на државне субвенције, одсуство стечаја итд; транспарентност процедура је ниска, па су и прекраји процедура чести (често на нечији рачун), али и обично пролазе без санкција; исплата зарада запосленима најчешће је и даље основни мотив пословања, као у самоуправним временима (ипак, нешто остане и за менаџмент, као некада) и слично.

Друго, ни приватизована/односно приватна предузећа нису ослобођена проблема корпоративног управљања. Наиме, битно унапређење очекивано је, с правом, од приватизације и преласка предузећа из руку партијских чиновника у руке приватних власника, који свакако имају далеко више подстицаја да добро раде и унапређују пословање фирме. Ипак, приватизација није сама по себи довољан лек. Она доноси унапређење управљања, што јасно показује постприватизационо искуство у Србији, али се и код предузећа у приватном власништву могу јавити, и јављају се не само у Србији него и у другим земљама, слабости које ограничавају квалитет корпоративног управљања. Поменимо принципал-агент и принципал-принципал проблеме. Али, постоји и јасан културолошки проблем, који је углавном последица традиције, односно доминације једног начина управљања у ранијим временима и навика људи и тешкоћа да се тих навика ослободе.

Очевидан проблем приватизованих предузећа је експропријација мањинских акционара од стране већинског/већинских, било кроз извлачење новца из предузећа, било кроз разводњавање акција.

Треће, не у свему добро реформисана привредна регулатива, која у законски оквир функционисања предузећа понекада шаље лоше подстицаје. Закон о привредним друштвима је донет пред крај 2004. године и он на модеран начин регулише корпоративно управљање. Ипак, и поред похвала, нису сва у њему дата решења најсрећнија, тако да за даље унапређење свакако има места. Још више, његове одредбе нису ни могле да у кратком року потпуно промене систем корпоративног управљања у Србији, за шта је потребно више времена. Затим, неки други закони нису довољно добри, као Закон о тржишту хартија од вредности у неким одредбама, а потребно је унапређење берзанских правила (услови котирања) и слично. Другим речима, потребно је даље унапређење

регулативе и више времена да постојећа регулатива донесе потребно побољшање корпоративног управљања.

Четврто, постоје слабости у раду надлежних државних органа и судства. Институције у Србији, и оне најважније, нису довољно снажне и ефикасне да обаве свој део послова и обезбеде подстицај, ваљано регулисан амбијент и, пре свега, да обезбеде извршење ваљаних правила понашања, о чему ће још бити говора.

Ипак, ствари постепено напредују. Приватизација се у Србији примиче крају, па ће неефикасно друштвено власништво потпуно нестати у докледно време. А приватизација државног власништва у мањем броју великих предузећа започета је. Општа оријентација на продају друштвеног и државног капитала стратешком власнику условила је, о чему ће бити више речи, и тип постприватизационе власничке структуре за дуже време у корист већинског власништва. Из тога произлази и основни проблем корпоративног управљања у Србији у наредном периоду: то није англосаксонски проблем принципал-агент, већ принципал-принципал, са свим регулаторним и функционалним последицама.

Основна регулативна решења за корпоративно управљање увек дају закони о привредним друштвима (компанијама, трговачким друштвима, предузећима итд). Српски Закон о привредним друштвима, усвојен у склопу скупштине у новембру 2004. године, представља битно унапређење пре-ма до тада важећем Закону о предузећима из 1996. године. Модернији је, прецизнији и доноси боља решења. Посебна врлина је што је флексибилан, па многе одредбе важе по дифолт принципу, тј. уколико се оснивачким актом другачије не одреди.

Основна решења из области корпоративног управљања су следећа:

- надлежности скупштине су конципиране шире него што је уобичајено: поред стандардних, као што су избор управног одбора, промена оснивачког акта, одлучивање о емисији акција и слично, ту су још избор ревизора и усвајање његовог финансијског извештаја, усвајање свих финансијских извештаја, зараде директора и чланова управног одбора и слично; таквим приступом покушано је јачање улоге власника на рачун улоге професионалних управљача, мада је неизвесно колико ће то реално успети,
- управни одбор, као орган који представља власнике, конципиран је као суштински основна власт у предузећу – он стратешки управља фирмом и бира и смењује менаџмент, што би требало да му

омогући контролу над менаџментом; дилема два одбора (управни и надзорни) или један (управни) решена је у корист другог решења, што је напредан англосаксонски принцип;

- да би се појачала независност управног одбора од менаџмента и крупних акционара, закон установљава обавезу избора у управни одбор котираних акционарских друштава већину неизвршних чланова¹¹ и најмање два независна члана,¹²
- надзор над (финансијским) пословањем менаџмента, па и управног одбора, конципиран је као заједничка дужност спољног ревизора и скупштине предузећа, јер је спољна ревизија обавезна, а ревизорски извешај се усваја или не усваја на редовном годишњем заседању скупштине друштва,
- одређивање зараде менаџера је дерегулисано, тј. предузеће може да, како је уобичајено у свету, веже њихове зараде за перформансе фирме (раст цене акција, профит итд) и тиме их подстакне да раде у њеном интересу,
- менаџмент је обавезан одредбама о фидуцијарности на лојално поступање према фирмама, тј. на вредно деловање у интересу предузећа, што, уколико се не поштује, може водити непријатним тужбама и споровима пред судовима,
- развијена је заштита мањинских акционара, што је важно у Србији где у приватизованим предузећима постоји изразита и по мале акционаре рискантна доминација једног власника; наиме:
 - могућност кумулативног гласања за чланове управног одбора, што повећава шансе мањинских акционара на добијање свог представника у управном одбору,
 - прописивање начела „једна акција један глас на скупштини”, чиме се онемогућавају специјалне бенефиције неких акционара изражене натпропорционалним гласачким правима,
 - право мањинских акционара (најмање 10% акција) да сазову скупштину друштва,
 - специјалан поступак одлучивања о великим трансакцијама, а одлуком скупштине друштва,

¹¹ Оних који нису чланови извршног одбора, тј. менаџмента.

¹² Овај критеријум је разводњен одредбом о цензусу, по којој се независним чланом сматра онај ко поседује, заједно са повезаним лицима, мање од високих 10% акција друштва.

- специјалан поступак код сукоба интереса одговорних лица (њихов посао са предузећем), а кроз искључење тих лица из процеса одлучивања,
- право акционара на продају акција по тржишној вредности друштву уколико је формално изнео неслагање са неким крупним одлучкама; овим правом се мањинским акционарима који су власници слабо ликвидних акција (преференцијалних или уколико се уопште не котирају на берзи) даје могућност да изађу из друштва.

Важна могућност ограничавања самовоље менаџера у акционарским друштвима са дисперзираним власништвом, какво у Србији постоји у мањем броју друштава, јесте укрупњавање. Јер, концентрисано власништво ствара могућност решавања принципал-агент проблема кроз директну контролу менаџмента. Концентрација може бити трајна или привремена, потпуна или делимична, а може се извести на више начина:

- куповином акција на берзи, с тим да постоји обавеза да се упути јавна понуда за преузимање приликом преласка прага од 25% укупног броја акција фирме,¹³
- прикупљањем заступничких гласова на скупштини друштва, тј. правом да се сопствени гласови повере неком другом и из тога проистеклом могућношћу да се сабирањем гласова малих акционара дође до већег или великог скупа гласова,
- преузимањем контролног власништва над друштвом кроз брезу куповину акција, а уз помоћ јавне понуде за преузимање; ово је погодан начин уклањања слабог менаџмента онда када ни управни одбор, ни скупштина не раде добро.¹⁴

¹³ Према Закону о преузимању акционарских друштава.

¹⁴ Преузимање фирм регулисани је Законом о преузимању акционарских друштава.

Емпиријска грађа: резултати анкете о корпоративном управљању

Да би се омогућила оцена стања корпоративног управљања, истражило функционисање његових основних механизама и уочиле промене у односу на ранији период потребна је емпиријска грађа коју једино може обезбедити анкета међу предузећима у Србији. Стога је, за потребе овог пројекта, урађена анкета о корпоративном управљању у Србији.

Погледајмо основне карактеристике анкете. Узорак је чинило 214 акционарских друштава. Одабрана су само акционарска друштва стога што се првенствено код њих јављају проблеми корпоративног управљања, а на основу одвојености власништва од управљања, али и зато што она представљају доминантан део економије Србије не само по промету, већ и по броју. Ово последње је последица чињенице да су сва приватизована предузећа у Србији статусно претворена из друштвених предузећа у акционарска друштва.

Међу 214 анкетираних фирм, из индустрије је 91, трговине 68, грађевинарства 33 и финансија 22. Међу њима, 62 имају до 25 запослених, 56 између 26 и 100 запослених, 43 између 101 и 250 запослених и 53 више од 250 запослених. Из Војводине је 60 акционарских друштава, из Београда 77 и из централне Србије такође 77.

Тип узорка је квотни, а конструкција узорка рађена је на основу три битне карактеристике предузећа: величине, делатности и локације централе по регионима Србије.

Прикупљање одговора изведено је непосредним разговором анкетара са једним чланом управљачке структуре акционарског друштва. Истраживање је обављено током априла 2008. године од стране агенције СММРИ.

О АКЦИОНАРСКОМ ДРУШТВУ

Погледајмо како су настала наша акционарска друштва. Највећи део анкетираних предузећа постао је АД кроз процес приватизације (68%),

17% је реорганизовано из другог правног облика, а свега 15% је формирано као акционарско друштво. То показује да је тек за око једну трећину акционарских друштава овај статусни облик намерно одабран, док је за велику већину друштава (више од две трећине) сама приватизација била пресудна. Током година у којима је вршена приватизација, а тако ће бити и у будуће, наспрот процеса стварања нових акционарских друштава, кроз приватизацију симултано тече процес тзв. затварања акционарских друштава, тј. промена статуса отворених акционарских друштава у затворена или у друштва са ограниченим одговорношћу. Тај је процес природан, јер је велики број акционарских друштава мали по обиму промета, капиталу и запослености, тако да ни не треба да буде у овом статусном облику, већ у неком једноставнијем. Наиме, као што је познато, облик отвореног акционарског друштва доноси са собом приличне трошкове, а с обзиром на сложеност организације и процедура функционисања. Стога је он погодан за велике фирме и амбициозне власнике, док је за мање подухвате и мање фирме погоднији облик друштва са ограниченим одговорношћу или, чак, облик друштва лица, као ортак-лук или радња. Стога се процес затварања малих и средњих фирм може само поздравити, као користан за многе фирме које су постале акционарско друштво вољом закона, а без икаквих економских потреба. Као последица затварања, у узорку је три четвртине (75%) отворених акционарских друштава и једна четвртина затворених.

Ко су власници ових акционарских друштава, домаћи или страни инвеститори? Колико је власништво концентрисано?

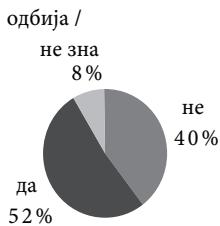
Однос приватног и друштвеног/државног капитала на нивоу Србије је 84:15, што указује на велику доминацију приватне својине. Узрок те доминације су и приватизације и развој аутохтоног приватног сектора током претходних година. Друштвени/државни капитал има већину над приватним у 10% акционарских друштава, што значи да се ради о фирмама које још нису ушле у приватизацију или је нису завршиле или се ради о јавним предузећима која неће ни бити приватизована. Капитал је искључиво у приватној својини у 62% акционарских друштава.

Интересантно је размотрити концентрацију власништва над акционарским друштвима у Србији, пошто је она битна детерминанта и проблема и метода корпоративног управљања.



Како видимо до 8 власника има 13% друштава, а до 50 још 18%. Највећи број акционарских друштава припада категорији са више власника – од 51 до 500 28% и преко 500 још 31%, што заједно даје 69%. По овоме би се дало закључити да је дисперзија власништва прилична.

Ипак, нешто другачије формулисано питање баца праву слику. На питање о томе постоје ли власници обичних акција у друштву са преко 66,7% акција, добијен је следећи одговор:



Значи, најмање у 52% акционарских друштава постоји власник који поседује више од две трећине акција, односно власништва. Наравно, ово је последица модела приватизације из 2001. године, по коме се једном инвеститору на конкурентски начин продаје 70% друштвеног капитала. На питање има ли власника обичних акција који поседује између 50 и 66,7% обичних акција добијен је одговор да таквих има у 11% фирмi, што значи да у 63% акционарских друштава у Србији постоји већински

власник.¹⁵ Поред тога, у 19% друштава постоје власници са 25 до 50% акција и у 29% фирмама власници са 10 до 25% акција.

Таква концентрација власништва може се оценити високом, чак и у поређењу са уобичајеним европским моделом акционарства. Извесна дисперзија, посебно у већим фирмама, такође је последица приватизација, али оних ранијих, заснованих на радничком акционарству. Те акције постепено прелазе из руку запослених у руке инвеститора, али овај процес још није завршен.

За корпоративно управљање важно је и да ли менаџмент поседује акције или не. Уколико поседује, онда је вероватно заинтересован за судбину фирме. Али, уколико је то учешће знатно, менаџмент може да експроприше мањинске акционаре у сопствену корист. У Србији у 28% фирм из узорка менаџмент уопште не поседује обичне акције, а и ако поседује, најчешће се ради о броју акција који не прелази једну четвртину укупног броја (у 15% предузећа менаџмент поседује до 25% акција). Тек у 14% акционарских друштава менаџмент поседује већину акција, што би онда значило да су у њима већински власници преузели на себе оперативно управљање фирмом. Занимљиво је да чак у 42% случајева испитаници не знају или не желе да говоре о уделу менаџмента у власништву обичних акција у предузећима.

Запослени и пензионери временом губе власничке позиције, иако су својевремено били доминантни власници. Тако сада тек у 10% акционарских друштава имају већину акција, у 45% мањину, у 9% уопште не поседују акције, док у 36% није добијен одговор. Страна лица су већински власници у само 5% акционарских друштава, мањински у 15%, а немају акције у 30%. За 50% није добијен одговор.

Погледајмо и које хартије од вредности емитују српска акционарска друштва. Поред обичних акција, као стандардних власничких хартија, појављују се приоритетне акције у 8% друштава. Узрок њихове појаве у Србији је сличан ономе у свету – тежња некога ко у једном тренутку има контролу над фирмом да за себе обезбеди повољнији положај. Тако је у Србији више фирмама пре приватизације емитовало приоритетне акције и поделило запосленима по ранијим законима како би се обезбедили од високо ризичних обичних акција. Компанијске обvezнице издало је само 3% фирмама, што сведочи о високој уздржаности која је последица ненавикнутости на прикупљање капитала на финансијском тржишту, па било кроз акције, било кроз обvezнице.

¹⁵ Не заборавимо и 8% одговора „не знам“ или „одбија да одговори“.

ПРАВА АКЦИОНАРА

Да би акционари могли испољавати своје право власништва свакако је потребно да оно буде транспарентно и неспорно. О томе се у Србији, а по Закону о тржишту хартијама од вредности, брине Централни регистар. Некадашње књиге акционара, које су водила сама акционарска друштва, више нису доказ власништва, нити обезбеђују права из самих хартија. Да би, значи, једна акција постала права акција потребно је да буде регистрована у Централном регистру.

Резултати анкете показују да су акције 85% акционарских друштава регистроване у Централном регистру, а да је код 12% поступак регистрације у току. Свега 2% предузећа нема регистроване акције. Београдске фирме готово по правилу имају регистроване акције, док је највише оних са нерегистрованим акцијама у централној Србији. Акције само 2% друштава нису регистроване, што може донети велике непријатности и губитке њиховим власницима, као што се додатило у најпознатијем случају манипулације акцијама Ц маркета од стране менаџмента.

Слобода располагања акцијама од стране власника, мислимо на слободу трговања, важна је одлика испољавања власничких права, али и одлика која доприноси вишој цени акција него онда када трговина њима није сасвим слободна. У Србији је у 69% предузећа из узорка промет акција потпуно слободан, у 17% није због одредби статута о предности постојећих акција, а у 12% није слободан, а због тога што се још увек не котирају на берзи (31%), затворено акционарско друштво (23%) итд. У Београду је више него у целој Србији фирмама са слободним прометом акција (83%) а у Војводини мање (50%). Са друге стране, постојећи акционари имају предност при куповини акција у 55% предузећа из узорка.

На Београдској берзи котирају се акције 65% предузећа која су обухваћена истраживањем, свега 3% предузећа пласира своје акције на неку интернационалну берзу, акције скоро четвртине предузећа се уопште не котирају на берзи, док у 6% предузећа акције се не котирају на берзи али се њима слободно тргује. Код питања котирања акција на Београдској берзи појављује се стари проблем: на А листингу берзе, који представља место берзанске трговине, налазе се акције само два акционарска друштва, док се осталима тргује на тзв. Б листингу, односно на ванберзански начин на самој берзи. Стога је статус многих акција нејасан, посебно стога што се њима не тргује континуирано, већ само повремено.

Занимљиво је погледати како чланови управљачке структуре српских акционарских друштава оцењују цене сопствених акција. Тако представници предузећа чије се акције котирају на Београдској берзи веома ретко сматрају да су остварене цене акција више од фер цене (6%), 45% сматра да су цене фер, а 44% да су цене акција ниže од фер цене. Ово раширено уверење да је вредност акција потцењена није у складу са оценом берзанских аналитичара да су вредности на Београдској берзи и даље прецењене, и поред пада у периоду 2007-2008. година. Одржавање постојећих цена они тумаче шпекултивним разлозима, док фундаментални (одсуство одговарајућег профита) сугеришу да би цене требало да буду ниже. Постојећи акционари се најчешће појављују као главни купци акција на берзи (27%), затим следе други инвеститори (22%) и директори (8%). 43% испитаника не зна или не жели да да информацију о главним купцима акција на берзи у последњим месецима.

Заштита мањинских акционара предмет је велике пажње и законо-даваца у свету и Закона о привредним друштвима у Србији. Овај закон сугерисао је механизме њихове заштите, ређе у императивној, а чешће у диспозитивној форми. Мањински власници не уживају посебну заштиту у 36% случајева, а уживају у скоро 60%, и то тако што могу да сазову Скупштину друштва (40% од целог узорка) или тако што се чланови УО бирају кумулативним гласањем (16% од целог узорка).

Незадовољни акционар има права да тужи друштво због повреде својих права. У Србији то (још) није раширена пракса, па се у свега 13% предузећа из узорка догодило да је неки акционар у последње две године тужио суду друштво или менаџмент друштва.

Наравно, интереси акционара долазе, или би требало да дођу, на прво место кроз респектовање интереса друштва, а у циљу увећавања његове вредности. Поред интереса самог друштва, приликом доношења важних пословних одлука најчешће се у обзир узимају интереси запослених (60%), купца (35%), банке (22%), државе (20%), поверилаца (18%) и добављача (16%).

УПРАВЉАЊЕ ПРЕДУЗЕЋЕМ

Погледајмо прво институционалну структуру српских акционарских друштава. Сvakако, сва имају скупштину, управни одбор и генералног

директора, а према Закону о привредним друштвима. Остали, помоћни органи овако су заступљени:



Управни одбор је готово универзални орган, али га не налазимо у свим акционарским друштвима јер га, по Закону о привредним друштвима, затворена акционарска друштва не морају имати, већ његову улогу може обављати директор.

Надзорни одбор је заступљен у две трећине друштава, мада је по Закону о привредним друштвима генерално необавезан орган, осим у специјалним ситуацијама. Очигледно је да је навика оснивања одбора, настала по ранијим законима о предузећу, остала и да је сама идеја постојања овог органа ухватила корена у Србији. Извршни одбор директора постоји у половини друштава, с тим да његова фреквенција битно зависи од величине друштва: у малима је мање заступљен (24% у фирмама до 25 запослених) него у великима (74% у фирмама са преко 250 запослених). Занимљиво је да у свакој седмој фирми постоји и савет запослених, мада не знамо да ли је предвиђен статутом и институционализован или је практично неформалан.

Надлежности тела друштва

	Скупштина	УО	Менаџмент	Не зна/ одбија
Усвајање правилника и сличних општих аката	36	68	18	4
Утврђивање пословне политike	29	63	28	4
Одлучивање о великим трансакцијама	45	53	20	5
Одлучивање о инвестицијама	32	65	22	5
Одлучивање о стратегији развоја друштва	33	58	25	8
Издавање нових акција	60	28	7	16
Издавање других хартија од вредности	46	27	9	26
Избор ревизора	40	38	23	11
Склапање уговора са ревизором, уз одређивање накнаде	22	39	41	13
Одобравање годишњег извештаја и финансијских извештаја	58	44	16	8
Иницирање ванредних ревизија пословања	31	42	16	27
Одлучивање о дивиденда	57	31	8	18
Стварање и одржавање унутрашњег контролног система	22	45	31	17

Како видимо, усвајање правилника и сличних општих аката, баш као и утврђивање пословне политike, одлучивање о инвестицијама, одлучивање о стратегијама развоја је у надлежности управног одбора (око две трећине предузећа из узорка), одлучивање о великим трансакцијама је у надлежности управног одбора (53%) или скупштине друштва (45%), издавање нових акција је најчешће у надлежности скупштине друштва (60%), баш као и издавање других хартија од вредности (46%). Избор ревизора, као и склапање уговора са њим подједнако често обављају скупштина друштва или управни одбор (око 40%). Одобравање годишњег извештаја најчешће врше скупштина (58%) и управни одбор

(44%), иницирање ванредних ревизија пословања управни одбор (42%) и скупштина (31%), одлучивање о дивидендама скупштина друштва (57%), а стварање и одржавање унутрашњег контролног система је најчешће под ингеренцијом управног одбора (45%).

Подела надлежности између органа акционарских друштава у Србији глобално је у складу не само са важећим законодавством, већ је честа у земљама са зрелим акционарским системима: уочљива је доминација управног одбора у односу на менаџмент. Ипак, та подела надлежности не говори нам довољно о стварном, односно неформалном утицају поједињих органа на друге органе, као што је, на пример, чест важан или пресудан утицај генералног менаџера на управни одбор. Стога је и циљ оваквих истраживања установљавање тог стварног утицаја, и иза сцене уколико је потребно. Да би додатно прецизирали утицај и установили стваран, постављено је следеће питање:

„Ко од наведених остварује ефективну контролу над друштвом, где се под контролом подразумева стварно доношење најважнијих одлука које се тичу друштва?“

Дистрибуција одговора била је следећа:¹⁶



Како видимо, у 44% предузећа обухваћених истраживањем ефективну контролу над предузећем остварује управни одбор, у 36% приватни власници, а у 16% генерални директор. Оваква дистрибуција одговора могла би, у општем случају, да нас остави у дилеми ко је главни у фирмама, јер у земљама са дисперзираном власничком структуром није сигурно ко

¹⁶ Збир је већи од 100% стога што су дозвољени вишеструки одговори.

контролише управни одбор: акционари или менаџмент. Ипак, у Србији такве дилеме не постоје јер нема сумње, бар у мери у којој се може веровати одговорима из анкете, да у акционарским друштвима у Србији власници немају већих проблема са менаџментом. Јер, они директно или преко управног одбора доминирају акционарским друштвима и доносе суштинске одлуке у свом интересу. Управни одбор, бар у фирмама које су приватизоване по закону из 2001. године, а то је највећи број, изабран је од једног јединог већинског власника и он свакако делује у интересу тог већинског власника.

Запослени, видимо, стварну контролу над предузећем имају у свега 4% случајева, што значи да је време самоуправљања дефинитивно прошло, јер у малом броју фирм, и то само оних приватизованих по ранијим законима, и даље постоји радничко акционарство, односно ситуација да су запослени и главни власници фирме, па тиме и његови управљачи.

Погледајмо функционисање основних органа акционарских друштава.

Скупштина, чији су чланови акционари и која би требало да доноси основне одлуке, од којих је вероватно најважнија избор управног одбора. Редовна скупштина се одржава једном годишње и на њој се анализирају резултати пословања у претходној години и евентуално бира управни одбор и дају смернице за следећи пословни период. Може се сазвати и ванредна скупшина, на којој се такође могу расправљати све релевантне теме.

Почетно питање је у којој мери акционари могу да непосредно учествују у раду скупштине друштва. Показало се да у 72% предузећа сви акционари могу непосредно учествовати у раду скупштине друштва, док то није могуће у 20% предузећа обухваћених истраживањем, где је најчешће услов за учествовање у Скупштини поседовање најмање 1% акција (31%), 6-10% акција (19%) а више од 10% акција услов је у 26%. Нема сумње да је врло лагодно имати скупшину од једног човека, јер то поједностављује њен рад, али ипак није фер поставити статутом тако високу границу за присуство скупштини какво је 5 или чак 10% укупног број акција. Такво решење сугерише да постоји идеја онемогућавања учешћа мањинских акционара у раду скупштине, а тиме можда и идеја њихове експропријације.

За квалитет корпоративног управљања важан је начин организације скупштине акционара, како би сваки од њих могао да користи своја власничка права. Јер, утицај акционара се обично и завршава са скупштином,

тј. са одлуком о избору управног одбора и, евентуално, неким формалним одлукама које су важне, али не за оперативно вођење послова. Почнимо од позива. Чланови Скупштине друштва најчешће се позивају писменим позивом упућеним сваком појединачном члану скупштине (63%), огласом у новинама (47%), интерним информисањем у просторијама друштва (21%) и електронском поштом (8%). И рокови су важни, да би акционари могли да испланирају своје послове и да се припреме за скупштину. Најмање 30 дана унапред чланови скупштине су обавештени о њеном одржавању у 53% предузећа, 10-30 дана раније у 35% предузећа, а мање од 10 дана у 9%. Битно је и шта се акционарима доставља уз позив: што детаљнији материјал то је боље, мада тако трошкови расту. Уз позив, члановима скупштине се далеко најчешће упућује предлог дневног реда (74%), опис сваке тачке дневног реда (35%), пратећа документација за сваку тачку дневног реда (35%), годишњи извештаји (31%) и финансијски биланси (27%). Код достављања материјала потребно је наћи равнотежу између потпуности информације и трошкова слања великих пакета на велики број адреса. Понекад је могућа манипулатација изведена тако што се скупштина акционара одржава далеко од седишта друштва, а на основу претпоставке да многи акционари тада неће доћи. Међутим, у Србији се скупштине акционара далеко чешће одржавају у граду у којем се налази седиште друштва (92%) него у неком другом граду (4%).

Кворум за одржавање скупштине најчешће је дефинисан као преко 50% акција које имају право гласа по датом питању (90% предузећа из узорка). Кворум за рад поновљене седнице друштва по одређеном питању најчешће је више од једне трећине акција које имају право гласа по датом питању (65% предузећа из узорка). Занимљиво је да у једном броју акционарских друштава кворум и за први и за други покушај одржавања скупштине износи преко 50% акција, што сведочи о жељи да у раду скупштине учествује велики број акционара.

Погледајмо технике гласања. На скупштини друштва најчешће се гласа јавно, подизањем руке или картона (59%), а у 29% предузећа из узорка начин гласања зависи од врсте предлога за који се гласа. У 22% предузећа обухваћених истраживањем не може се гласати у одсуству, а уколико је то омогућено, ради се најчешће преко опуномоћеника (61% од целог узорка) и писменим путем (23%). Као пуномоћници одсутних акционара најчешће се појављују други акционари друштва (44%).

У 60% случајева не постоје одступања од принципа да је број гласова које један акционар има на Скупштини пропорционалан броју гласова.

У оним предузећима у којима долази до одступања од овог принципа, најчешћи разлог је постојање горње границе броја гласова које један акционар има (25% целог узорка), а затим следи спорији раст броја гласова од броја акција, тј. дегресија (8% целог узорка).

Квалификована већина на скупштини најчешће је потребна за извршење одлука као што су статусне промене, промене облика и престанак друштва (70%), повећање и смањење основног капитала (60%), расподела годишње добити и покриће губитка (59%), избор на нека руководећа места (30%).

Избор чланова управног одбора обичним, некумулативним гласањем врши се у 52% предузећа из узорка, а кумулативним гласањем у 43% предузећа. У Београду је принцип некумулативног гласања нешто чешћи него у остатку Србије (70%).

Мањина акционара може да сазове ванредну Скупштину друштва у 56% предузећа која су учествовала у нашем истраживању, а не може у 35% предузећа (9% анкетираних особа не зна или не жели да одговори на ово питање). У највећем броју предузећа у којима постоји могућност да мањина акционара сазове ванредну Скупштину, 10% акционара је довољно да донесе одлуку о сазивању ванредне скупштине (53%).

Присуство акционара седницама скупштина је обично високо, што није неубичајено за фирме са мањим бројем акционара. На последњој редовној скупштини друштва у 31% предузећа из узорка било је присутно више од 85% акционара, у 29% предузећа 66-80% акционара, а у 19% предузећа 51-65%. Значи, чак на четири петине скупштина било је присутно преко половине власника акција, што такође сведочи о високој концентрацији својине. Јер, у акционарским друштвима са дисперзијом власништва скупштинама обично присуствују власници врло малог процента акција.

У већини предузећа из узорка, на последњој седници Скупштине је било мирно и сви предлози су готово једногласно изгласани (74%). У осталим предузећима било је супротстављаних струја (3%) и отворене дискусије, незадовољства (18%).

У 46% предузећа из узорка у последње две године је одржана ванредна скупштина. Најчешћи разлози за сазивање ванредне скупштине су промена статута (38%), смењивање/избор управног одбора или менџмента (31%), издавање нових акција (16%), одобрење специјалних уговора (10%). Иницијатива за сазивање ванредне скупштине у највећем

броју случајева је потекла од управног одбора (63% од оних предузетника која су у последње две године имала ванредну скупштину), затим од стране већинских власника (16%) и менаџмента (14%). Очигледно је, дакле, да ванредне скупштине нису биле сазиване због проблема корпоративног управљања, већ из разлога проистеклих из нормалног пословавања.

Управни одбор. Тело, односно орган акционарског друштва који би требало да води послове друштва. Бирају га акционари на скупштини друштва да умести њих води друштво. Одлучује о стратешким пословима друштва када то не чини сама скупштина, а бира и надзире менаџмент који би требало да води оперативне послове, односно да спроводи одлуке управног одбора.

Погледајмо прво податке о саставу управних одбора. Уoko две трећине акционарских друштава (прецизније – 62%) управни одбори броје пет чланова и мање, док у једној трећини (30%) броје више од пет чланова. Број чланова управних одбора расте са повећањем акционарског друштва.

Просечна старост чланова управног одбора најчешће је у интервалу 41-50 година (55% предузетника), што је релативно ниска старост за људе који нису оперативци, већ стратешки управљају предузетњем. Потом следе они са просечном старошћу између 20 и 40 година (22%) и са преко 50 година (11%).

Број жена чланова управног одбора је мањи него мушкараца. Ниједну жену нема 22% фирми које имају управни одбор, 1 жену има 31%, 2 и више жена 26%. Видећемо ускоро да у просеку две жене заузимају места чланова управних одбора, с тим да је просечан број чланова управних одбора 5,7. Значи, жене чине 35% чланова ових главних пословних тела, што није мало и што представља недостижни циљ у многим другим занимањима.

Последњих година постоји извесна мода у корпоративном свету, и још више у регулаторном, да се у управне одборе укључују људи који нису ни запослени у фирмама, а ни акционари предузетника, а из уверења да ће они непристрасно и ефикасно водити послове, посебно у поређењу са запосленима (тј. члановима менаџмента). У Србији је та идеја тек делничично ухватила корен: 15% предузетника из узорка нема ниједног независног члана, 36% има једног независног члана, а 26% више од два независна члана. Што се броја чланова УО који су запослени у друштву

тиче, 11% предузећа нема ниједног запосленог у свом УО, 35% предузећа има једног а 38% два и више.

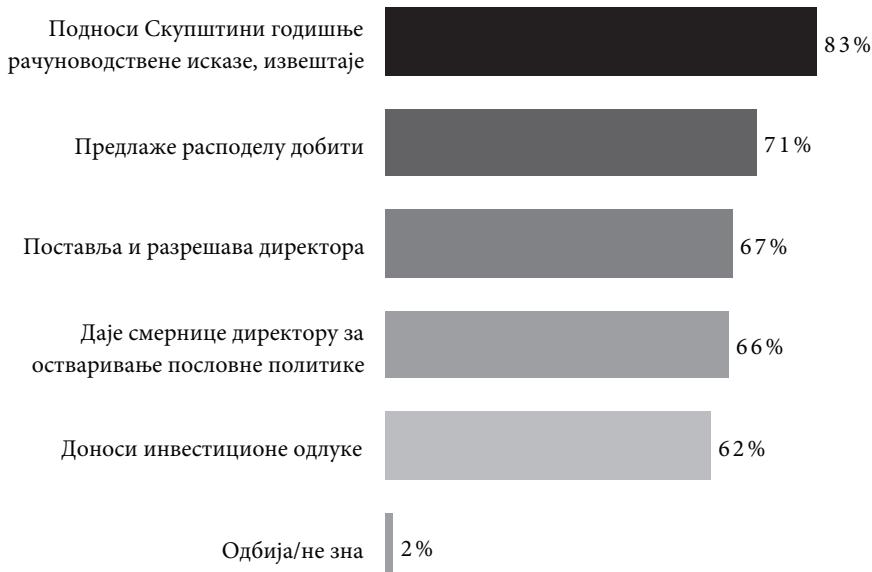
Седнице УО до 30 минута трају у 22% акционарских друштава из узорка, 30-90 минута у 44% акционарских друштава а преко 90 минута у 24% предузећа из узорка. У прошлој години, до 5 седница УО одржано је у 37% предузећа из узорка, 6-10 седница у 29% предузећа а преко 10 седница у 22% предузећа. Седницама УО у 22% предузећа из узорка присуствовало је до 3 члана у просеку, у 39% предузећа 4-6 чланова а у 27% предузећа 6 и више чланова.

Просечне вредности за састав УО и његове седнице

	Тотал	Основна делатност				Величина фирме по броју радника				Регион		
		Индустрија	Пртвина	Грађевина	Финансије	До 25	26 - 100	101 - 250	Више од 251	Војводина	Београд	Централна Србија
Н	188	82	62	29	15	51	49	37	51	40	74	74
Број чланова	5,7	5,9	5,8	5,0	5,3	4,6	6,2	5,8	6,1	6,8	5,2	5,5
Просечна старост чланова	45,7	45,8	44,6	47,2	46,4	46,0	44,3	46,2	46,3	46,3	47,0	44,0
Број жена чланова	2,0	2,2	2,1	1,1	1,4	1,1	2,2	3,6	1,2	3,1	1,1	2,2
Број независних чланова УО	2,1	2,2	2,2	1,5	2,5	1,7	2,4	2,2	2,3	2,3	2,0	2,3
Број чланова који су запослени у друштву	2,9	3,6	2,3	2,6	1,2	2,0	2,6	4,0	3,0	3,7	2,2	3,0
МИНУТА - Просечно трајање седнице УО	66,9	70,7	61,7	64,8	72,3	64,4	76,6	61,9	63,9	90,3	54,1	66,8
Број седница у прошлој години	9,3	8,9	10,9	6,5	10,9	8,9	8,4	8,0	11,7	08,3	9,8	9,4
Просечан број чланова по седници	6,0	6,1	6,8	4,7	5,0	4,4	5,5	8,0	6,9	8,6	5,9	04,8

Када се посматрају просеци на свим горе наведеним карактеристикама, видимо да је просечан број чланова управног одбора 5,7, просечна старост чланова УО 45,7 година, просечан број жена је 2, просечан број независних чланова 2,1, просечан број људи који су запослени у друштву и чланови су управног одбора 2,9. Седнице у просеку трају 67 минута, а сазвано их је у просеку 9,3 у прошлој години.

Погледајмо функције управних одбора:



Значи, управни одбор акционарских друштава из узорка у 83% случајева подноси Скупштини годишње рачуноводствене исказе и извештаје, у 71% случајева предлаже расподелу добити, у 67% случајева поставља и разрешава директора, у 66% случајева даје смернице директору за остваривање пословне политike, у 62% случајева доноси инвестиционе одлуке. Све су то уобичајене функције управних одбора.

Како се бира управни одбор? Ко га предлаже, јер ко предлаже тај с разлогом очекује лојалност управног одбора? У 63% акционарских друштава из узорка која имају управни одбор овај орган изабран је на предлог већинских акционара, у 12% случајева на предлог запослених, у 9% на предлог директора у 4% случајева на предлог других лица или

организација. Очигледно је и из одговора на ово питање да у Србији већински акционар контролише ситуацију: он предлаже скупштини друштва управни одбор, наравно у складу са својим интересима, а скупштина прихвата тај предлог будући да већински акционар контролише скупштину.

За избор председника управног одбора тражи се у већини акционарских друштава (57%) посебна већина гласова, тј. тражи се већина гласова свих чланова управног одбора, док је у мањем броју (39%) дољница већина присутних чланова.

Располагање информацијама доноси моћ, како каже изрека, па је и услов успешног руковођења и пословања. Управљач фирмом свакако мора да располаже свим релевантним информацијама. Да видимо како је то у Србији, односно какви су одговори на питање да ли чланови управног одбора имају приступ свим информацијама и документима друштва. У 90% предузећа обухваћених истраживањем чланови управног одбора имају неограничен приступ, а у 10% случајева немају. Изгледа да се у мањини друштава не схвата добро ко треба да управља фирмом, тј. да директор успева да маргинализује утицај управног одбора. Целом је то, верујемо, остатак свести из самоуправног времена, по којој је једино директор реална снага, а сви остали тек номиналне величине, а делом реалног процеса борбе за моћ у фирмама у коме директор побеђује.¹⁷

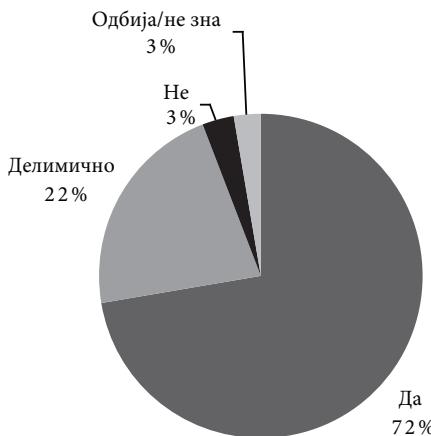
Сарадња између управног одбора и генералног директора је најчешће врло добра. Тако управни одбори усвајају предлоге генералног директора практично увек у 38% предузећа из узорка, често у 45% предузећа из узорка, ретко у 4% предузећа из узорка, а у 11% предузећа управни одбор обично разматра предлоге појединачних својих чланова. Очигледно је да та хармонија не функционише тек у малом проценту друштава.

Директор најчешће извештава управни одбор о свом раду и оперативном пословању. Тек у 7% акционарских друштава обухваћених истраживањем генерални директор не извештава Управни одбор, чак у 48% предузећа то ради писменим путем (најчешће једном месечно – 32% или једном у три месеца – 22%), а у 58% усменим путем (најчешће једном месечно – 36% или једном у три месеца – 18%). На тај начин, управни одбори увек имају прилику да расправљају о пословању фирме и да,

¹⁷ Писац ових редова је члан управног одбора једног републичког јавног предузећа. Доста се мучи да своје колеге увери да је управни одбор главни управљач фирмом, али му то слабо полази за руком. Већина чланова доживљава управни одбор као саветодавни одбор директора, што им више одговара као лакши посао, али и због недовољних управљачких способности.

практично на свакој седници, одлучују о поверењу менаџменту усвајајући или не усвајајући његов извештај.

Поставили смо и директно питање о томе ко ефективно контролише друштво, имајући на уму чињеницу да директна питања често не обезбеђују искрене одговоре.



Дакле, резултат је следећи: у свега 3% акционарских друштава из узорка управни одбор нема пуну ефективну контролу на друштвом, у 22% има делимичну контролу, а у 72% има пуну ефективну контролу над друштвом, а која се огледа у надзирању менаџера и обезбеђивању да су одлуке о основним материјалним стварима у његовим (управног одбора) рукама. Овако висок проценат гласова ипак сугерише да у Србији управни одбори немају превеликих тешкоћа са менаџментом.

Погледајмо и системе награђивања чланова управних одбора и генералних директора. У највећем броју случајева, зараде чланова управних одбора су фиксне (45%), у 21% предузећа оне зависе од присуства седницама управног одбора, у 19% од укупног прихода друштва, а у 18% предузећа од профита. Видимо да је награђивање према перформансама друштва (засновано на приходу и профиту) доста слабо заступљено, што сведочи о томе да власници обично не сматрају потребним да подстичу чланове управних одбора на добар рад. Вероватно мисле да је чврста контрола већинског власника над њима довољна.

Да закључимо овај одељак. По свему судећи, управни одбори у Србији чврсто држе контролу над управљањем фирмом у својим рукама. Класичан проблем корпоративног управљања – онај кога у економској теорији називамо принципал-агент проблемом – у Србији у знатној већини акционарских друштава не постоји.

Известан број акционарских друштава (6% узорка) дао је у последње три године понуду за преузимање неког другог предузећа. У 92% случајева управни одбор другог друштва није преузео никакве кораке против понуде за преузимање; а у свим случајевима је понуда за преузимање на крају прихваћена, што сведочи о извесној незрелости акционарства, боље рећи управљања у Србији.

Генерални директор. У претходним одељцима видели смо да је генерални директор најчешће постављен на своје право место – он је неко ко води оперативне послове, а у оквиру својих надлежности. Тиме је прекинута ранија пракса по којој је он био доминантан чинилац, док су раднички савети и управни одбори били маргинализовани.

Анкета показује да генерални директор самостално води текуће послове друштва у 48% предузећа из узорка, делимично их води у око 50% случајева (у 49% јер у томе учествује управни одбор, а у 9% због тога што његови сарадници имају велику самосталност).

Што се судбине претходног генералног директора тиче, он је смењен у 27% предузећа из узорка, сам је отишао из друштва у 23% предузећа, пензионисан или умро у 15% и мандат му је истекао у 15% предузећа.

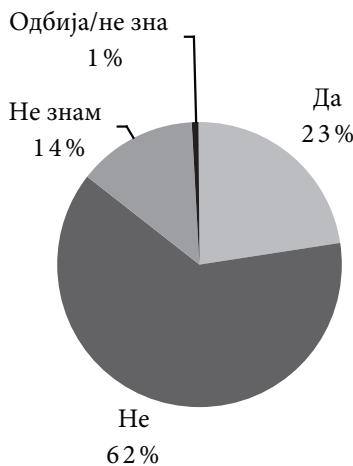
У скоро две трећине друштава обухваћених овим истраживањем, садашњи генерални директор је и пре постављења радио у друштву, а у једној трећини предузећа није. Изгледа да (нови) власници верују да је добро познавање ситуације у фирмама важна квалификација за главног менаџера.

Зараде генералног директора су најчешће фиксне (52%), а од профита и укупног прихода предузећа зависе у по 19% предузећа из узорка. Као и код управног одбора, и овде доминирају фиксне зараде. То вероватно значи да се у већини друштава сматра да директори немају довољну самосталност у одлучивању и одговорност за финансијске резултате пословања, па да им, стoga, ни не треба зараду везивати за пословне перформансе акционарског друштва.

Остало. Погледајмо и синдикалне односе у акционарским друштвима, конфликт интереса, утицај политике и слично.

У скоро четвртини акционарских друштава из узорка нема нити једног синдиката. У 30% постоји најмање један синдикат и слабо је активан, а у 44% фирмама постоји најмање један и врло је активан. Значи, у више од половине друштава управа нема проблема са синдикатима, али у знатном броју предузећа синдикати постоје и врло су активни.

Изгледа да је конфликт интереса доста честа појава у акционарским друштвима у Србији. Погледајмо графикон:



Наиме, резултати анкете показују да је у 23% друштава неки члан управе друштва (директор, члан УО, члан ИО и сл.) запослен у фирмама или је власник фирме која се бави сродном делатношћу, док у 62% то није случај. Тих 23% једним делом чине везе које контролише већински власник (чланство у управном одбору фирме кћерке или сестринске фирме), али вероватно постоје и оне везе које не би требало да постоје, односно које угрожавају лојалност члана управе акционарском друштву, а у корист неке друге фирме. Највише их је у индустрији (29%), а најмање у финансијама (9%).

Слично томе, у 62% акционарских друштава из узорка ниједан члан управе нема никакве пословне односе са предузећем (кредит, трговина, услуге, кауција, гаранција итд), 9% их има уз сагласност управног одбора,

а 7% их има без сагласности управног одбора. Ових последњих 7% су забрињавајући, јер могу представљати дилове којима се штети акционарско друштво у личном интересу. Што је најзанимљивије, далеко највећи број потиче из сектора финансија (стамбени и други кредити?), док је у осталим делатностима врло низак.

Истражили смо и утицај политике (утицајни појединци, владајуће странке, органи власти итд) на поједине послове акционарских друштава. Показало се да је он далеко мањи него некада, што је, свакако, природно по приватизацији. Највећи је кроз утицај на приватизацију (11,7%), инвестиције (11,2%) и на текуће пословне одлуке (11,2%), а мањи на организациони облик друштва (7,5%) и најмањи код избора менаџмента (4,7%). Превасходи разлог за утицај политike свакако је чињеница да у акционарским друштвима Србије још увек постоје друштвени и државни капитал, па тиме и право државе да учествује у доношењу одлука.

ТРАНСПАРЕНТНОСТ

Транспарентност, односно висок ниво објављивања информација о пословању акционарског друштва, представља један од угаоних каменова успешног корпоративног управљања. Јер,

- висока обавештеност потребна је акционарима како би били у стању да доносе одлуке из своје компетенције, посебно оне стратешке и
- висока обавештеност јавности је добра за акционарско друштво јер омогућава потенцијалним инвеститорима максимално поуздану одлуку о улагању, односно куповини хартија од вредности.

Транспарентност, свакако, не треба да буде скупа за акционарско друштво, нити да води откривању пословних тајни и погоршању његове конкурентске позиције.

На питање „Шта се од следећих докумената објављује у јавности“ добијен је следећи одговор:

Документи који се објављују у јавности

	%
Годишњи извештај	87,4
Биланс стања	83,6
Биланс успеха	79,9
Ревизорски извештај	64,0
Извештај о променама основног капитала	62,1
Извештај о готовинским токовима	53,7
Мишљење ревизора	50,5
Извештаји о материјално значајним догађајима	41,1
Вербални опис финансијских извештаја	39,7
Статут и правилници друштва	34,1
Приказ организације друштва	29,4
Квартални извештај	28,0
Идентитет свих акционара	27,1
Идентитет акционара који контролишу преко 50% акција	21,5
Списак повезаних лица	19,6
Биографске информације о члановима управног одбора	15,4
Укупан износ зарада чланова управног одбора	15,0
Индивидуалне зараде чланова управног одбора	14,5
Информације о купопродајама акција од стране чланова руководства	14,0
Политика и принципи корпоративног управљања	12,6
Идентитет крајњег корисника који блокира акционаре	12,1
Биографске информације о члановима менаџмента	11,7
Укупан износ зарада чланова менаџмента	11,2
Индивидуалне зараде чланова менаџмента	10,3
Ништа од наведеног	6,5
Одбија/Не зна	0,5

Дакле, у јавности се најчешће објављује годишњи извештај – у 87% предузећа из узорка, затим биланс стања – у 84% предузећа, биланс успеха – у 80%, ревизорски извештај – у 64%, извештај о променама основног капитала – у 62%, извештај о готовинским токовима – у 54%, мишљење ревизора у 51% и тако даље. Разлози необјављивања неких од поменутих докумената су: непостојање правних обавеза (51%), непостојање тражње за тим информацијама (45%), непостојање економског разлога (21%).

	%
Извештај председника управног одбора	70,6
Анализа и дискусија финансијских резултата и неизвесности пословања	66,4
Извештај спољног ревизора	53,3
Највећа дуговања и потраживања	51,4
Извештај ревизорског комитета или комисије друштва	39,7
Циљеви и стратегије друштва	38,8
Тржишни удео и расподела продаја по водећим групама купаца	36,4
Структура власништва, политика дивиденди и историја дивиденди	35,5
Важнији судски спорови	34,6
Одитовани финансијски извештаји, са пратећим коментарима	29,4
Принципи и политика корпоративног управљања	26,6
Имена акционара и износ акција које поседују	22,9
Број акција чији су власници чланови управног одбора и менаџмента	20,1
Биографске информације о члановима управног одбора и менаџмента	13,1
Износ зараде чланова управног одбора и менаџмента	11,7
Одбија/Не зна	3,3

Последњи годишњи извештај садржавао је извештај председника управног одбора у 71% предузећа из узорка, анализу и дискусију финансијских резултата и неизвесност пословања начињену од стране

менаџмента у 66% предузећа из узорка, извештај спољног ревизора у 53% предузећа из узорка, највећа дуговања и потраживања у 51% случајева. Сви други документи присутни су у годишњем извештају у 40% и мање акционарских друштава.

По мишљењу анкетираних, потенцијални инвеститор до информација о менаџменту, пословању и финансијским резултатима друштва може доћи прелиставањем годишњег извештаја (53% друштава из узорка), затим од друштва на захтев (46%), на интернет сајту друштва (46%), те у јавном кварталном извештају (14%).

О важнијим имовинским трансакцијама би се информације ређе давале у јавност. Тако би 33% акционарских друштава обухваћених истраживањем јавно обзнатило трансакцију између повезаних лица и трансакцију чија је вредност већа од 10% књиговодствене вредности друштва, 12% друштава би објавило само трансакцију за повезана лица, 9% само трансакцију чија је вредност већа од 10% књиговодствене вредности друштва, а 32% друштава не би објавило нити једну од ових трансакција.

На питање ‘Наведите које извештаје друштво подноси Комисији за хартије од вредности и Београдској берзи?’ добијени су следећи одговори: Комисији за хартије од вредности се најчешће подносе годишњи извештај (67% предузећа из узорка), затим извештај о промени власништва која укључује више од 10% обичних акција (34%), те полугодишње извештаје (29%) и кварталне извештаје (13%); Београдској берзи се најчешће подноси годишњи извештај (65% акционарских друштава из узорка), затим извештај о промени власништва која укључује више од 10% обичних акција (32%), те полугодишње извештаје (31%) и кварталне извештаје (16%).

Ипак, Београдска берза није у ситуацији да инсистира на ширем објављивању пословних информација пошто има великих проблема са својом активношћу: прво, на А листингу (то је онај прави) котирају се тек два акционарска друштва, док се акцијама велике већине труже на тзв. ванберзанском листингу; друго, и тај број се смањује, пошто је у току процес затварања отворених акционарских друштава било у затворена акционарска друштва, било у друштва са ограниченом одговорношћу.

Поузданост информација, посебно оних финансијских, расте када на њих печат ставе ревизорске фирме. Тада пословна јавност узима у обзир и њихову кредитабилност. Пошто ревизија није само корисна за објективност информација, већ је и законска обавеза у Србији, погледајмо коме

наша акционарска друштва поверају тај посао. Локална ревизорска фирма је ревизор 54% акционарских друштава из узорка, интернационална ревизорска фирма у 22% друштава и индивидуални ревизор у 16% случајева. Интернационалне ревизорске фирме посебно наглашено (55%) ангажују фирме из финансијског сектора.

Акционари и чланови скупштине о раду друштва најчешће се обавештавају на скупштини друштва (55% предузећа из узорка), личним увидом у управи друштва (31%), писменим материјалима које сваки власник добија поштом или у друштву (25%), преко огласне табле (22%), преко штампе, путем огласа (22%), а не обавештавају се само у 1% акционарских друштава из узорка.

Интернет је све важније средство комуникација и обавештавања и у пословне сврхе. Србија ту доста касни, јер интернет сајт не поседује чак 28% предузећа из узорка, 53% друштава има скроман сајт, а велики сајт само 19% друштава.

Чак 59% друштава не објављује своје финансијске резултате и пословне извештаје (осим достављања завршног рачуна Народној банци), 41% предузећа то чини достављањем медијима, 58% предузећа постављањем ових извештаја на интернет, а 17% предузећа то чини достављањем извештаја економским и финансијским аналитичарима. 13% друштава то чини на неки други начин.

Око 26% друштава често доставља медијима информације о свим важним догађајима у друштву и око њега, 36% друштава то чини ретко, а уопште не чини око 37% друштава из узорка.

Квалитет рачуноводсвених исказа важан је елемент транспарентности. Међународне рачуноводствене стандарде (IAS) у свом рачуноводству користи 79% акционарских друштава обухваћених истраживањем, а не користи их 11% друштава. Финансијски извештаји на основу Међународних стандарда финансијских извештаја (IFRS) прави више од три четвртине предузећа из узорка, а то не ради свега 9% предузећа. Добри показатељи.

Изгледа да се рачуноводство добро води у Србији. Јер, последњи ревизорски извештај не садржи неповољне оцене о начину на који се води књиговодство у 78% акционарских друштава из узорка, а садржи у 9%.

СТАВОВИ О КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ

Међународни стандард за корпоративно управљање је онај ОЕЦД-а. У Србији је половина испитаника упозната са ОЕЦД принципима корпоративног управљања, а 47% није упозната.

Испитали смо и мишљење испитаника о стању корпоративног управљања у њиховом друштву, у Србији као целини и стању законодавства о корпоративном управљању. Њихове оцене су следеће:

Стање корпоративног управљања у друштву	3,2
Стање корпоративног управљања у акционарским друштвима у Србији	2,8
Стање законодавства које регулише корпоративно управљање	2,8

Оцене од 1 (лоше) до 5 (одлично)

Занимљива је ова разлика имеђу оцене квалитета корпоративног управљања у свом друштву и у осталим акционарским друштвима. При савршеном знању, та разлика не би требало да постоји. Но, уколико претпоставимо да испитаници боље познају стање у свом него у другим предузећима, што је разумно, тада можемо закључити да је стање корпоративног управљања боље него што се мисли.

Као главне препреке унапређењу корпоративног управљања, најчешће су перципирани мањак знања и информација (36% испитаника), неефикасно корпоративно законодавство (16%), информације о корпоративном управљању су пословна тајна (13%) и тако даље.

ЗАКЉУЧЦИ

Најважнији резултати анкете ЦЛДС-а о корпоративном управљању указују на основне процесе у корпоративном сектору и основне одлике корпоративног управљања у Србији:

- у Србији је корпоративна структура највећим делом, и за сада, одређена законом о приватизацији како по типу фирмi, тако и по власничкој структури,

- доминантан облик фирме је отворено акционарско друштво, настало по обавези да се сва бивша друштвена предузећа претворе током приватизације у отворена акционарска друштва,
- по структури власништва – доминира класичан и у другим земљама донекле застарео облик акционарског друштва у коме постоји већинско власништво неког другог правног или физичког лица,
- основни проблем корпоративног управљања, стога, није однос принципала и агента при дисперзираном власништву, као у англо-саксонском свету и другде, јер у српским акционарским друштвима постоји јасан већински власник који лако поставља и контролише менаџмент,
- главни чинилац корпоративног управљања у Србији је управни одбор, а не менаџмент,
- већим проблемом се може сматрати однос већинског и мањинског власника, јер онај први има и мотива и могућности, услед незрелости и самог акционарства и судског система, да експроприше оне друге,
- конфликт интереса код руководећих људи акционарских друштава доста је раширен, како са знањем и одобрењем органа друштва, тако и без,
- акционарска друштва се не труде превише да информишу јавност и потенцијалне инвеститоре о сопственим перформансама; узрок томе вероватно се може наћи у врло малој оријентацији на прибављање капитала кроз емитовање нових акција,
- управљачи фирмама у Србији свесни су слабости корпоративног управљања – мање у сопственој него у другим фирмама.

Концентрација власништва и проблем заштите инвеститора у акционарским друштвима

УВОД

Досадашња јавно доступна истраживања идентификују присуство процеса концентрације власништва у отвореним акционарским друштвима у Србији. Овај налаз се може извести и из анкете ЦЛДС, а активирање и убрзавање процеса концентрације најављено је и у првом издању монографије о корпоративном управљању ЦЛДС из 2003. године.¹⁸ Пре последње анкете ЦЛДС процес је регистрован и у истраживању Светске банке, односно ИФЦ,¹⁹ које је спроведено од 4. до 31. маја 2006. године, а које је обухватило 130 акционарских друштава различитих величина из различитих привредних сектора и региона Србије. Други релевантан налаз добијен је на подацима из Централног регистра ХОВ Србије (ЦРХОВ). Добијени налази који указују на постојање тренда концентрације власништва су очекивани.

Текст који следи прво ће понудити до сада расположиве доказе о присуству феномена концентрације власништва. Потом ће бити разматрани основни узрочници овог процеса. У том контексту ће се посебно разматрати повезаност процеса концентрације и једног од главних проблема корпоративног управљања – нивоа заштите екстерног (мањинског) акционара. На крају ће бити изложене главне последице проблема, како на особине корпорација у Србији, тако и на функционисање тржишта акција у целини.

ИДЕНТИФИКАЦИЈА ПРОЦЕСА КОНЦЕНТРАЦИЈЕ²⁰

Концентрација власништва, регистрована примарно као смањивање броја власничких рачуна, мерена је на три случајна узорка компанија у

¹⁸ Видети: *Унайрећење корпоративног управљања*, ЦЛДС, 2003

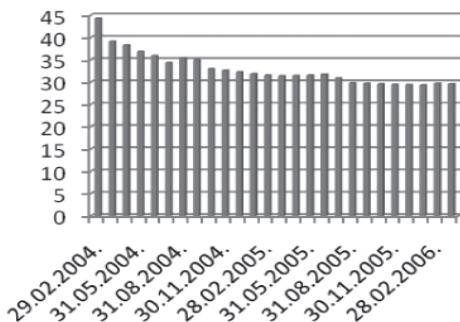
¹⁹ Према: К. Вељовић – *Корпоративно управљање и концепција власништва у Србији*, докторска дисертација, Економски факултет, Београд, 2007

²⁰ Детаљније у: К. Вељовић, *op. cit.* стр. 144-290

периоду од две године. Истраживање обухвата период пре експанзије тржишта из 2007. године, праћен уласком великог броја индивидуалних инвеститора. Због тога се у датом случају смањивање броја власничких рачуна може сматрати поузданим индикатором присуства овог процеса. Премда је време праћења наведене појаве релативно кратко, имајући у виду условљеност истраживања периодом постојања ЦРХОВ до тренутка када је праћење почело, њено детектовање допушта закључак да је присуство овог процеса доказано.

Први, основни узорак је формиран из скупа акционарских друштава која су регистрована и уписана у базу података ЦРХОВ у периоду од 12. 01. 2004. године и која су у тој бази остала до 28. 02. 2004. године. У наведеном периоду уписано је само 47 акционарских друштава, па је на формираном узорку праћена концентрација капитала за дужи временски период. Следећи узорак оригиналног истраживања К. Вељовић је укључио искључиво акционарска друштва која су била обухваћена поступком преузимања у складу са тада важећим Законом о ХОВ. Узорак је формиран од акционарских друштава која су регистрована и уписана у базу података ЦРХОВ у периоду од 12.01.2004. године до 30.05.2004. године. Овај узорак обухватио је 44 акционарска друштва.

Графикон 1. Смањење броја власничких рачуна



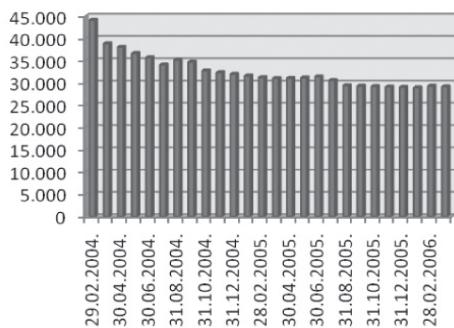
Извор: К. Вељовић – *Корпоративно управљање и концентрирација власништва у Србији*, докторска дисертација, Економски факултет, Београд, 2007

У посматраном периоду од свега 25 месеци број власничких рачуна смањио се за око трећину, што је један од доказа постојања

тренда концентрације власништва (видети Графикон 1). Контролна променљива (величина капитала) се при томе повећала за нешто више од једне трећине (за 34,4% или око 9,2 милијарди РСД). Повећање капитала доказује да докапитализације нису водиле дисперзији власничке структуре и повећању броја инвеститора, него у већини случајева куповини додатне емисије од стране доминантног власника. Реалистично је претпоставити да су ове појаве биле праћене масивним разводњавањем капитала.

Процес концентрације у акционарским друштвима која су настала инсајдерском приватизацијом развијао се сегрегацијом унутар скupa инсајдера. У оквиру њега, по правилима тог поступка, није могао настати доминантни инсајдер (већински власник). Он је настајао процесом концентрације, било из постојећег скupa акционара (претежно из круга менаџера и придржених лица), било споља.²¹ Овај процес се одвијао релативно брзо, што доказују налази приказани на Графиконима 2. и 3. Очигледно је да су акционари настали инсајдерском приватизацијом били најчешће склони концентрацији, односно продаји својих акција. Подаци приказани на Графиконима 2. и 3. указују да се у посматраном периоду смањује и број њихових власничких рачуна, као и апсолутна вредност и учешће њиховог власништва у укупном капиталу друштва обухваћених узорком.

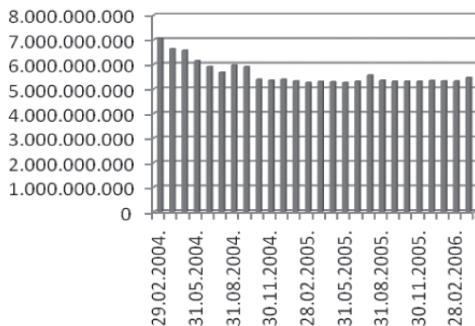
Графикон 2. Број власничких рачуна физичких лица



Извор: К. Вељовић, исто

²¹ Прво решење је било допуштено правилима трговања акцијама из Акцијског фонда, где су се као купци појављивали тзв. конзорцијуми запослених.

Графикон 3. Укупан капитал физичких лица, РСД



Извор: К. Вељовић, исто

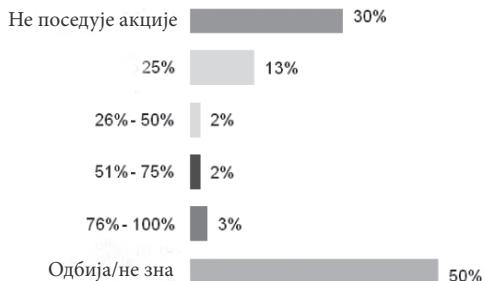
Налаз потврђује очекивања из студије ЦЛДС из 2003. године.²² Погодиначки акционари из скупа инсајдера који су до акција углавном дошли инсајдерском приватизацијом, а да нису били ни на који начин повлашћени, највише су погођени слабом заштитом формалних правила. У посматраном периоду број власничких рачуна смањио се за 34%, а капитал инсајдера за 22,6%. Ако се овај налаз интерпретира у контексту налаза приказаних на Графикону 1. следи закључак да је процес сегрегације скупа инсајдера напредовао врло брзо. На почетку праћења процеса физичка лица у посматраном узорку поседују 99,4% власничких рачуна и 26,4% капитала. На крају периода опсервације они држе 98,5% власничких рачуна, али само 15,2% капитала посматраних предузећа. Овај процес је, изгледа, био очекиван и у широј јавности.

Релевантно питање јесте свакако питање ко су главни носиоци процеса концентрације. Формално, то су тзв. инострани власници, који су у посматраном периоду увећали и свој број и учешће у капиталу. Ова оцена се мора релативизовати јер се у локалној дефиницији у овај скуп убрајају сва правна лица регистрована у иностранству, независно од њиховог стварног власништва. Реалистична је претпоставка да су то доминантно домаћи инвеститори организовани у тзв. пирамidalне власничке схеме, код којих је врх пирамиде регистрован у земљама пореских рајева. Анкета ЦЛДС из 2008. године указује да по информацијама које су поседовали испитаници страна физичка лица у 30% не поседују акције.

²² Унапређење корпоративног управљања, ЦЛДС, 2003.

Значајнији резултат јесте налаз да половина испитаника не зна, односно не жели да одговори на постављено питање.

Графикон 4. Колико која група поседује обичних акција?



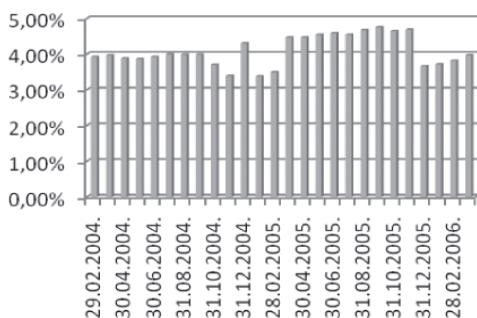
Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

Извесно је да је значајан капитал акционарских друштава у датом узорку концентрисан у рукама наведеног скупа власника и да они теже да увећају концентрацију власништва. Релевантан је налаз да је код овог скупа власника брзина концентрације највећа, односно да је релативно увећање броја ових инвеститора мање од приаста њиховог учешћа. На почетку посматраног периода 247 иностраних инвеститора или 0,5% укупног броја акционара у узорку поседује 57,1% капитала узорка. На крају периода 375 страних власника или 1,27% укупног броја акционара у узорку поседује 67,6 % укупног капитала у узорку или 34,4% више него на почетку периода.

Другачије понашање се региструје код институционалних инвеститора (Графикони 5 и 6). Њихов број се повећава знатно брже од њиховог учешћа, које региструје варијабилитет у оба смера. Број власничких рачуна институционалних инвеститора је веома мали и на почетку и на крају периода. Вредност капитала који је у поседу институционалних инвеститора је углавном стагнирао на ниво од око 4% учешћа у укупном капиталу узорка. Објашњење њиховог понашања је једноставно – институционални инвеститори су по дефиницији мањински власници. У условима ниске фактичке заштите инвеститора они јесу изложени високом ризику експропријације. Ову претпоставку потврђује и налаз Катарине Вељовић: од три предузећа из узорка у којима доминирају

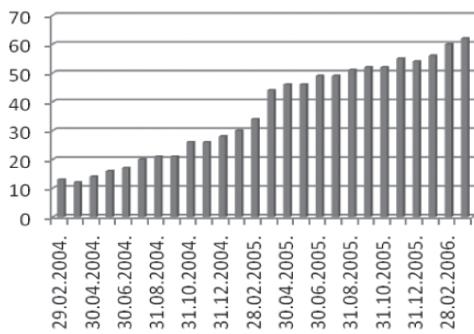
инострани инвеститори само у једном се појављују институционални инвеститори са учешћем већим од 1% капитала. Истовремено, налаз потврђује и претпоставку да мањински власници, а у том скупу и институционални инвеститори немају битну улогу у корпоративном управљању у српским предузећима.

Графикон 5. Учешће капитала институционалних инвеститора у укупном капиталу



Извор: К. Вељовић, исто

Графикон 6. Број власничких рачуна институционалних инвеститора



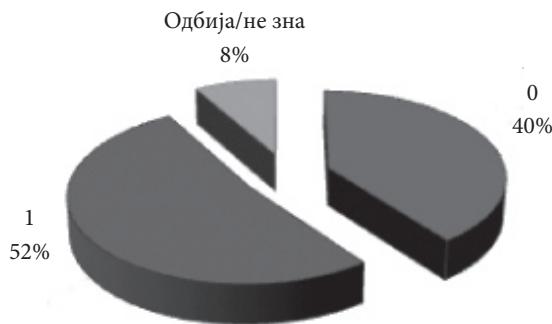
Извор: К. Вељовић, исто

Трећи узорак истраживања К. Вељовић је обухватио предузећа која су преузета по тада важећем законодавству. Очекивано, у овој групи

предузећа је концентрација најбржима. Контролни власник у преузетим предузећима наставља са откупом акција мањинских акционара упркос поседовању контролног пакета. Други релевантан налаз јесте да докапитализација, односно увећања капитала, није праћено повећањем него смањивањем броја власника. Уколико се ово стање одржи изостаће јавне иницијалне понуде акција ради прикупљања додатног капитала. На тај начин ће се одржати високе вредности контролног пакета (дакле изнад 50% плус 1 акција), али ће раст капитала отворених акционарских друштава (корпорација) у Србији остати ограничен богатством њихових власника чиме се губи једна од основних предности, и у крајњој инстанци узрок постојања корпорација.

Овај налаз индиректно потврђује и анкете ЦЛДС из 2008. године. У узорку анкете чак у 52% компанија постоји акционар који поседује више од 66,7% акција. Оваква концентрација власништва значајно превазилази концентрацију власништва која је уобичајена у развијеним привредама али је упоредива са нивоом концентрације у земљама у транзицији са ниским нивоом заштите инвеститора.²³

Графикон 7. Дистрибуција одговора на питање: колико власника обичних акција припада којој групи – преко 66,7% – број акционара

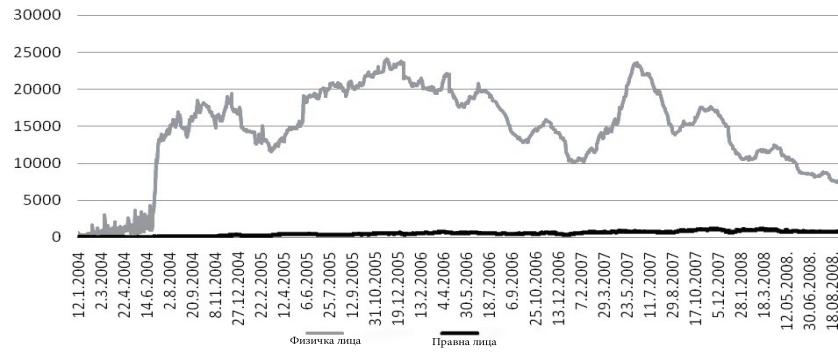


Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

²³ Детаљније о нивоу концентрације власништва у земљама у транзицији у: Б. Живковић – *Investor Protection, Corporate Governance Quality and Takeover Market Amidst Transition*, Scientific Review 31-32, 42-52

Концентрација власништва у Србији може се доказати и праћењем налога на Београдској берзи. У циљу доказивања наше тврђење анализиран је број нових куповних и продајних налога у периоду од јануара 2004. до септембра 2008. године. Истраживање показује да је број нових продајних налога физичких лица далеко изнад броја налога правних лица (Графикон 8) у целокупном посматраном периоду. У периоду наглог раста и пада тржишта, овај налаз се не мења, односно физичка лица знатно више напуштају тржиште (Графикон 9)

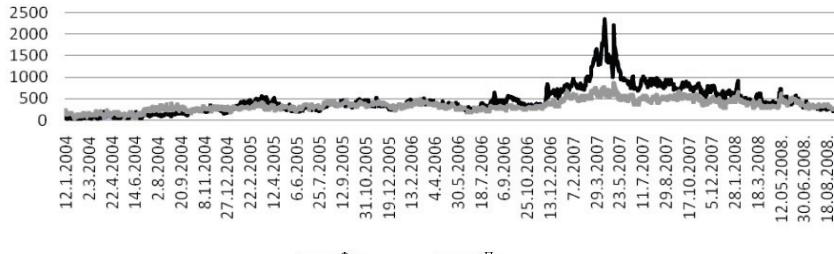
Графикон 8. Продајни налоги физичких и правних лица у периоду 2004–2008. година



Извор: Belex

У случају куповних налога, анализа показује да је њихов број приближан, осим у периоду израженог раста тржишта (Графикон 9).

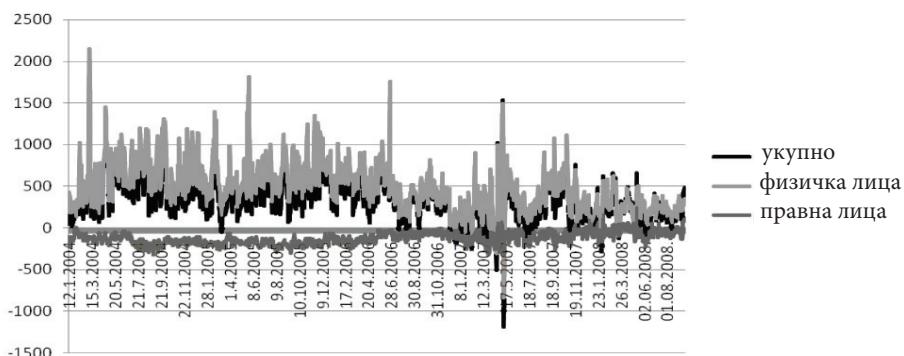
Графикон 9. Куповни налоги физичких и правних лица у периоду 2004–2008. година



Извор: Belex

Сумирање добијених резултата и праћење нето кретање налога²⁴ потврђује претпоставку о пражњењу тржишта. Оно је доминантно у случају физичких лица, као и у случају када посматрамо све акционаре без обзира на то да ли су у питању правна или физичка лица (Графикон 10).

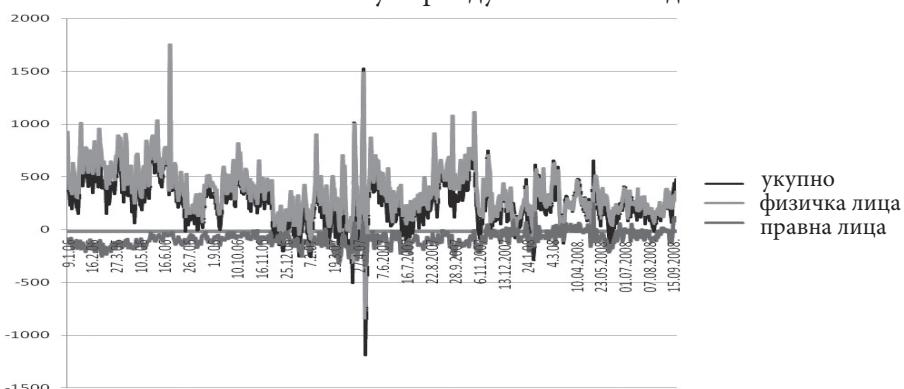
Графикон 10. Нето налози физичких, правних лица и укупни нето налози у периоду 2004-2008. година



Извор: Belex

Пражњење је, уз мање изузетке, приметно и у периоду раста тржишта што показује Графикон 11.

Графикон 11. Нето налози физичких, правних лица и укупни нето налози у периоду 2006-2008. година



Извор: Белех

²⁴ При чему нето кретање налога представља разлику продајних и куповних налога.

Сви наведени докази иду у прилог тези да се српско тржиште акција празни, односно да се број рачуна смањује, а да тржиште тежи концентрацији и затварању отворених акционарских друштава.

ОСНОВНИ УЗРОК КОНЦЕНТРАЦИЈЕ: ТЕОРИЈСКИ ОКВИР

Концентрација власништва над акцијама акционарских друштава у Србији има више међусобно комплексно повезаних узрочника.²⁵ Она је очекивана појава јер следи као последица модела масовне приватизације у оквирима у којима не постоје услови за одржавање тако насталог скупа власника. Дакле, у општем феноменолошком смислу основни узрочник процеса брзе концентрације јесте модел масовне приватизације. Приватизацију у Србији је, у готово свим својим модалитетима, пратила инкорпорација друштвених предузећа, а затим законом уведена обавеза принудног листинга тако насталих акционарских друштава на берзи. Овакав исход „власничке демократије“ регистрован је у готово свим земљама које су примењивале моделе масовне приватизације. Ипак, треба напоменути да је динамика концентрације различита и у неким случајевима, попут Републике Словеније, спора. У другој групи земаља концентрација је била брза и праћена масовном потцењеношћу акција, што је довело до формирања власничке олигархије, при чему се као типичан случај наводи Руска Федерација.

Феномен (де)концентрације постоји и у тзв. нормалним условима, дакле, без феноменологије која се уопштено назива транзиција или масовна приватизација. Теоријска објашњења концентрације власништва у општем случају, без обзира на посебне институционалне услове и ниво развијености привреде и финансијског тржишта, могу се грубо поделити у три групе.

Проблем (де)концентрације власништва у корпорацијама јесте један од основних проблема и традиционалне и модерне финансијске економије. Традиционална Берл и Минс принципал-агент теорија је идентификовала проблем моралног хазарда на овој релацији, али није објаснила феномен (де)концентрације. Током 90-их година прошлог века ове идеје су доживеле даљи развој у радовима аутора под

²⁵ Детаљније у: Б. Живковић – Концентрација власништва и проблем заштите инвеститора, у зборнику са Х Милочерског саветовања, Финансије тржишта, Савез Економиста Србије, 2004, стр 42-54.

снажним утицајем нобеловца Р. Коаза. Нови радови битно су променили традиционалну финансијску теорију корпорације, те се због тог радикалног преокрета често називају коазијанском револуцијом (*Coasian Revolution*).²⁶ Основна релација у којој се развија проблем моралног хазарда није више Берле-Меансова принципал-агент него принципал-принципал релација.²⁷ Ова прва, већинска и данас врло динамична група идеја налази као основни узрок појаве концентрације власништва ниво заштите мањинских акционара (инвеститора). Основна узрочно последична релација јесте следећа: ако је ниво заштите мањинских акционара низак, односно ако постоји велика вероватноћа експропријације приноса, постоји јасна и изражена концентрација власништва. У системима који немају или не примењују стандарде заштите мањинских акционара региструје се високо концентрисано власништво над корпорацијама. Ова правилност се не мења без обзира на стадијум животног циклуса саме компаније и ново развијености привреде. Налази из истраживања која су урадили Ла Порта и коаутори,²⁸ Зингалес,²⁹ Дајк и Зингалес,³⁰ као и многих других аутора потврђују ову правилност.

Друга група идеја налази објашњење феномена концентрације у цикличности на дуги рок. Налази из истраживања која су објавили Френкс, Мејер и Роси³¹ идентификују феномен циклуса на случају Велике Британије, која је имала дисперзовано власништво у првој половини XX века, премда није имала формалну заштиту мањинских акционара односно инвеститора. Защита мањинских акционара, као пресудан фактор који детерминише концентрацију/дисперзију се релативизује. Објашњење појаве концентрације треба, сагласно овим идејама, засновати на претпоставци да је еволуција власништва у смеру (де)концентрације вођена тражњом за акцијама. Дакле, компаније ће пласирати нове акције тада и само тада када постоји доволно висока тражња за њима.³² Тржишта на којима је тражња мања од понуде неминовно воде

²⁶ R. Coase – *Durability and Monopoly*, *Journal of Law and Economics*, 15, 143-149, 1972

²⁷ A. Shleifer and R. Vishny – *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance* 52, 737-783, 1997

²⁸ R. La Porta, F Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny – *Corporate ownership around the world*, *Journal of Finance* 54, str. 471-517, 1999

²⁹ L. Zingales – *The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience*, *Review of Financial Studies* 7, 125-148, 1994

³⁰ L. Zingales, A. Dyck – *Private Benefits of Control: An International Comparison*, *Journal of Finance* 59: 537-600, 2004

³¹ J. R. Franks, C. Mayer and S. Rossi – *Ownership: Evolution and Regulation*, ECGI - Finance Working Paper No. 09/2003, 2006

³² Видети детаљније у: C. F. Foley and R. M. Greenwood – *Giving Up Control to Pursue Growth: The Evolution of Corporate Ownership After IPO*, Working Paper Series, SSRN, 2008

концентрацији власништва. Бидејући да је овај узрок довео до широко дисперзованог власништва у САД. Истовремено, висока ликвидност акција доводи компанију до изложености високе вероватноће преузимања. Уколико контролни власник и његов менаџмент не управљају ефикасно концентрацијом појавиће се интерес новог контролног власника за преузимање уз одговарајућу премију. Циклично функционисање тржишта преузимања индиректно потврђује реалистичност ове идеје. Наиме, одавно је примећена појава да се масовна преузимања у развијеним привредама понашају циклично. Очигледно да синергија секундарног тржишта акција и тржишта преузимања ефикасно штите мањинског власника, чак и у условима када њихова формална заштита није формално правно присутна. У условима када оба тржишта ефикасно функционишу редукује се и потреба за концентрисаним власништвом као механизmom контроле.

Трећа група идеја види узрок концентрације/дисперзије власништва у настојању управе корпорације да у складу време емитовања акција и којунктuru на тржишта капитала. Ако је тржиште у успону, како налазе Грејем и Харви,³⁴ приближно две трећине корпорација покушава да пласира акције компаније. У том тренутку су акције прецењене. У супротном којунктурном случају, акције ће бити повучене јер су подцењене. Сагласно томе, концентрација власништва опада када је вредност количника П/Б, односно тржишне и рачуноводствене вредности акција ниска и када се очекује његов раст јер је том стању претходио период високих приноса.³⁵

Однос инвеститора и контролног власника (инсајдера)

Мањински акционари (инвеститори) и доминантни акционар имају различите преференције. Основна преференција инвеститора јесте оптимизација односа ризика и приноса његовог улагања. Услед тога, инвеститор минимизира сопствене трошкове коришћења управљачких права све дотле док је гранична корисност коришћења тих права мања од граничних трошкова употребе тог права. Гранична вредност гласачког

³³ A. Bhidé – *The hidden costs of stock market liquidity*, Journal of Financial Economics 34, 31-51, 1993

³⁴ J. R. Graham and R. H. Campbell – *The long-run equity risk premium*, Finance Research Letters, Volume 2, Issue 4, 185-194, 2005

³⁵ Видети детаљније у: J. Helwege, Jean, C. A. Pirinsky and R. M. Stulz – *Why Do Firms Become Widely Held? An Analysis of the Dynamics of Corporate Ownership*, NBER Working Paper No. W11505, 2005

права инвеститора, дакле зависи од његове граничне ефикасности. Уколико су трошкови конзумирања власничких права већи од граничног приноса од њихове употребе, јавља се проблем апстиненције, односно мањински власници не користе механизам гласања (*control by voting*). Доминантни власник или инсајдер у правној дефиницији, односно власник контролног пакета акција, тежи максимизацији резидуалних приноса,³⁶ који су под његовом контролом и који јесу његови приватни бенефити. Трошак инсајдера јесте директни и индиректни трошак управљања корпорацијом. Аверзија према ризику својствена је и већинском власнику, те ће и он тежити максимизацији приноса (резидуалних токова, односно приватних бенефита) и минимизацији ризика сопственог буџета. Дакле, његов трећи циљ јесте редукција ризика Марковицевом диверсификацијом капиталног буџета. Резултирајућа стратегија ове три преференције и његова основна оптимизациона стратегија јесте да са што мање учешћа (у смислу излагања трошковима и у смислу удела у његовом укупном капиталном буџету), односно са што мањом релативном вредношћу контролног пакета, присвоји што већи приватни бенефит по јединици улагања. Ово важи под стандардном претпоставком да контролни акционар не може утицати на цене акција корпорације. Ако је тржиште изразито имперфектно и ако он може да утиче на цене акција активираће се друга стратегија, о којој ће касније бити више речи.

Граничне вредности акција исте корпорације разликују се за инсајдера и инвеститоре.³⁷ Инсајдерова гранична вредност акције је већа од инвеститорове ако су приватни бенефити од контроле већи од граничних трошкова управљања корпорацијом. Вредност инвеститорове акције открива секундарно тржишта капитала. Вредност инсајдерове акције није позната у временском континууму. Ове две вредности се изједначавају у тренутку када је предмет трансакције управо инсајдерова акција, односно када је дата корпорација изложена преузимању. Разлика између ове две вредности јесте тзв. премија на преузимање (*takeover premium*). Ову диференцу открива тржиште фирм или тржиште преузимања (*takeover market*). Дакле, само постојање ове диференце и постојање тржишта преузимања има смисла ако и само ако је вредност инсајдерове акције већа од аутсајдерове. Основна детерминанта ове диференце јесте величина резидуалног приноса који присваја инсајдер а не присваја аутсајдер. Због тога је базични коазијански аргумент да је

³⁶ Резидуални приноси јесу приноси корпорације које не присвајају мањински власници.

³⁷ Математички доказ ове тврдње се може наћи у: Б. Урошевић – *Динамичка оптимизација власничке структуре корпорације*, Економски факултет, Београд, 2007.

ниво оптималне концентрације власништва (оптималне у смислу преференција инсајдера) над корпорацијом инверзно повезан са нивоом заштите инвеститора. Уколико је ниво заштите низак вероватноћа присвајања високог резидуалног приноса од стране доминантног власника јесте висока. Дакле, релативна вредност контролног пакета који поседује инсајдер јесте висока јер је додатни принос који он присваја довољно висока компензација за ризик концентрације који преузима.

Ово решење успешно објашњава статику модерне корпорације. Финансијски системи који имају високе стандарде заштите инвеститора имају релативно ниско учешће контролног пакета у корпорацији.³⁸ Високи стандарди заштите инвеститора смањују вредност диференце између инсајдерове и аутсајдерове акције. Инсајдер тежи диверсификацији и повећању способности корпорације да апсорбује капитал из окружења. Донедавно је био отворен проблем динамике власничке структуре. Наиме, познато је да инсајдер доноси одлуку о отварању, односно емитовању акција јавном понудом (ИПО),³⁹ чиме се његово учешће у власништву смањује. У граничном случају се може догодити и тзв. разводњавање капитала (*capital delution*) дефинисано као смањивање вредности инсајдерове имовине. Ово је ипак гранични случај и у нормалним околностима је процес емитовања нових акција праћен истовремено смањивањем учешћа постојећих власника и повећањем вредности њихове укупне имовине.

Недавно објављено оригинално⁴⁰ решење проблема динамике власничке структуре своди се на следеће. Наиме, смањење нивоа концентрације власништва може да редукује висину приватних бенефита инсајдера, па конзистентно и подстицај да увећава ефикасност управљања корпорацијом. То за последицу има негативан утицај на цене њених акција. Консеквентно, динамика власничке структуре утиче на ниво благостања свих власника, како великих тако и малих. Како, дакле, на оптимални начин, еволуира контролни пакет и равнотежна цена акција

³⁸ Ови системи се доминантно заснивају на англосаксонској правној традицији.

³⁹ У случају Велике Британије власнички удео инсајдера, посебно менаџмента, значајно опада у процесу иницијалне јавне понуде акција (Initial Public Offering, IPO). Видети: W. Mikkelsen, M. Partch, and K. Shah – *Ownership and operating performance of companies that go public*, Journal of Financial Economics 44, 281-307, 1997

⁴⁰ Видети: P. M. DeMarzo, B. Urošević – *Ownwrship Dynamics and Asset Pricing with a Large Shareholder*, Journal of Political Economy, 2006. Vol 114. № 4, 774-816. Овај рад развија комплексни метод динамичког програмирања који омогућава да се у равнотежи одреди, истовремено, како равнотежна цена акција предuzeћа тако и оптимална динамика нивоа контролног пакета.

корпорације као и који фактори детерминишу равнотежни власнички удео инсајдера у стању дугорочне равнотеже?

Претпоставља се да удео доминантног акционара у компанији утиче на средњу вредност и ризик новчаних токова компаније, а због тога и на вредност њених акција. Ефикасност његовог управљања и, консеквентно, принос акција јесу последица величине његовог удела у корпорацији. У ситуацији када је ниво заштите инвеститора висок, а резидуални принос инсајдера релативно низак, доминантна стратегија инсајдера јесте условљена његовом аверзијом према ризику. Премија на ризик његове инвестиције расте као функција релативне величине његовог власничког удела. Смањивањем релативне вредности контролног пакета инсајдер постиже већи ниво диверсификације свог портфолија, односно смањује ризик сопственог укупног улагања у смислу Марковица. Код овог избора се појављује и врло важан проблем временске конзистентности оптималне власничке структуре. Наиме, када инсајдер једанпут смањи свој власнички удео он има разлога да то учини опет зато што као власник мањег дела компаније није више подједнако погођен смањивањем свог улагања као на почетку када је имао већи власнички удео. Консеквентно, осим уколико постоје правни механизми који то онемогућавају, власнички удео великог акционара као и његово залагање на добробит фирмe, уопштено говорећи, смањивање се временом.

Отуда се у нормалним условима, тј. у условима високе заштите инвеститора, релативна вредност контролног пакета инсајдера, у општем случају, смањује временом. Ову законитост је могуће проверити анализом еволуције модерне корпорације која најчешће започиње као моновласничка фирма и поступно расте до широко дисперзоране власничке структуре. Брезину (де)концентрације могуће је дефинисати једначином која се, у једноставној интерпретацији, своди на диференцу маргиналних вредности акције инсајдера и аутсајдера.⁴¹ У случају високог нивоа заштите инвеститора (аутсајдера), брезина промене власничког удела инсајдера је пропорционална ризичности новчаних токова а обрнуто пропорционална нивоу моралног хазарда са којим се суочава инсајдер. Када је диференца маргиналних вредности мала, односно када су приватне бенефиције од контроле корпорације мале, власник контролног пакета релативно велике вредности (мерене учешћем у власништву корпорације) има високо ризичан портфолио. Због изложености високом

⁴¹ Видети: Б. Урошевић, *op. cit.*

ризику његове акције конзистентно имају мању граничну вредност акција од инвеститора аутсајдера, те је диференца граничних вредности негативна величина. У оштем случају, инсајдер у процесу уравнотежења тежи да смањи релативну вредност свог контролног пакета.

Слична појава се догађа и у ситуацији када раст коњунктуре на тржишту акција, који је детерминисан екстерним факторима у односу на корпорацију, доведе до убрзаног раста цена акција. У том случају инсајдеров принос може бити мањи од инвеститоровог, јер инсајдер не може, без ризика губитка контроле, продавати акције ради реализације капиталног добитка. За разлику од њега инвеститор то може учинити јер је дужина периода поседовања код њега детерминисана критеријумом оптимизације његовог портфолија а не критеријумом одржавања контроле. То инсајдеров резидуални принос може бити инфириоран у односу на капитални добитак инвеститора, који креира растућа коњунктура на тржишту. На тај начин се Грејем–Харвијева идеја, по којој је понуда акција од стране инсајдера доминантно зависна од коњунктуре, фактички јавља као посебан случај коазијанске идеје.

Ово решење успешно објашњава понашање корпорација у условима високе заштите инвеститора. Контролни власник тежи деконцентрацији уз истовремено задржавање контроле. Корпорација стиче могућност да, теоријски неограничено, одржава оптималну власничку структуру. У коначном исходу уклања се ограничење раста предузећа које му је наметнуто или нивоом богатства власника (у предкорпоративним облицима) или потребом одржавања власничке контроле унутар корпорације.

Уколико је ниво заштите инвеститора низак,⁴² а приватне бенефиције од контроле корпорације високе, диференца маргиналних вредности акција у поседу инсајдера и инвеститора може постати позитивна. Последица: у условима ниске заштите инвеститора, доминантни акционар увећава релативну вредност свог удела у корпорацији. Ова консеквенца основног решења објашњава понашање европских корпорација и посебно корпоративних облика организовања предузећа у условима транзиције. У Западној Европи, која има дугу традицију корпоративног организовања али релативно низак ниво заштите инвеститора, ниво

⁴² Детаљна анализа понашања цена и релативне вредности контролног пакете инсајдера у условима ниске заштите инвеститора може се наћи у: В. Урошевић, В. Живковић – *Optimal Ownership Dynamics of a Controlling Ownerships Stake under Conditions of High an Low Investor Protection*, International Conference Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics, Quantitative Economic and Finance, str. 230-238, Економски факултет, Београд, 2007

концентрације власништва у рукама инсајдера остаје и даље висок.⁴³ Овај ефекат је још израженији у Источној Европи, где је степен заштите акционара још нижи него у Западној Европи. Макроекономска консеквенца: акције у овој конфигурацији нису сигнификантан извор финансирања предузећа, а финансијски системи су конфигурисани са снажном доминацијом пословних банака.

У коначном исходу: корпорација у условима екстремно ниског нивоа заштите инвеститора престаје да постоји и враћа се на претходну еволутивну форму предузећа – моновласничку фирму или друштво са ограниченој одговорношћу. Управо ова врста „коначног исхода“ се до гађа код великог броја акционарских друштава у Србији. Низак ниво заштите инвеститора доводи до увећања релативне вредности контролног пакета акција управе у предузећима код којих постоји високо позитивна диференца граничних вредности акција контролног власника и малих акционара, а висока вредност ове диференце јесте последица високих вредности резидуалних токова које контролише доминантни инсајдер.

Трећа важна консеквенца овог решења, која је такође битна за разумевање феномена концентрације власништва у Србији, односи се на проблем (не)стабилности власничке структуре. Наиме, из овог решења следи да се власничка структура корпорације стабилизује када се маргиналне вредности акција инсајдера и малих акционара приближно изједначе. Овом еквиваленцијом је дефинисано и стање дугорочне равнотеже, као ситуације у којој је разлика маргиналних вредности акција једног и другог играча једнака нули. Дакле, у случају високог нивоа заштите инвеститора стање дугорочне равнотеже одговара нивоу потпуне Марковицеве диверсификације. У случају ниске заштите, тј. у ситуацији када су бенефиције од контроле велике, дугорочна равнотежа се успоставља знатно изнад нивоа потпуне Марковицеве диверсификације. Ниво концентрације власништва ће у том случају бити знатно већи.⁴⁴ Релевантна консеквенца овог решења јесте дефиниција капацитета таквог типа корпорације да апсорбује додатни капитал са тржишта. Наиме, резидуал контролног пакета (дефинисан као разлика учешћа контролног пакета у укупном власништву) се може сматрати и

⁴³ Докази за ову тврђњу се могу наћи у: В. Ђивковић – *Investor Protection, Corporate Governance Quality and Takeover Market Amidst Transition*, Scientific Review, 31-32, 42-52

⁴⁴ Типични случајеви ове врсте су просечне релативне вредности контролног пакета акција у Русији и Србији.

као приближна мера способности корпорације да апсорбује додатни капитал из окружења.

Мањински акционари у Србији

Уколико се процес концентрација буде и даље убрзавао и наставио при садашњим институционалним условима могло би се, у *ad absurdum* логици, очекивати да мањински акционари у Србији нестану. То се ипак неће догодити. Број садашњих мањинских акционара ће се, вероватно, смањивати, све до тренутка док се не појаве иницијалне јавне понуде мотивисане потребом прибављања додатног капитала. У тим условима, који ће у исто време значити и успостављање основних функција тржишта капитала број мањинских акционара ће се стабилизовати. Ниво њиховог учешћа у власништву отворених акционарских друштава је, у овом часу, немогуће предвидети јер је број и релативни значај мањинских акционара у структури власништва над компанијом условљен правном традицијом, квалитетом институција, моделом приватизације и слично.

У општем случају су основни разлози за постојање мањинских власника следећи:

- потреба индивидуалних инвеститора да своју штедњу инвестирају без преузимања ризика предузетника, при чему је њихова инвестиција мала у односу на укупну вредност компаније;
- потребе индивидуалних и институционалних инвеститора да смање ризик инвестирања диверсификацијом;
- потреба одржавања ликвидности имовине (велики блокови акције су далеко мање ликвидни од појединачних акција, а последично могу имати и нижу цену.);
- модерна регулатива која све више изражено штити мањинске акционаре.

Мањински акционари сходно свом уделу у власништву имају и мања права управљања над компанијом, али се истовремено налазе у позицији да она додатно буду умањена или потпуно елиминисана (своје)вољом већинских акционара или менаџера. Честа је заблуда да су мањински акционари искључиво физичка лица. Велики и најзначајнији део

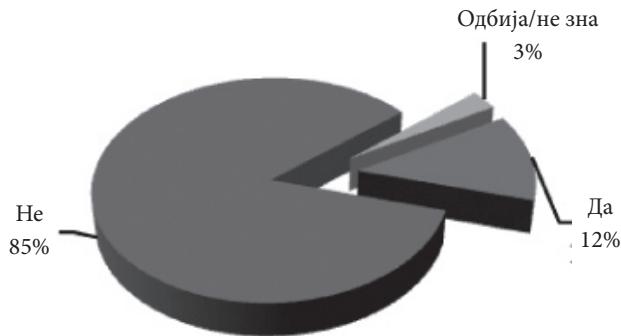
мањинских акционара у свету јесу правна лица, посебни институционални инвеститори.

Два су основна начина утицаја мањинских акционара на компанију, без обзира о којој групи мањинских акционара говоримо, и заштите њихових права управљања: акционарски активизам и тужбе.

Последњих година доста се пише и инсистира на **акционарском активизму** (*shareholders activism*) као једном од начина мониторинга и заштите мањинских акционара, али и као начина да они преузму активну улогу у управљању компанијом. Сам појам нема строгу формалну дефиницију. Под акционарским активизмом подразумевамо свако изражавање мишљења акционара са намером да утичу на начин управљања компанијом и одлуке које доноси менаџмент. Било која врста акције попут писања јавног писма директорима или другим акционарима, гласање или предлагање нових тачака дневног реда на скупштини акционара потпадали би под овај појам. Акционарски активизам, судећи по налазима из анкете ЦЛДС-а, није широко распострањен у Србији.

Осим активизма, мањинским акционарима преостаје и правосуђе у циљу постизања својих права и утицаја на одлуке у руковођењу компанијом. Анкета ЦЛДС из 2008. године указује да је око 13% акционара у претходној години поднело тужбе суду због кршења акционарских права и да је највише тужби било када су у питању компаније из финансијског сектора.

Графикон 12. Дистрибуција одговора на питање: да ли је неки акционар у последње две године тужио суду друштво или менаџмент друштва за повреду својих права



Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

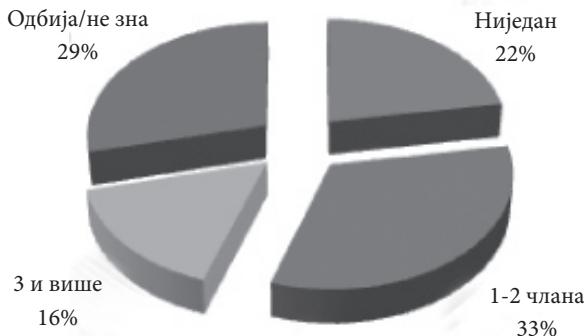
Табела 1. Дистрибуција одговора на питање: да ли је неки акционар у последње две године тужио суду друштво или менаџмент друштва за повреду својих права

	Тотал	Основна делатност				Величина фирме по броју радника				Регион		
		Индустрија	Трговина	Грађевина	Финансије	До 25	26 - 100	101 - 250	Више од 251	Војводина	Београд	Централна Србија
Да	12.6	09	18	06	23	13	11	19	09	18	06	14
Не	84.6	88	82	88	73	84	86	81	87	77	92	83
Одбија/ Не зна	02.8	03		06	05	03	04		04	05	01	03
Тотал							100%					

Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

Мањински акционари су често искључени из процеса доношења одлука. Анкета је показала да они у 22% немају представнике у управним одборима, док то није познато у 29%.

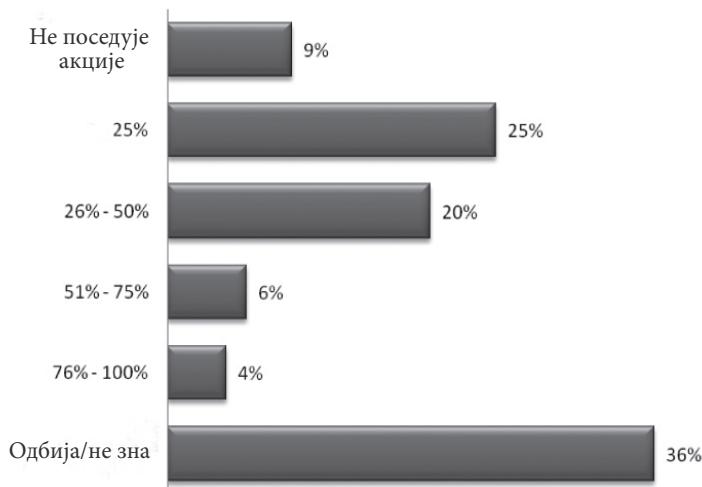
Графикон 13. Дистрибуција одговора на питање: наведите број чланова Управног одбора који представљају мањинске акционаре



Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

У власничкој структури компанија у Србији могу се наћи и њени запослени као мањински акционари. Радници-акционари имају двоструку, неусаглашену улогу – са једне стране они су радници компаније чија је основна мотивација да буду што боље плаћени, док су са друге стране они инвеститори који су уложили свој капитал и очекују да компанија има што већу добит уз што ниже трошкове. Оваква „шизофрена улога“ упрошћена је у случајевима када су радници добили акције путем приватизације, при чему нису уложили сопствена средства, нити су лично имали мотива да постану акционари. Њихова улога је у том случају само замагљена – они су превасходно радници компаније чији је основни мотив плата, а у прилог томе иде чињеница да је већина радника у транзиционим земљама који су добили бесплатне акције исте продала чим им се указала прилика за то.

Графикон 14. Учешће запослених и пензионера као акционара



Извор: Анкета ЦЛДС, 2008. година

Остали узроци концентрације

Концентрација власништва у Србији, осим досада наведених, узрокована је и другим факторима, попут самог начина настанка акционарства кроз модел приватизације који је више пута мењан, ниског ГДП *per capita*, неусаглашености различитих закона, степена и координације развоја институционалних оквира и слично.

Финансијска тржишта су генерално настајала као потреба људи да се акумулирана штедња упосли, односно да се пронађу потребна средства да би се финансирали пословни пројекти. Она су резултат еволутивних измена које су пратиле позајмљивања средстава у којој су обе стране, инвеститор и предузетник, усаглашавале међусобне односе, пронализиле начине да се додатно осигурају и утицале на формирање различитих посредничких институција које су за циљ имале да обезбеде ефикасност, смање трансакционе трошкове, убрзају трансакције и увежу далеко већи број учесника. Насупрот наведеном, финансијска тржишта земаља у транзицији нису прошла еволуцију већ „револуцију“. Она су насилно уведена као фактор који је потребан да би се поспешио даљи развој привреде. Развој финансијског система и његових институција виђен је као *conditio sine qua non* да би се даља транзиција ка развијеној привреди могла несметано одвијати. Финансијско тржиште посматрано је као недостајући „замајац“ привреди који ће јој обезбедити преко потребан прилив капитала.

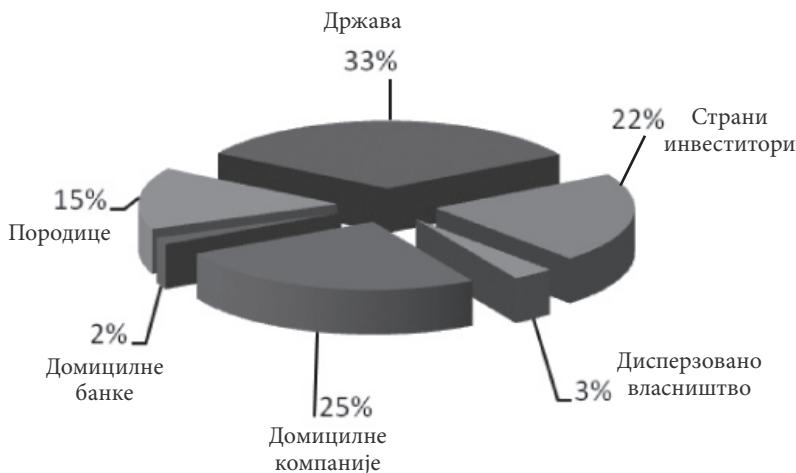
Транзиционе земље почеле су изградњу финансијских тржишта од самих фундамената, а пратећа законодавна решења увођена су истовремено са увођењем финансијског тржишта. Она су била прилагођена законима развијених земаља и ЕУ којој је већина земаља тежила, а не тренутном стању тржишта одређене транзиционе земље. Тиме је створен оквир у који је, највећим делом кроз процес приватизације, „утуран“ основни елемент акционарског друштва – акционар.

Оваква (ре)еволуција може се посматрати као „инверзна еволуција“. Уместо да инвеститори и предузетници у жељи за даљим напретком иницирају настанак и константна побољшања финансијских тржишта, држава формира *ad hoc* институције, а потом усмерава обе наведене стране да постану део тог система. Екстерно увођење акционарства и његових пратећих елемената које није иницирано унутрашњом потребом затекло је неспремне многобројне људе који су се силом прилика нашли у ситуацији да без личних мотива и барем основног знања

постану акционари. Оно са чиме се већина грађана и власника акција из приватизације среће је неразумљиво и њима потпуно страно финансијско тржиште које им не може пружити ни одговоре на њихове основне недоумице, попут вредности акција које су добили.⁴⁵

Наведена чињеница праћена је бројним проблемима, од чега је најочигледнији проблем недовољне ликвидности. Берза формирана на овај начин није у могућности да пружи довољну понуду капитала каква је потребна привреди на датом степену развоја.⁴⁶ Изражена ниска ликвидност и чињеница да акционари нису инвестирали новац у акције⁴⁷ доводи до њиховог брзог изласка са тржишта. Подаци указују да је у земљама у транзицији 2005. године само око 3% власништва било дисперзоровано на мањинске акционаре.

Графикон 15. Удео власништва у земљама у транзицији по групама инвеститора у 2005. године



Извор: База података Светске банке - WB Database on Financial Development and Structure

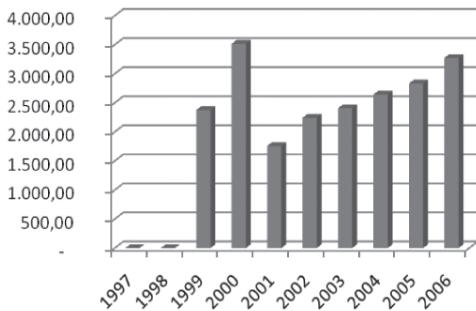
⁴⁵ Узимајући у разматрање поједина негативна искуства мањинских акционара у Србији, оваква ситуација изазива потпуну одбојност потенцијалних мањинских инвеститора, тренутних и будућих акционара.

⁴⁶ У теоријским разматрањима овог проблема може се поставити питање да ли би привреда у стању у каквом јесте могла ефикасно да употреби капитал, чак и да га има довољно.

⁴⁷ Имајући у виду првобитни модел приватизације у Србији и стопу инфлације, не може се тврдити да су акционари инвестирали значајна сопствена средства, те да су они акционари у правом смислу те речи.

Додатни мотив дезинвестирању у Србији представља низак ниво дохотка, односно изражена несразмерност токова и стокова новца којима акционари у првој инстанци располажу. Графикон 16. приказује кретање бруто домаћег производа по глави. Имајућу у виду да је штедња становништва добрым делом исцрпљена деведесетих година прошлог века, те да у одређеном временском периоду грађани нису били у позицији да улажу у основне ствари за домаћинство, сасвим је јасна њихова тежња да са БДП по становнику⁴⁸ који је испод 3.500 ЕУР претворе акције у готовину, тј. потрошњу или добрым делом враћање дугова.

Графикон 16. Кретање бруто домаћег производа по глави становника у периоду од 1997. до 2006. године

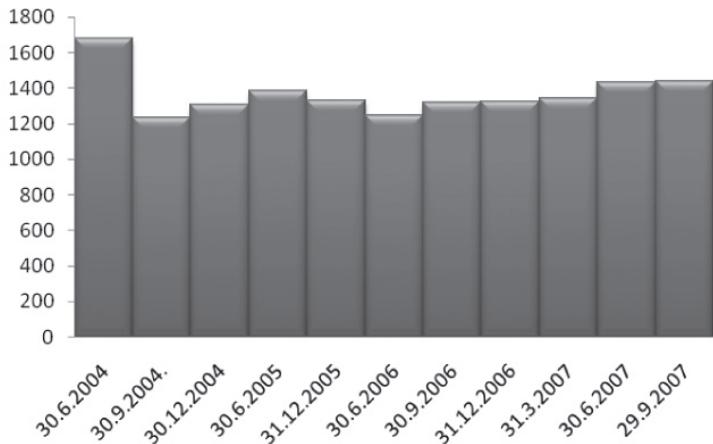


Извор: Републички завод за статистику

Доказ у прилог тврдњи да досада наведени узроци концентрације власништва у Србији, попут настанка финансијског тржишта кроз процес приватизације, ниво заштите акционара, низак ниво БДП по глави становника и слично, утичу на развој финансијског тржишта представља понашање домаћих акционара у периоду израженог раста цена акција (Графикон 13). Иако је за очекивати да ће раст цена утицати на понашање потенцијалних инвеститора у смислу значајног повећања просека њиховог присуства у власништу компанија које улазе у Belex-Line уочавамо да до тога није дошло.

⁴⁸ При чему је то просечан БДП, док већина становништва има БДП далеко нижи од приказаног на графикону.

Графикон 17. Просечно учешће домаћих лица у компанијама које улазе у BelexLine



Извор: Belex

НИВО ЗАШТИТЕ ИНВЕСТИТОРА У СРБИЈИ

Индекс корпоративног управљања (ЦГ индекс)⁴⁹

Мерење квалитета корпоративног управљања међу првима су урадили Ла Порта и коаутори.⁵⁰ Њихов индекс се, по именима аутора назива и ЛЛСВ индекс или индекс анти-директорских права (*index of anti-directory rights*). Данас постоји већи број радова на тему мерења квалитета корпоративног управљања, а сви они имају заједничку основу у ЛЛСВ индексу. Од тренутка када су Ла Порта и његови коаутори конструисали индекс са идејом мерења квалитета корпоративног управљања уследила су даља истраживања са циљем да се постојећи индекс побољша проширивањем списка фактора који утичу на корпоративно управљање,

⁴⁹ Детаљније у: А. Јоловић – *Мерење квалитета корпоративног управљања – пример Србије, Тренутна економска политика и структурне промене у Србији*, Београд, 2008.

⁵⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer – *Law and finance*, Journal of Political Economy 106, 1113–1155, 1998; R. La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny – *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance 54, 471–517, 1999

увођењем других поља утицаја осим законодавног оквира и мењањем држава у којима су истраживања рађена. Део њих урађен је и на тржиштима у транзицији, попут Славова⁵¹ и Пистор и коаутори.⁵² Свим истраживањима може се приговорити иста замерка – избор фактора, њихов број, постојање/непостојање пондерисања фактора у формирању индекса и слично. Индекси корпоративног управљања, без обзира на мањкавости, дају преглед квалитета корпоративног управљања у условима када не постоји боља мера за њихово одређивање.

У досадашњим истраживањима корпоративног управљања у Србији није било озбиљнијих покушаја конструкције индекса корпоративног управљања који би измерио ниво заштите акционара. Основни разлог јесте непостојање базе података која би била коришћена у анализи. Аутори су принуђени да користе интервју и анкету. Због тога је истраживање још од самог почетка подвргнуто критици – у анкетама аутори добијају одговоре само од компанија које су спремне да у њима добровољно учествују. Слика стварности се додатно криви кроз призму одговора менаџера или акционара о појединим питањима, при чему не постоји поуздан начин да се добијени одговори провере. Други део проблема је непостојање професионалне базе података, попут *Moody's International, WorldScope, IRRC (Investor Responsibility Research Center)*, чиме је, осим приступа поузданим подацима, ауторима онемогућено праћење временских серија. На тај начин је праћење утицаја промена законских одредби на квалитет корпоративног управљања и на његов развој у Србији скоро немогуће.⁵³

У тесту који следи дати су елементи основног ЛЛСВ индекса за Србију. Добијена вредност индекса јесте 2, што је нешто лошије од просека земаља француског и немачког законодавства, али далеко испод просека земаља англосаксонског права.⁵⁴ За процену индекса коришћен је Закон о привредним друштвима.⁵⁵ а факторима је, по узору на оригинално истраживање, додељиван један или ниједан поен.

⁵¹ S. Slavova – *Law and Finance in Transition Economies*, Worl Bank Working Papers, 1999

⁵² K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer – *Law and Finance in Transition Economies*, Economics of Transition 8, 2000

⁵³ Ауторима увек преостаје могућност да годинама праве сопствене базе, што је врло неефикасно и најчешће не обухвата све потребне податке.

⁵⁴ Поређење са појединачним земљама треба узети са резервом јер је оригинално истраживање рађено 1997. године те се од тада законодавство могло више пута мењати у свакој од наведених земаља.

⁵⁵ Закон о привредним друштвима (2004)

Фактори који улазе у индекс или представљају његову допуну су следећи:

1. **Принцип „једна акција – један глас”** је јасно дефинисан у члану 208, став 3 Закона:⁵⁶ На основу њега је Србији додељен један поен за поседовање правила „једна акција - један глас”, који се, као и у случају ЛЛСВ, не укључује у индекс, већ представља његову допуну у анализи добијених резултата.
2. **Гласање поштом** у Србији није дозвољено. Акционари могу гласати лично или путем пуномоћника (члан 287), при чему пуномоћник мора лично бити присутан на скупштини акционара. Ово подразумева да у индексу овај фактор учествује са нула поена.
3. **Блокирање акција пре и после скупштине акционара** ради утврђивања листе акционара који имају право гласа није предвиђено законом (члан 286), те је Србији за овај фактор додељен један поен.
4. **Кумулативно гласање** је дефинисано чланом 309, ставом 4 и 5.⁵⁷ Ако се у обзир узме да истовремено члан 186, став 5, даје право промене статута управном одбору (осим ако је то право изричito оснивачким актом додељено скупштини акционара), а да је председник управног одбора истовремено и генерални директор ако у статуту и оснивачком акту није наведено другачије (члан 312, став 4) јасно је да се кумулативно гласање може избећи у случајевима израженог принципал-агент проблема. Збор тога је овом фактору додељено нула поена.
5. **Заштита мањинских акционара** на начин на који је дефинисана ЛЛСВ моделом не постоји, те је Србији додељено нула поена.⁵⁸

⁵⁶ „Право гласа у скупштини друштва тако да једна акција увек даје право на један глас.”

⁵⁷ (4) У отвореном акционарском друштву чланови управног одбора бирају се кумулативним гласањем ако оснивачким актом или статутом друштва није друкчије одређено. (5) Под кумулативним гласањем у смислу става 4. овог члана подразумева се гласање у коме сваки акционар или пуномоћник са правом гласа, број гласова којим располаже множи са бројем чланова управног одбора који се бирају и може све те гласове дати једном кандидату или их расподелити без ограничења свим кандидатима.

⁵⁸ Чланови 302, 303 и 304 дају могућност побијања одлука скупштине акционара, избора директора, чланова управног одбора и побијање одлуке о усвајању финансијских извештаја, али не и могућност да акционари пред судом, у своје или име компаније, побијају одлуке менаџера или управног одбора, или да им је омогућено да своје акције аутоматски продају компанији ако се противе битним одлукама (попут спајања или преузимања) менаџера или чак и скупштине акционара.

6. Право приоритетног уписа или прече куповине дефинисани чланом 213, став један и два.⁵⁹ Већ помињани члан 186, став 5, даје право промене статута управном одбору (осим ако је то право изричito оснивачким актом додељено скупштини акционара), стога је јасно да Србија не одговара ономе што су Ла Порта и његови коаутори сматрали да заслужује један поен у индексу. Аутори изричito на воде да се ради о праву прече куповине којег се могу одрећи само и искључиво акционари путем гласања, што је у Србији пре опција него правило.
7. Да би акционари сазвали ванредну скупштину акционара у Србији је потребно да доставе писани захтев и да поседују минимално 10% акција са правом гласа о питању предложеном за ту скупштину (члан 277), те овај фактор носи један поен.
8. Закон не предвиђа да компанија има обавезу исплате дивиденди сваке године власницима обичних акција, као што је то случај и у већини других земаља.

На основу бодова додељених одређеним факторима конструисан је индекс анти-директорских права, а његово поређење са индексима других земаља и просецима по појединим факторима и законодавствима приказани су у наредној табели.

Табела 2. Вредност ЛЛСВ индекса за Србију и његова компарација са индексима других земаља

Држава	Једна акција-један глас	Дозвољено гласање попутом	Акције нису блокиране пре скупштине	Кумулативно гласање	Заштита мањинских акционара	Право прече куповине	% капитала потребан да се сазове скупштина акционара	Индекс анти-директорских права	Обавезне дивиденде
Србија	1	0	1	0	0	0	0,1	2	0
Аустралија	0	1	1	0	1	0	0,05 д	4	0
Канада	0	1	1	1	1	0	0,05	5	0

⁵⁹ „(1) Акционар има право пречег уписа акција из нових емисија акција акционарског друштва сразмерно номиналној вредности поседованих акција у моменту издавања, односно сразмерно рачуноводственој вредности акција без номиналне вредности. (2) Акционари из става 1. овог члана остварују право пречег уписа у складу са оснивачким актом друштва, статутом или одлуком управног одбора друштва.“

Држава	Једна акција-један глас	Дозвољено гласање поштом	Акције нису блокиране пре скупштине	Кумулативно гласање	Заштита мањинских акционара	Право преће куповине	% капитала потребан да се сазове скупштина акционара	Индекс анти-директорских права	Обавезне дивиденде
Хонг Конг	0	1	1	0	1	1	0,1	5	0
Индија	0	0	1	1	1	1	0,1	5	0
Ирска	0	0	1	0	1	1	0,1	4	0
Израел	0	0	1	0	1	0	0,1	3	0
В. Британија	0	1	1	0	1	1	0,1	5	0
САД	0	1	1	1	1	0	0,1	5	0
Аргентина	0	0	0	1	1	1	0,05	4	0
Белгија	0	0	0	0	0	0	0,2	0	0
Бразил	1	0	1	0	1	0	0,05	3	0,5
Француска	0	1	0	0	0	1	0,1	3	0
Грчка	1	0	0	0	0	1	0,05	2	0,35
Италија	0	0	0	0	0	1	0,2	1	0
Мексико	0	0	0	0	0	1	0,33	1	0
Холандија	0	0	0	0	0	1	0,1	2	0
Португалија	0	0	1	0	0	1	0,05	3	0
Шпанија	0	0	0	1	1	1	0,05	4	0
Турска	0	0	1	0	0	0	0,1	2	0
Аустрија	0	0	0	0	0	1	0,05	2	0
Немачка	0	0	0	0	0	0	0,05	1	0
Јапан	1	0	1	1	1	0	0,03	4	0
Јужна Кореја	1	0	0	0	1	0	0,05	2	0
Швајцарска	0	0	0	0	0	1	0,1	2	0
Данска	0	0	1	0	0	0	0,1	2	0
Финска	0	0	1	0	0	1	0,1	3	0
Норвешка	0	1	1	0	0	1	0,1	4	0
Швајцарска	0	0	1	0	0	1	0,10 e	3	0

Држава	Једна акција-један глас	Дозвољено гласање поштом	Акције нису блокиране пре скупштине	Кумултивно гласање	Заштита мањинских акционара	Право прече куповине	% капитала потребан да се сазове скупштина акционара	Индекс анти-директорских права	Обавезне дивиденде
Земље англосаксонског права, просечно	0,17	0,39	1	0,28	0,94	0,44	0,09	4	0
Земље немачког права, просечно	0,33	0	0,17	0,33	0,5	0,33	0,05	2,33	0
Земље француског права, просечно	0,29	0,05	0,57	0,29	0,29	0,62	0,15	2,33	0,11
Земље скандинавског права, просечно	0	0,25	1	0	0	0,75	0,1	3	0
Просек узорка	0,22	0,18	0,71	0,27	0,53	0,53	0,11	3	0,05

Извор: La Porta и коаутори⁶⁰ и Закон о привредним друштвима⁶¹

Србија има индекс који је једнак индексу који имају Ирска или Јапан,⁶² али се део права која се тичу заштите акционара, премда предвиђена законом, може избећи од стране агента ако му не иду у корист. Поредећи Србију са другим земљама заштита инвеститора је на нивоу на коме је она у Данској, Швајцарској, Грчкој, Холандији, Аустрији, али и боља од заштите у Немачкој и Италији. Истовремено, од Србије су бољи Перу, Колумбија и Нигерија.

Оцењена вредност се може компаративном анализом додатно проверити користећи индексе који су имале земље у транзицији на почетку и на крају деведесетих година прошлог века.

⁶⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny – *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance 52, стр. 1131-1150, 1997

⁶¹ Закон о привредним друштвима, Службени гласник 125/04.

⁶² Ако се у обзир узме да закон даје могућност кумултивног гласања и права прече куповине акција.

Табела 3. Вредност ЛЛСВ индекса у земљама у транзицији

Држава	Индекс анти-директорских права у земљама у транзицији (1998) и Србији (2007)
Јерменија	5,5
Грузија	3
Казахстан	5,25
Киргистан	2
Молдавија	3,5
Русија	5,5
Украјина	3,5
Узбекистан	3,85
Република Чешка	3
Летонија	2,5
Естонија	3,75
Румунија	3
Мађарска	3
Пољска	3
Словенија	2,5
Србија	2
Просек свих транзиционих земаља	3,13

Извор: K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer – *Law and Finance in Transition Economies*, Economics of Transition 8, 2000

Дакле, по критеријуму вредности индекса заштите инвеститора, односно квалитета корпоративног управљања, Србија се налази на нивоу Киргистана од пре скоро десет година. Истовремено, она је нешто испод Словеније и Летоније у истом периоду. Узимајући у обзир веома различит степен развоја три наведене земље и њихових финансијских тржишта у актуелном тренутку, више је него јасно да постоје додатни фактори који су на то утицали.

Квалитет институција и проблем примене норми заштите инвеститора

Конструкција индекса корпоративног управљања за Србију и његова компарација са индексима других земаља указала је да у Србији постоји недвосмислен раскорак између законодавних норми и њихове примене, односно правног и фактичког стања.⁶³ Основни проблем ниског нивоа квалитета корпоративног управљања не лежи у правним нормама, већ у слабости институција. У прилог претходно наведеним тврђњама иде и истраживање Вељовић и Јечменица.⁶⁴ Закључак истраживања показује да у Србији постоји недвосмислен раскорак између законодавних норми и њихове примене. Њихов закључак идентичан је нашем - основни проблем ниског нивоа корпоративног управљања не лежи у правним нормама, већ у слабости институција. Пратећи методологију коју су развили Ла Порта и његови коаутори истраживањем су обухваћене четири области:

1. Оцена регулативе хартија од вредности и тржишта акција;
2. Оцена санкција као основног оруђа примене;
3. Оцена приватног извршења (судови);
4. Оцена јавног извршења (Комисија за хартије од вредности и берза).

Употребљена методологија развијена је у сарадњи са Стокхолмским институтом за економије у транзицији. Анализа закона урађена је око оцене заштите инвеститора кроз регулисање уласка на организовано тржиште капитала и континуираног информисања, а заштите интегритета тржишта кроз трговину на бази поверљивих информација и тржишне манипулације.

Када је реч о уласку на тржиште, Србија има најнижу оцену јер је, упркос доброј намери законодавца, због неадекватног решења у законима о ХОВ, неусаглашености регулативе и масовног непоштовања прописа од стране учесника на тржишту, те немогућности регулатора да санкционише такво понашање, дошло до тога да фирмe могу ући на организовано тржиште и без проспекта. На другом тесту (који оцењује

⁶³ Ако би узели индекс као свеобухватну меру заштите мањинских акционара, мањински акционари би подједнако били заштићени у Србији, Холандији, Аустрији. Истовремено, акционари у Србији би били нешто боље заштићени од акционара у Немачкој. Имајући у виду да пракса показује битне разлике у нивоима заштите мањинских акционара у поменутим земљама и Србији, наредни корак који треба учинити је анализа примене постојећих законских одредаба које штите мањинске акционаре.

⁶⁴ К. Вељовић, Т. Јечменица, - *Квалификовани финансиске регулативе*, Квартални мониторинг бр. 9, 2007

обавезни садржај проспекта) Србија има солидну оцену јер је регулатива на одговарајући начин прописала обавезан садржај проспекта. Када је реч о континуираном информисању сама регулатива није проблематична, али је нетранспарентно пословање један од највећих проблема инвеститора и корпоративног управљања у Србији. Постојећим законским одредбама правила непрекидног информисања задовољавајуће су утврђена обухватајући све битне елементе у погледу захтеваних извештаја, са испољеном тенденцијом да се иде ка постизању њихове веће ажураности. Међутим, и у овом случају је могуће да емитент не буде санкционисан ако ову законску обавезу не испоштује. Наиме, фирма која је иницијално ушла на тржиште са проспектом, а потом није испунила обавезу континуираног информисања инвеститора, биће санкционисана само тиме што ће накнадно добити БП (без проспекта) статус. На српском тржишту, почетком 2007. године, 42% фирм имало је ознаку БП (2% је ушло без проспекта, а остали нису испоштовали обавезу континуираног информисања).

Принудна примена права има два крака примене: Комисију за хартије од вредности и судове. Анализа је показала да су оба крака принудне примене правних правила која штите инвеститоре неразвијена, немоћна и нефункционална.

Квалитет приватног извршења оцењен је интервјуисањем судија Привредног и Врховног суда. Када је реч о стању у судовима и о судској пракси у делу који се односи на питања везана за хартије од вредности у најширем смислу, укључујући и евентуалне спорове који настају у вези са тржиштем хартија од вредности, генерална оцена је да је судска пракса неразвијена. Сличан закључак односи се и на нешто богатију, али и даље врло скромну судску праксу која се односи на компанијско право.

Оцена јавног извршења добијена је у тесној сарадњи са самом Комисијом за хартије од вредности. Оцена јавног извршења обухвата пет области. Прво се оцењују основне особине регулатора и његова институционална независност. Друга област која се оцењује је регулаторна независност Комисије где се настоји утврдити да ли је надлежност Комисије да регулише тржиште капитала изворна или је делегирана од стране Министарства финансија. Трећа област оцењује ефективну моћ регулатора у истрази. Уколико Комисија има моћ да нареди емитенту, дистрибутеру и/или рачуновођи/ревизору достављање релевантне документације, односно уколико може да нареди сведочење релевантних

лица, Комисија има ефективну моћ у истрази да утврди разлоге нетачности или неажурности информације која је дата инвеститорима. Четврти аспект је ефективна моћ регулатора у изрицању (некривичних) санкција. Ова моћ је пресудна у оцени да ли регулатор (јавно извршење) може да надомести слабости приватног извршења. Те санкције најчешће подразумевају налог одговорним лицима емитента да нешто ураде или да обуставе неку активност, нпр. да отклоне проблем и усагласе се са захтевима регулативе који се тичу објављивања и транспарентности, да уведу промене које препоручују органи надзора, да обуставе неку нелегалну активност, да надокнаде штету инвеститорима итд. Ови налози могу бити упућени и емитенту и дистрибутеру и рачуновођи/ревизору те се код оцене ефективне моћи регулатора узимају у обзир налози „уради“ и „обустави“ за све категорије потенцијално одговорних лица. Коначно, пети аспект оцене јавног извршења тиче се кривичних санкција за повреду прописа из области хартија од вредности и улоге регулатора у кривичном поступку.

Коначна оцена првог аспекта јавног извршења – карактеристике регулатора (институционална независност) није задовољавајућа. Процес именовања чланова Комисије није на адекватан начин заштићен од мешића извршне власти и политике. Трајање мандата такође добија лошу оцену због недовољно јасног законског дефинисања разлога за смену чланова пре истека мандата. Коначно, иако варијабла усмерености (да регулатор регулише и надзире само тржиште хартија од вредности а не и банке) добија највишу оцену по усвојеној методологији, питање је колико је у пракси то решење заиста добро с обзиром на сукобе надлежности између два регулатора (Комисије и НБС) и немогућности ефективног надзора Комисије над неким од најјачих играча на тржишту хартија од вредности.

Када је реч о ефективној моћи регулатора у истрази, премда су прописи, на први поглед, опскрбили Комисију потребним оруђима да приликом вршења надзора дође до жељених информација, Комисија је током рада на пројекту изјавила да она није у могућности да ефективно спроводи свој надзор и да су њене ефективне моћи у надзору, релативно према регулаторима у компаративним правним системима, веома скромне. Основни проблем, по изјавама саме Комисије, су недовољна овлашћења регулатора у надзорној функцији, чињеница да њени запослени не уживају имунитет у спровођењу надзорне функције и неадекватне

мере за учињене повреде (санкције). Наведене законске „рупе“ Комисија је до доношења новог закона покушавала да попуни подзаконском регулативом (користећи полуту регулаторне моћи). Нови закон је ситуацију погоршао јер је ограничио њену регулаторну моћ и стерилисао досадашња настојања Комисије да доношењем подзаконских аката „попуњава законске рупе“ и благовремено реагује на нову ситуацију на тржишту које је у процесу настајања и сталног мењања. Даље, Комисија нема овлашћења претреса и заплене документације што је од значаја за откривање трговања коришћењем привилегованих информација и манипулативног понашања. Осим тога, Комисија нема истражна овлашћења за предузимање привремених мера, а нарочито оних којима се затечена ситуација у надзору „замрзава“ до завршетка надзора, а која би била од изузетног значаја за успешну истрагу.

Када је реч о ефективној моћи регулатора у сferи санкционисања, током истраживања, Комисија је изјавила да сматра да нема адекватна овлашћења да изриче неопходне мере за незаконитости и неправилности утврђене током надзора. Тако на пример, Комисија нема овлашћење да изриче мандатне (на лицу места) новчане казне, нити пак има овлашћења да води првостепени прекршајни поступак.⁶⁵ Законом о ХОВ предвиђено је да Комисија тек „другим решењем“ којим изриче нову меру ако утврди да незаконитости и неправилности нису отклонене по „првом решењу“ које је донела када је утврдила постојање незаконитости и неправилности, изриче и новчану казну надзираним субјектима. Решења Комисије су коначна и против њих се може покренути управни спор. Улога Комисије у кривичном поступку се своди на подношење кривичне пријаве, тј. евентуално иницирање кривичног поступка. Комисија до сада није никад обезбедила да неког прекршиоца кривично гоне што је индицирало неефикасност и неефикасност ове санкције, иако у реалности има анегдотских доказа масовне појаве инсајдерске трговине, необавештености инвеститора и манипулативних радњи на тржишту за које је предвиђена кривична одговорност.

Истраживање је, dakле, показало да је правни положај Комисије релативно добро дефинисан (ако се изузме сфера регулаторне независности). У исто време, фактички положај Комисије у Србији је такав да се може закључити да Комисија има јасно дефинисане надлежности, али не и циљеве. Актуелни Закон о хартијама од вредности је представљао радикалан корак у назад у односу на претходни баш у погледу

⁶⁵ Поједини представници Комисије сматрају да Комисија ни не треба да има ова овлашћења.

институционалне и регулаторне независности Комисије. Комисија није у могућности да ефективно спроводи свој надзор и основна карактеристика њеног досадашњег деловања је била релативно мали регулаторни, надзорни и институционални капацитет овог тела. Она би требало да буде (а није) оперативно и финансијски независна, да има довољно стручног кадра који поседује знања за обављање регулаторне функције и довољно ауторитета и политичке подршке (нема ни једно ни друго) да врши ефективан надзор. Истовремено, Комисија би требало да послује на транспарентан и одговоран начин. Утицаји и отворени притисци извршне власти на Комисију регистровани су још од њеног оснивања.

НЕКЕ ПОСЛЕДИЦЕ КОНЦЕНТРАЦИЈЕ

Концентрација као решење проблема корпоративног управљања

Проблем корпоративног управљања, посебно проблем заштите инвеститора, се убрзаном концентрацијом решава, или прецизније речено уклања, на кратак рок. Основни метод решавања проблема јесте фактичко напуштање корпоративне форме предузећа. Ово је за велики број предузећа која су принудно листирана рационално решење. Проблем је у чињеници да се концентрација догађа најбрже у групи најбољих и највећих предузећа, која по својим особинама могу бити отворена акционарска друштва. Предузећа која по својим перформансама не могу бити јавне корпорације остају отворена и њиховим акцијама се тргује на дисконтинуалном сегменту тржишта.

Одражавање овакве конфигурације на средњи и дуги рок може довести до апсурдне ситуације да на тржишту остану високоризичне и нискоквалитетне компаније, а да се велика и вредна предузећа повуку са тржишта. Овим начином концентрације се, на известан начин, жртвује и „цивилизацијска“ мисија корпорације као једине врсте предузећа која на најбољи начин може апсорбовати и ефикасно употребити капитал из окружења.

Концентрација и особине финансијског тржишта

На кратак и средњи рок, концентрација власништва над акцијама деформише основне функције финансијског тржишта. Порекло ове деформације јесте промена базичних функција финансијског тржишта. Оно у датом случају не служи као механизам директног финансијског посредовања него као механизам трансфера власништва. Већина српских акционарских друштава котирана на тржишту капитала *de facto* не прикупља додатни капитал са тржишта. Према налазима из цитираног истраживања Светске банке, 89% фирми у узорку није примило екстерне инвестиције у протеклих пет година, а 90% интервјуисаних компанија не планира да издаје нове акције нити да путем тржишта капитала прикупља додатни капитал током наредне три године.⁶⁶

Тржиште капитала, у овим условима, остаје на дуги рок плитко и неликвидно. На тржишту акција се региструју појаве које јесу типична последица ниског нивоа заштите инвеститора. На страни понуде доминирају акционари који су акције добили током процеса приватизације. Доминантни купци на овом тржишту су фактички преузимачи ових фирм, а не купци акција (инвеститори). Њихова циљ је да стекну пакет акција предузећа који ће им обезбедити фактичку контролу над фирмом. Власник који преузме контролу над фирмом није заинтересован за докапитализацију јавном понудом јер она може да угрози власничку структуру и стечену контролу. Остали купци (стандартни инвеститори заинтересовани за принос) нису у овим условима заинтересовани за такву фирму јер због власничке, и консеквентне контролне структуре, они не могу значајније утицати на пословање. Акција такве фирме није занимљива ни за портфолио инвеститоре јер није ликвидна. Последица: фирма се фактички затвара, тј. трансформише, а само тржиште се постепено празни у смислу повлачења акција и пада тражње из сегмента инвеститора, од индивидуалних до институционалних.

Тржиште капитала, са изузетком континуалног сегмента⁶⁷ заправо и није тржиште акција већ тржиште фирм. Оно служи прерасподели

⁶⁶ К. Вељовић, *op. cit.*

⁶⁷ На континуалном сегменту тржишта активиран је, током успона тржишта у другој половини 2005. године, и други извор понуде из скупа портфолио инвеститора који су акције купили раније, а сада их продају ради остварења капиталне добити или реструктуирања својих инвестиционих портфолија. Последица је увећавање ликвидности континуалног тржишта. Раст обима промета и цена на континуалном сегменту трговања у 2005. години довео је до привременог заустављања процеса пражњења тржишта. Овој појави је погодовало увођење акција банака на континуално трговање и то управо банака код којих није постојала видљива

богатства и контроле, а не информационо и ценовно ефикасној алокацији капитала. Овај механизам објашњава и велику разлику између нивоа капитализације и вредности промета у Србији.

Ако би се ниво развијености тржишта капитала у Србији мерио само стандардним индикатором тржишне капитализације, која је имала високу динамику раста у периоду 2000–2008. године, могло би се закључити да је српско финансијско тржиште имало снажну експанзију. Наведени индикатор је, међутим, неадекватан и не описује добро реално стање јер је велики део укупне капитализације неликвидан.⁶⁸ Због тога се као поуздана мера активности на тржишту капитала користи обим промета и коефицијент ликвидности којим се открива образац понашања српског тржишта капитала.

Подаци потврђују тезу да је српско тржиште акција, упркос притетном расту у обиму промета пре свега акцијама, неликвидно. Мали број предузећа чијим се акцијама активно тргује и мали обим промета тих акција, главни су проблеми за даљи развој овог тржишта. Коефицијент ликвидности, као однос укупног промета и укупне тржишне капитализације, је низак. Однос вредности промета и капитализације у процентима је у децембру 2003. године био 6.65%, у децембру 2004. године 2.26%, у децембру 2005. године око 1.3%, а у првом кварталу 2007. године око 2.5%. Због тога коефицијент ликвидности треба узимати са резервом јер би се права мера ликвидности тржишта добила тек када би се најпре идентификовале стварно ликвидне акције па се онда измерило њихово учешће у укупном промету и у капитализацији.

Фактичко стање на тржишту акција у Србији указује на чињеницу да постоје два тржишта: континуално и дисконтинуално. Ова два тржишта се значајно разликују једно од другог. Дисконтинуално тржиште је једносмерно. Искуство је показало да су главни продавци акција на овом тржишту из сектора становништва, односно да су то акционари који су акције добили бесплатно у поступку масовне инсајдерске приватизације (пре свега у другом таласу приватизације 1997. године). Другим речима, на страни понуде доминирају радници-акционари.

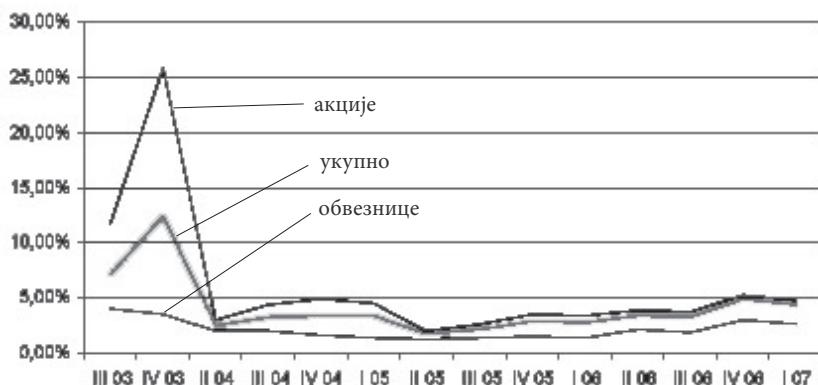
стратегија преузимања. Чак и у време највећег успона тржишта оно је остало изразито уско: када се искључи промет са 3 или 4 најтргованије акције, остатак тржишта је „сценска декорација”.

⁶⁸ Извор: Б. Живковић Б. Урошевић, Д. Цвијановић и М. Дреновак – *Финансијско тржиште Србије: 2000-2005*, Квартални монитор бр. 1, јануар-јул 2005. године (стр. 59-66).

Доминантни купци на овом тржишту су фактички преузимачи ових фирм, а не купци акција. Циљ тих купаца је да стекну пакет акција предузећа који ће им обезбедити фактичку контролу над фирмом.

Поменути механизам концентрисања власништва и консеквентно пражњење дисконтинуалног тржишта функционишу на следећи начин. Уочи концентрације и током самог процеса промет акција „нападнутог“ предузећа се убрзава, број трансакција расте и тако све док се не формира значајни већински, односно пакет акција који обезбеђује фактичку контролу над фирмом. Након тога, промет том акцијом пада, тражња се смањује и, консеквентно, пада цена акције.

Графикон 18. Коефицијент ликвидности



Извор: www.belex.co.yu

Основни узрок ове појаве лежи у чињеници да, када једно лице или група повезаних лица концентрише власништво над акцијама предузећа у својим рукама, они не желе да продају свој сток акција. Циљ куповине акција је контрола над фирмом, а она се обезбеђује стицањем већинског пакета. Ова чињеница потврђује теоријску пропозицију да високу вредност приватних бенефиција контроле имплицира низак ниво заштите власничких права инвеститора.⁶⁹ Наиме, с обзиром да је инсајдерска

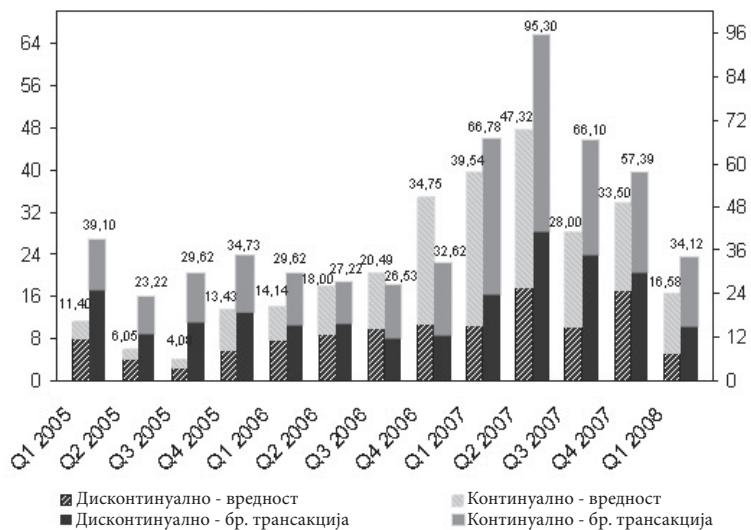
⁶⁹ Видети: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer – *Law and finance*, Journal of Political Economy 106, 1113-1155, 1998; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny – *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance 52, str. 1131-1150, 1997; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny – *Investor Protection and Corporate Valuation*, Journal of Finance, Vol. 57, No. 3, 1147-1170, 2002

приватизација оставила у наслеђе прилично дисперзорану власничку структуру, фирмом би се могло управљати и са значајним, али не нужно већинским пакетима. На српском тржишту акција, међутим, региструје се да су власници заинтересовани по правилу само за већинске пакете који гарантују фактичку контролу над фирмом, а ослањање на правну заштиту чине излишним.

С друге стране, не влада велико интересовање за значајне (али мањинске) пакете које нуди Акцијски фонд. Од укупно понуђених предузећа на тржишту капитала, пре свега од стране Акцијског фонда, 2002. године продато је свега 55% предузећа, у 2003. – 57%, а 2004. – 54% понуђених предузећа. Незаинтересованост инвеститора за значајне мањинске пакете и инсистирање на фактичкој контроли над фирмом указује на неповерење инвеститора у правну заштиту и велику вредност приватних бенефиција контроле карактеристичних за низак квалитет заштите инвеститора.

Власник који преузме контролу над фирмом није заинтересован за докапитализацију јавном понудом јер она може да угрози власничку структуру и стечену контролу. У исто време, остали купци су такође незаинтересовани за такву фирму јер због власничке и консеквентне контролне структуре они не могу значајније утицати на одлучивање у фирмама, односно пословање. Акција такве фирмe није ефикасна алокациона алтернатива ни за портфолио инвеститоре јер није ликвидна. Последица је да се таква фирма фактички (иако не увек правно) затвара. На нивоу тржишта, последица је постепено „пражњење”. Такође, временом преостају све лошије фирме тако да је агрегатно гледано количник цена/књиговодствена вредност у сталном паду све до почетка 2006. године. Тада је ова релација промењена на извесном броју акција које су биле предмет интересовања индивидуалних инвеститора и инвестиционих фондова из иностранства. Дисконтинуално тржиште је и даље остало на ниским вредностима ових количника, тако да оно и није тржиште акција већ тржиште фирм. Овај механизам функционисања објашњава и велику разлику између нивоа капитализације и вредности промета на овом сегменту тржишта.

Графикон 19. Обим и структура трговања акцијама, 2005–2008. година



Извор: Квартални монитор бр 1. 2008.

Из овог налаза следи да тржиште дискоинтнуалног трговања (које је још увек доминантно у Србији, мада се његов удео све више смањује како због његовог пражњења тако и због развоја континуалног тржишта, односно тржишта континуираног трговања) служи за намене сасвим различите од стандардних: уместо за отварање (*going public*) оно служи за затварање (*going private*) фирм. Овај процес се одвија у условима ниске информационе и ценовне ефикасности. Наиме, претпоставља се да у тим околностима тржиште потцењује акције, што додатно убрзава процес његовог пражњења. Докази за ову тезу су у следећим чињеницама. Продавци на дискоинтнуалном тржишту доминантно су из сектора становништва и своје акције су добили углавном бесплатно у поступку масовне приватизације. Следи да се ови акционари не могу посматрати као инвеститори који су изабрали да своја средства уложе у власничке хартије одређеног предузећа, већ као запослени којима акције представљају компензацију. Уз то, пошто су у исто време и запослени у предузећу, увек постоји могућност да их њихов агент (менаџер) отпушти и лиши их прихода (плате) који су значајнији од приноса на

акције. Имајући у виду да они бирају између ова два права и приноса, они фактички немају могућност контроле менаџера. Пошто су агенти (менаџери) често деловали против ових принципала (акционара), а у коалицији са преузимачем, било је тешко разликовати пријатељска од непријатељских преузимања. Та експропријација често је укључивала и укидање права на располагање сопственом имовином. Низак квалитет корпоративног управљања и немогућност радника-акционара да тим механизмима заштите своја власничка права (иако су их према прописима уживали) додатно су убрзали конверзију дисконтинуалног тржишта у тржиште корпоративне контроле.

Посебна ограничења за институционалне инвеститоре

Поред високог приноса и високог систематског ризика финансијско тржиште Србије у садашњој фази развоја и у догледној будућности на меће и посебна ограничења институционалним инвеститорима и узажамним инвестиционим схемама. Поред приноса и ризика тржишта активност институционалних инвеститора је условљена и висином посебног ризика коме је он изложен као *per definitionem* мањински власник. То је ризик експропријације приноса и имовине који настаје у условим ниске заштите инвеститора. Досадашња анализа индицира да ниска правна заштита нема свој корен у неадекватним правним правилима (прописима) који регулишу област компанијског права и у њиховој примени. Проблем пре свега лежи у (1) масовном кршењу ових правила и немогућности акционара да обезбеде евентуалну принудну примену тих прописа и (2) тешкоћама акционара да гласају изласком из фирме, тј. да „казне“ менаџмент продајом својих акција на неликвидном тржишту капитала. Први скуп проблема се решава ревизијом корпоративног законодавства и повећавањем ефикасности институционалне супратрактуре (регулаторних тела и судова). Други проблем има порекло у неефикасном и неадекватном уређивању тржишта преузимања, те је потребна радикална ревизија садашњег закона о преузимању.

Основни ризик ове групације инвеститора на тржишта акција јесте процес његовог пражњења изазван концентрацијом власништва. Ова појава ће трајати све док се не развије ИПО тржиште. Процес концентрације додатно сужава инвестициону базу и ограничава ефикасност институционалних инвеститора. Ово својство тржишта је битно код

процењивања ефеката отварања, односно листирања јавних предузећа. Имајући у виду тренутно стање на тржишту акција за очекивати је да ће и њихове акције захватити процес концентрације уколико се претходно не ревидира базично законодавство о тржиштима.

Претпоставка о настављању процеса пражњења тржишта акција се заснива на процени да ће се низак ниво заштите инвеститора држати на дуги рок. Аргументи у корист ове прогнозе су искуства сличних земаља. Повећање квалитета институционалне супраструктуре јесте, поред реформе законодавства о тржиштима и корпорацијама, основни услов промене квалитета и нивоа заштите инвеститора. Низак ниво заштите инвеститора и ниска ликвидност тржишта с једне стране и дисперзија власништва са друге стране су некомпабилна комбинација. Студије су показале да је концентрација власништва много већа у земљама са ниским нивоом заштите, као и да се власништво најчешће концентрише у рукама инсајдера⁷⁰ који су у стратешкој коалицији са менаџментом. У исто време, постоји и повратна спрега имајући у виду да сама концентрација власништва води неразвијеном и неликвидном тржишту капитала. Наиме, уколико преовлађује концентрисана својина, онда су финансијски инструменти у рукама малог броја инвеститора што аутоматски води редукованој ликвидности. Такво неликвидно тржиште конзервира постојећу концентрацију својине, као и ниску заштиту акционара који немају излазну стратегију и не могу да утичу на менаџмент претњом изласка (продаја акција). У претходном поглављу показана је неразвијеност и неликвидност српског тржишта акција која српском акционару алтернативно „гласање“ изласком из фирме чини слабом алтернативом.

На кратак и средњи рок су за институционалне инвеститоре акутна ограничења везана за могућност диверсификације портфолија. Наиме, тражња и индивидуалних и институционалних инвеститора концентрише на релативно ограничен сегмент тржишта. Цене акција на том тржишту расту и опадају брзо и у великим амплитудама. Друго велико ограничење јесте одсуство инструмента ниског или релативно ниског ризика. Ово се посебно односи на дуговне инструменте. Осим обвезница девизне штедње, чије је тржиште релативно плитко, не постоје класични нискоризични инструменти из муниципалног и корпоративног сектора. Резултат је релативно плитка диверсификација портфолија, високо учешће готовине и релативно низак принос.

⁷⁰ Видети: A. Shleifer and R. Vishny – *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance 52, 737-783, 1997

Важна консеквенца претходних налаза тиче се актуелних ограничења у решавању проблема оптимизације портфолија институционалних инвеститора. Иако је коефицијент корелација на тржишту вероватно низак, широка диверсификација је ограничена ниском ликвидношћу акција. То различите групе институционалних инвеститора доводи у различите ситуације. Инвестициони фондови који могу преузети висок ризик (посебно тзв. приватни фондови) и друштва за неживотна осигурања могу, концептуално, преузети већи ризик од пензијских (добровољних и обавезних) фондова. Због тога је способност оптимизације портфолија прве групе институционалних инвеститора већа него код друге. Ова појава је регистрована у досадашњем понашању инвестиционих и добровољних пензионих фондова. Проблем је радикализован током 2007. године када је прираст тражње, при ограниченом нивоу и структурни понуде, доводио до појаве убрзаног раста цена и концентрације промета на малом броју акција.

Уколико се не уклоне високи ризици отварања предузећа асинхронизација динамике прираста тражње и понуде може довести до поменећаја на тржишту. У садашњим условима се промет очигледно концентрише на неколико акција и једну државну обвезнику. Уколико нових емисија дужничких и власничких инструмената не буде било у средњем року отвориће се проблем опстанка тржишта и раста систематских ризика. Консеквенца евентуалног убрзаног раста тражње ће бити додатно смањивање капацитета и ефикасности диверсификације. Ово својство тржишта ће се вероватно одржати и на средњем року што, консистентно, угрожава ефикасност институционалних инвеститора, посебно инвеститора чији је капацитет преузимања ризика ограничен стандардним регулаторним нормама.

Ограничена ликвидност и мала дубина тржишта ће и на средњи рок ограничавати могућност конзервативних институционалних инвеститора да се прилагоде ценовним шоковима који долазе са тржишта. На тај начин уобичајена регулација отворених инвестиционих и пензијских фондова доспева у кризу. Стандардна ограничења максималне изложености фонда постају неделотворна уколико се брзо мења статус хартије у смислу ликвидна /неликвидна. Ова појава је, и на досадашњем искуству, регистрована у понашању добровољних пензионих фондова на тржишту акција. Њихова способност да се заштите од ценовних промена и да у околностима које је задала регулатива и пада берзанског индекса очувају тренд раста вредности инвестиционе јединице се, током 2007.

године, показала ограниченом. Плитко тржиште ставља ову групу инвеститора пред посебан проблем: повлачењем из неке хартије (дезинвестирањем) они значајно увећавају њену понуду и тако смањују цену. Ова појава није регистрована код инвестиционих фондова, којима правила структуирања портфолија дају већу слободу избора код улагања у мање ликвидне хартије са дисконтинуалног сегмента тржишта.

Критична тачка будуће еволуције финансијског тржишта Србије биће (не)ликвидности дисконтинуалног сегмента тржишта. Од овог сегмента тржишта ће зависити (не)формирање критичне масе инвеститора на страни тражње. Ово се посебно односи на будуће стратегије свих институционалних инвеститора, који нису посебно присутни на овом делу тржишта. У кратком року није реалистично очекивати значајно померање тражње према овом сегменту јер је, чак и много дубље континуално тржиште, високо осетљиво и на мале прирасте и промене у структури тражње. Кључни ризик овог сегмента тржиште јесте ниска заштита инвеститора, те се због тога ово тржиште и даље празни. Ако се не отклоне узроци пражњења (пре свега лоша заштита власничких права инвеститора), пад тражње доводи неизбежно до пада цена. Овај сегмент тржишта капитала ће у том случају функционисати све док постоје ресурси за расподелу, односно понуда акција насталих приватизацијом. Оно неће вршити ни једну од својих основних функција. Неопходни услов за то је темељна промена регулације тог тржишта, јачање надзора на финансијским тржиштима (изградња институција) и ефективна заштита власничких права.

Проблем уске инвестиционе базе, односно недостатка и неповољне структуре понуде хартија се, на кратак рок може радикализовати уколико се значајно увећа тражња при садашњем нивоу и структури понуде. Брзо повећање тражње би изазвало формирање мањих или већих ценовних балона на тржишту акција.

Регулатива финансијских тржишта: главни недостаци и могућа унапређења

ЕВОЛУЦИЈА РЕГУЛАТИВЕ ИЛИ ЈЕДАН КОРАК НАПРЕД, ДВА КОРАКА УНАЗАД

Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената донет новембра 2002. године⁷¹ није, по општеприхваћеном мишљењу, био добар. Под регулацијом овог закона ниво и квалитет заштите инвеститора у хартије од вредности је био низак. Овај закон је само провизорно уредио тржиште преузимања. Делатност инвестиционих фондова није била уређена, иако су они интензивно деловали на националном тржишту. Укратко: цео комплекс емитовања и јавног промета хартијама од вредности био је или неуређен или подрегулисан, а регулатор (супервизор) није успевао да ефективно осигура примену правила.

Српско тржиште хартија од вредности је било огледало (и последица) таквог стања регулативе. У току важења овог закона, капитализација тржишта (у односу на БДП) била је велика, али више од 90% те капитализације било је неликвидно.⁷² На тржишту није било иницијалних јавних понуда. Основни разлози за промену тог Закона (надаље поједностављено: Стари закон) су били следећи:

Први проблем је био увођење хартија на тзв. организовано тржиште. Стари закон је декларативно „отворио“ сва акционарска друштва одредбом којом се све акције емитоване до почетка његове примене сматрају акцијама емитованим јавном понудом. Том одредбом право је игнорисало економску стварност и логику. Створила се парадоксална ситуација у којој су и друштва која по својој економској суштини не могу бити корпорације (једночлана акционарска друштва, мала и средња предузећа), морала да се укључе на организовано тржиште – берзу.⁷³

⁷¹ Сл. лист СРЈ, бр. 65/2002 и Сл. гласник РС, бр. 57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005

⁷² Б. Живковић, Б. Урошевић, Д. Џвијановић и М. Дреновак – *Финансијско тржиште Србије: 2000-2005*, Квартални монитор бр. 1., јануар-јул 2005. године (стр. 59-66).

⁷³ Касније донети Закон о привредним друштвима (ЗПД) је покушао да помири правни и економски свет те је увео две категорије акционарских друштава – затворена и отворена, при чему је по својој природи затворена акционарска друштва (која могу имати највише 100 акционара) приближио облику друштва са ограниченом одговорношћу, уз могућност

Законодавац је покушао да створи тржиште прописујући обавезу стварања организованог тржишта хартија од вредности и то са условима који дају могућност свим власницима хартија од вредности да се њихове (већ емитоване) хартије нађу на том тржишту. Циљ законодавца је, међутим, био да фирме којима се тргује на организованом тржишту (тј. чије су хартије у јавном промету) поштују обавезе које Стари закон предвиђа за јавна друштва⁷⁴ и да та друштва надзире Комисија за хартије од вредности (Комисија) и зато их је и упутио на „организовано тржиште“⁷⁵. Међутим, та интенција законодавца је заобиђена регистровањем свих „акција из приватизације“ на тзв. слободном берзанском тржишту, а не на формалном листингу Београдске берзе. Тржишна капитализација акција обухвата тржишну капитализацију свих издаваоца који су укључени на слободно берзанско тржиште, док су оба формална листинга (А и Б), за које је Берза везала сложене захтеве које Стари закон ставља пред јавна друштва, готово потпуно празна. Ти захтеви се, међутим, не односе на слободно берзанско тржиште иако оно фактички јесте „организовано“ од стране Београдске берзе. Услови без којих се не може на слободно берзанско тржиште су знатно блажи од услова за формални листинг: само евидентија хартија и њихових власника у Централном регистру и подношење захтева Београдској берзи за укључење на слободно берзанско тржиште, те потписивање уговора са Београдском берзом уз који се доставља и проспект. На тај начин, поставило се питање има ли Комисија било каквих овлашћења према фирмама на слободном берзанском тржишту (готово све српске фирме којима се организовано тргује) или се њен надзор ограничава на формални листинг Берзе, односно до недавно празан скуп.

увођења ограничења у преносу акција интерним актима друштва. Тиме је остављена могућност искључења слободне преносивости и трговања на организованом тржишту и створена законска могућност трговања мимо берзе, али и сукоб са Старим законом. Отворена акционарска друштва (са преко 100 акционара и она која имају мање акционара али су по слободном избору отворена), ЗПД третира као „јавна друштва“ у смислу Старог закона. Тако је скуп отворених, јавних друштава по ЗПД уже дефинисан од скупа јавних друштава дефинисаних Старим законом.

⁷⁴ Стари закон у чл. 5. став 1. тачка 12. дефинише јавно друштво као правно лице које је издало хартије од вредности јавном понудом на организованом тржишту, над чијим пословањем у вези са хартијама од вредности надзор врши Комисија за хартије од вредности и које је обавезно да обавештава јавност о свом пословању у складу са тим законом.

⁷⁵ Стари закон у чл. 5. став 1. тачка 5. каже да је организовано тржиште тржиште на коме се трговина хартијама од вредности и другим финансијским инструментима издатим у складу са овим законом одвија на начин и под условима утврђеним тим законом, актима Комисије и правилима пословања овлашћених учесника на организованом тржишту над којима Комисија врши надзор.

Други проблем тржишта и истовремено разлог за промену Старог закона је био информативна затвореност емитента. Старим законом регулатива уласка на тржиште и континуираног информисања на први поглед била је задовољавајуће дефинисана обухватајући све битне елементе у погледу проспекта, захтеваних извештаја, са испољеном тенденцијом да се иде ка постизању њихове веће ажурности. Међутим, показало се да је могуће да емитент не буде санкционисан ако ову законску обавезу не поштује. Наиме, како је напоменуто, акције којима по Старом закону треба да се тргује на Берзи, укључivanе су на посебан сегмент берзанског тржишта тзв. слободно берзанско тржиште на ком се трговина може одвијати без проспекта, са посебном ознаком БП. Обзиром да по правилима Београдске берзе пријем на овај сегмент тржишта не захтева проспект ни испуњење посебних законских критеријума који се односе на јавна друштва, трговање се регулише искључиво правилником Берзе а инвеститори свесно преузимају ризик инвестицирања у одсуству обавезе информисања котираних компанија. Даље, фирма која је иницијално ушла на тржиште са проспектом, а потом није испунила обавезу континуираног информисања инвеститора, биће санкционисана само тиме што ће накнадно добити БП (без проспекта) статус.

Трећи проблем је био неефикасност надзора и неефикасна примена права. Упркос доброј намери законодавца, због неадекватних решења у старом закону, честих промена регулативе, неусаглашености различитих закона итд. дошло је до масовног непоштовања прописа од стране учесника на тржишту, те немогућности регулатора и судова да такво понашање ефективно и ефикасно санкционишу. Приватно извршење (примена права од стране судова) је неефикасно услед недовољне активности самих акционара и неефикасности судова. Што се тиче јавног извршења (примена права од стране јавног регулаторног тела, односно Комисије за хартије од вредности) и оно је на врло ниском нивоу. Прво треба напоменути да не постоји консолидован надзор над финансијским сектором Србије већ да постоје два конкурентна регулатора – Народна банка Србије (НБС) и Комисија – међу којима је могућ и позитиван и негативан сукоб надлежности.⁷⁶ У околностима када је приватна примена

⁷⁶ Овде се пре свега мисли на активности банака, осигуравајућих кућа и пензионих фондова (који су у надлежности НБС) на тржишту хартија од вредности (које је у надлежности Комисије). Када је у питању давање овлашћења банкама за обављање делатности са хартијама од вредности и делатности кастоди банке, *de iure* не може доћи до сукоба надлежности између Комисије и НБС. Наиме, предвиђено је да банка може обављати делатности брокерско-дилерског друштва, односно делатности кастоди банке ако добије претходну сагласност НБС и

закона неефикасна, јавно регулаторно тело, односно Комисија за хартије од вредности јесте прва и често (фактички) последња линија одбране права инвеститора. Она је важна детерминанта инвестиционе климе и кључна је за кредитабилитет читавог финансијског тржишта. Међутим, како је већ напоменуто, поставило се питање има ли Комисија било каквих овлашћења према фирмама на слободном берзанском тржишту (све српске фирме којима се организовано тругује) или се њен надзор ограничава на формални листинг Берзе. Такође, фактичко стање је такво да се може закључити да Комисија има јасно дефинисане надлежности, али не и циљеве. Даље, она није у могућности да ефективно спроводи свој надзор и основна карактеристика њеног досадашњег деловања је била релативно мали регулаторни, надзорни и институционални капацитет. Комисија би требало да буде (а није) оперативно и финансијски независна, да има довољно знања за обављање регулаторне функције и довољно ауторитета и политичке подршке (нема ни једно ни друго) да врши ефективан надзор. Она би требало да послује на транспарентан и одговоран начин. Утицаји и отворени притисци извршне власти на Комисију регистровани су још од њеног оснивања.

Јуна 2006. године донета су три закона: Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (на даље поједностављено Нови закон),⁷⁷ Закон о преузимању акционарских друштава⁷⁸ и Закон о инвестиционим фондовима.⁷⁹ Закон о инвестиционим фондовима је, недвосмислено, велики корак напред. Закон о хартијама од вредности и Закон о преузимању су корак уназад.

дозволу Комисије за обављање тих делатности (Види члан 137. и 141. Старог закона и члан 176. и 180. Новог закона). Дакле, НБС даје само претходну сагласност, а Комисија издаје дозволу. Нови закон више не тражи претходну сагласност НБС. Опасност за сукоб надлежности може се појавити евентуално у сferи надзора над пословањем овлашћене банке. Наиме, законом (члан 139. Старог закона и члан 178. Новог закона.) је предвиђено да ако Комисија у поступку надзора утврди незаконитости, односно неправилности у пословању овлашћене банке, решење о предузетим мерама доставља НБС. Међутим контролна функција у односу на банке, као и овлашћење за изрицање санкција у случају непоштовања прописа и праксе од стране банке установљена је у корист НБС Законом о НБС (члан 63). Тако, Комисија нема ефективну моћ (иако има законом алоцирану надлежност и одговорност) да врши надзор над активностима банака на тржишту хартија од вредности где су *de facto* банке највећи играчи. Сличан закључак односи се и на кајтоди банке. Истим чланом Закона о НБС (члан 63) утврђено је да НБС доноси прописе којима се утврђују стандарди опрезног банкарског пословања (регулаторна моћ НБС). С друге стране, у оквиру својих надлежности, Комисија доноси акте ради спровођења закона о хартијама од вредности. Стога, лако је замислива ситуација у којој би дошло до сукоба надлежности између НБС и Комисије и у овој сфери регулаторних овлашћења.

⁷⁷ Сл. гласник РС бр. 46/2006.

⁷⁸ Сл. гласник РС бр. 46/2006.

⁷⁹ Сл. гласник РС бр. 46/2006.

ПРВИ КОРАК УНАЗАД ИЛИ ОСНОВНИ ЕЛЕМЕНТИ КОНЦЕПТА ВАЖЕЋЕГ ЗАКОНА

Очекивања да ће се Новим законом променити односи на финансијском тржишту се нису остварила. Нови закон, укратко, јесте незнатно модификована верзија претходног, који је омогућио убрзано пражњење тржишта.⁸⁰ Основне новине Новог закона у односу на претходни садржане су у следећим областима:

1. Морфологија тржишта: уводи се подела организованог тржишта на берзанско и ванберзанско тржиште⁸¹ као и појам организатора тржишта.⁸² Ово решење има два образложења. Прво, законодавац сматра да се тако омогућава малим и средњим предузећима излазак на тржиште. Друго, ово решење треба да обезбеди конкуренцију Београдској берзи не би ли конкуренција међу организаторима тржишта односно организованим тржиштима решила описане слабости Београдске берзе. Ово решење, сагласно искуствима у другим упоредивим ситуацијама, треба да увећа број предузећа на слободном ванбезанском тржишту и тако убрза концентрацију власништва над акцијама.
2. Однос емитента и тржишта: значајно се повећава захтевана транспарентност привредних друштава што би требало да води смањивању информационе асиметрије на тржишту; остаје, међутим, нејасно који су домети ових измена с обзиром да се примењују на мали скуп листираних предузећа.
3. Супервизија и регулација: Нови закон значајно дерогира и досадашња недовољна овлашћења Комисије за хартије од вредности.

Берзанско и ванберзанско тржиште

Према решењима Новог закона берзанско и ванберзанско тржиште имају идентична правила пословања, захтевају исти ниво

⁸⁰ Истини за вољу, добра страна Новог закона јесте да је, у неким аспектима, уклонио несагласности националног законодавства са регулативом ИОСЦО и ЕУ. За сада се може поуздано утврдити да је уважавана Директива о транспарентности и Директива о спречавању манипулација на тржишту. У овој области начињен је значајан напредак који ће водити заштитити интегритета финансијских тржишта и спречавању злоупотреба инсајдерских информација. Остаје неизвесно да ли ће ове одредбе бити делотворне.

⁸¹ Члан 10. Новог закона.

⁸² Члан 2. ст. 1. тачка 11. Новог закона.

транспарентности и дају исте могућности приступа. Основна разлика у дефиницији ова два тржишта јесте у структури и особинама инструмената којима се тргује на једном, односно другом тржишту. На берзанском тржишту котирају се само хартије од вредности које испуњавају релативно строге критеријуме које прописује Комисија. На ванберзанском тржишту се могу котирати хартије које су емитоване јавном понудом и без прописивања додатних услова.

У Новом закону је прецизно дефинисан појам организатора тржишта. Највећу контроверзу у професионалној јавности је изазвало проширење круга лица која могу бити оснивачи, односно акционари организатора тржишта. То могу бити сва домаћа и страна, правна и физичка лица. Једини услов је да свако стицање квалификованог учешћа у структури власништва над тим ентитетом мора претходно да одобри Комисија. Ту се надлежност Комисије, међутим, завршава. Ово решење може водити формирању више берзи и више ванберзанских тржишта. Наравно, то није и нужан и једини исход. Међутим, тај исход је вероватнији од оног који нуди службено образложење законодавца да ће формирање ванберзанског тржишта довести до лакшег приступа предузећа финансијским ресурсима мимо банкарског посредовања. У корист ове претпоставке иде и сама логика ванберзанског тржишта, које не функционише ефикасно у условима високих ризика. Наиме, овај тип тржишта нема централизовану аукцију као основу процедуре отварања цена. Ванберзанска тржишта отварају цену на више тачака своје структуре (тзв. маркет мејкери) у распонима куповног и продајног курса. Тај распон се, при увећању ризика шири. Тржишта ове врсте имају тенденцију формирања цене на знатно нижем нивоу него аукциона (берзе). Ова појава је у врло драматичним формама регистрована у Чешкој (RMS) и Румунији. Чак је и најефикасније и најорганизованије од ових тржишта, амерички NASDAQ, напустило овај концепт и прешло на режим отварања цене аукцијом преко AMEX-а. Разлог за овај прелаз јесте управо ширење разлике између куповне и продајне цене хартије у условима високог ризика. У америчким условима инвеститори су реаговали напуштањем NASDAQ-а. У условима када је ниво заштите инвеститора низак исход би, врло вероватно, могао бити масовна прерасподела на штету малих акционара.

Информациона отвореност емитента

Све акције којима се тргује на Берзи укључене су на слободно берзанско тржиште на ком се трговина може одвијати без проспекта (са посебном ознаком БП) чиме инвеститори свесно преузимају ризик инвестицирања у одсуству обавезе информисања котираних компанија. Заштита инвеститора се у првом реду обезбеђује кроз благовремену, тачну и потпуну информацију коју емитент пружа приликом уласка на тржиште и континуираним информисањем инвестиционе јавности. Таква информација омогућава откривање фер цене и вредновање инвестиционих алтернатива. У супротном, висока информациона асиметрија креираће високе трансакционе трошкове. Квалитетне хартије ће у случају јаче регионалне сарадње и придружења ЕУ миграрати на друга тржишта.

Концепт проспекта за издавање хартија од вредности који је утрагајен у Нови закон је, у основи, усклађен са ЕУ директивом о проспектусу.⁸³ Коначно је Новим законом утврђена обавеза емитента да приликом издавања хартија од вредности јавном понудом обавезно објави скраћени проспект и то у најмање једним дневним новинама. Основна примедба на ово решење јесте што одговорност за садржај није фокусирана, премда солидарна одговорност рачуновође и агента емисије повећава шансу накнаде штете за инвеститора у случају проблема са проспектом. Решење би било да се јасно и недвосмислено менаџмент учини одговорним за истинитост информација.

Извештавање јавних друштава је, генерално, учињено транспарентним. Емитент по Новом закону, има обавезу објављивања (у најмање једним дневним новинама) извештаја о исходу јавне понуде, извештаја о битним догађајима, извода из годишњих финансијских извештаја, као и осталих извештаја од значаја за пословање тих друштава. Такође, Нови закон дефинише и процедуру транспарентног праћења промене власничке структуре. Појам привилеговане информације је усаглашен са ЕУ директивом о спречавању манипулатија на тржишту. Неовлашћено коришћење привилегованих (инсајдерских) информација је дефинисано као основна злоупотреба и манипулатија на финансијском тржишту.⁸⁴

⁸³ Prospectus Directive односно EU Directive 2003/71 Европског парламента и Савета Европе.

⁸⁴ Има и присталица инсајдер трговине који своју тезу поткрепљују аргументима да она, за право, води већој информативности цене, што автоматски побољшава алокацију средстава. L. Ausubel – *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*, American Economic Review 80, 1990, 759-776; M. Fishman, and K. Hagerty – *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, Rand Journal of Economics 23, 1992, str. 106-122; D. Bernhardt, B. Hollifield and E. Hughson –

Прецизније дефинисан концепт повезаних лица омогућава регулатору праћење и откривање друге важне категорије манипулативних радњи које се односе на цене хартија од вредности.

Поред информационе асиметрије, на примарном тржишту акција се развија и снажан конфликт интереса: емитент жели да прода акције по највишој могућој цени прикривајући лоше информације о компанији. Инвеститор је заинтересован да добије тачну и потпуnu информацију о емитенту и уз то тежи да купи акције што јефтиније. Добра регулација чини емитенте одговорним за обелодањивање свих релевантних информација јер је такво алоцирање одговорности економски најефикасније (емитент је учесник на тржишту за кога је најјефтиније да до тих информација дође и да их објави).⁸⁵ Такво поступање је у интересу и самог емитента. Наиме, у случају да постоји информациона асиметрија инвеститори претпостављају најгори могући сценарио и утрађују премију на тај ризик укупну цену акције. Џакле, цена хартија оптерећених информационом асиметријом конзистентно опада испод равнотежне вредности што релативно више погађа добре фирме. Другим речима, лоша и неефикасна регулатива проблема информационе затворености/отворености наноси штету добрим компанијама а доноси корист лошим компанијама (негативна селекција).

Закон је овде био на трагу да реши основни проблем информационе асиметрије. Овај проблем се код нас појављује у драматичном облику на релацији између инвеститора и емитента. Ради отклањања, или бар ублажавања овог проблема, регулација може тежити да смањи трошкове прибављања информација и повећа количину и квалитет јавно доступних информација. На тај начин се омогућава рационални избор инвеститора. Регулатива информационе отворености корпорација има два основна аспекта. Први је прописивање процедуре приликом подношења захтева за листинг и котацију на берзи (улазак на тржиште), а други је дефинисање стандарда континуираног објављивања информација тржишту од стране емитента. Информација утиче на тржишну цену и у исто време омогућава тржишту ефикасно функционисање, односно ситуацију у којој цена прецизно одражава вредност. Другим речима, основна сврха регулативе финансијских тржишта јесте обезбеђивање информационе и, следствено и ценовне ефикасности тржишта.⁸⁶

Investment and Insider Trading, Review of Financial Studies 8, 1995, 501-543.

⁸⁵ S. Grossman and O. Hart – *Disclosure Laws and Takeover Bids, Journal of Finance 35, 1980, 323-334.*

⁸⁶ F. Allen, R. Herring – *Banking regulation vresus Securities Market Regulation, Wharton School University of Pennsylvania, 2001.*

Нови закон је препознао проблем али га није решио. Неодређеном регулацијом обавезе откривања информација (листиране или све компаније чијим се акцијама јавно тргује?), штити поште емитенте на штету добрих компанија и добрих инвеститора.

Домети Новог закона

Тржиште акција данас обухвата слободно берзанско тржиште и формални листинг Београдске берзе (А и Б).⁸⁷ Берза је за листирање компаније везала сложене захтеве које регулатива о хартијама од вредности намеће јавним друштвима. Тај скуп је до недавно био потпуно празан. Број листираних акција је и даље врло мали. Отвара се, dakле, питање да ли закон и јавно регулаторно тело које је надлежно за његову примену имају било каквих овлашћења према емитентима чијим акцијама се не тргује на формалном (листираном) берзанском тржишту или се надзор Комисије ограничава на формално листирање акције. Другим речима, да ли Нови закон као и Стари закон фактички регулише (приближно) празан скуп?

Одговор на ово питање је, нажалост, афирмативан. Формално листираних компанија (према којима би Комисија и правно и фактички недвосмислено имала овлашћења везана за јавна друштва) има и биће их мало. Корпорација, наиме, постаје прави „емитент“ у економском и фактичком смислу само ако донесе одлуку о јавној понуди хартија од вредности или ако се нађе на формалном листингу Берзе за који су везана стриктна правила листинга. У Србији није до сада забележен ни један случај иницијалне јавне понуде која би природно водила котацији и формалном листингу и правном статусу „јавног друштва“. Формално листираних фирм има само четири. Законска дефиниција „јавног друштва“ проширена је и на компаније које никада нису прошле

⁸⁷ Два формална листинга Београдске берзе (А и Б) годинама су била празна. Тренутно су на овом тржишту четири акције. Све остale акције којима се тргује на Берзи, су регистроване на тзв. слободном берзанском тржишту (око 1.650 предузећа). Активно се тргује акцијама свега стотинак предузећа, док се акцијама око 1.200 котираних предузећа није, у протеклих седам година уопште. трговало. Слободно берзанско тржиште је регулисано интерним правилима Берзе и, строго формалноправно гледано, фирме на том тржишту нису јавна друштва (*public companies*). Коefицијент ликвидности, као однос укупног промета и укупне тржишне капитализације, је веома низак. Однос вредности промета и капитализације се смањује – у децембру 2003. године његова вредност је била 6,6%, а почетком 2007. године је варирала око 2,5%.

формалне законске процедуре предвиђене за иницијалну јавну понуду. Многе од њих, да су стварно кроз ту процедуру пролазиле, никад не би ни добиле позитивно мишљење Комисије. Наравно, многе од ових фирм-ми никада не би слободним избором ни донеле овакву одлуку.

Укратко, и Нови и Стари закон, суочени са наслеђем инсајдерске приватизације, са недовољно правила и овлашћења Комисије према корпорацијама на слободном берзанском тржишту и слабим институционалним капацитетима саме Комисије, не пружају адекватну заштиту инвеститорима у те хартије. Комисија тако нема овлашћења да наложи компанији чије су акције на слободном берзанском тржишту (фактичком издаваоцу јер су хартије те компаније у јавном промету) престанак радњи које изазивају штету или да други одговарајући налог било да се он односи на будуће пословање издаваоца или на купопродају хартија од вредности издаваоца.⁸⁸

Слаби институционални капацитети Комисије и непрецизна и недоречена регулатива иницијалне јавне понуде суспендују све добре одредбе о информационој отворености емитента. А то значи да ће се дубока информациона асиметрија на нашем тржишту одржати, да ће цене акција бити инхерентно ниске и да ће се садашњи ток убрзане концетрације власништва наставити.

Решење би могло да подразумева два корака. Први би било чишћење тржишта од неквалитетних хартија а други јасно дефинисање надзора. Сегментирање тржишта би се десило уколико би се хармонизовали Нови закон, Закон о привредним друштвима и Закон о приватизацији и ако би се дозволило сваком привредном друштву да, поштујући процедуре прописане Законом о привредним друштвима, само одлучи хоће ли бити акционарско друштво или не, хоће ли бити отворено или затворено акционарско друштво и хоће ли бити листирано/котирано. Покушај да се листинг наметне фирмама довео је до масовног непоштовања прописа које је немогуће спречити и до „затрпавања тржишта“ акција неквалитетним материјалом. Предложена промена би омогућила диференцирање структуре акционарских друштава уз поштовање правила заштите мањинских акционара. Када се економска и правна реалност приближе, смањиће се и ниво регулаторног ризика (потреба за честим

⁸⁸ Забележен је случај (за време важења Старог закона) у коме је Комисија донела акт којим је наложила издаваоцу на слободном берзанском тржишту обуставу одређених радњи у вези са пословањем хартијама од вредности, али издавалац није поступио по том акту пошто му је било познато да Комисија нема законска овлашћења ни за доношење овог акта ни за предузимање мера у случају непоступања по том акту.

регулаторним променама или високим нивоом дискреције регулаторног тела) што ће створити погодан терен за јавне емисије и филтрирати тржишни материјал Берзе „задржавајући“ само квалитетне хартије. О јаснијем дефинисању надзора реч је у наредном поглављу.

Ерозија капацитета регулаторног тела

Искуство је показало да је Стари закон Комисију за хартије од вредности учинио институцијом без јасно дефинисаног циља, са недовољним овлашћењима и са слабим регулаторним, надзорним и институционалним капацитетима. Ипак, макар формално, Комисија је била институционално, оперативно и финансијски независна од извршне гране власти. Фактички је она функционисала без довољно ауторитета и институционалне подршке за ефективан надзор над тржиштем. Нови закон је требало да обезбеди институционалну реформу Комисије и да отклони недостатке који су је спречавали да ефективно регулише и надзире тржиште.⁸⁹

То се није дододило. Прво, није обезбеђен консолидован надзор над финансијским тржиштем. Важна промена коју је унело ново законодавство јесте увођење новог регулатора на финансијско тржиште. „Конкурентни“ регулатор је НБС која поред банака надзире осигуравајуће куће и пензионе фондове. Вероватноћа сукоба надлежности између НБС и Комисије је висока нарочито у области регулативе и надзора над пословањем овлашћене и кастоди банке. Даље, српско финансијско тржиште је банкоцентрично (око 90% финансијске активе контролишу банке).⁹⁰ Банке поступно постају главни играчи и на тржишту хартија од вредности (универзално банкарство). Надзор над небанкарским сектором је неефикасан и заостаје за надзором над банкарским сектором. НБС је уставна категорија док Комисија то није ни након доношења новог устава.

Решење проблема јесте у концепту јединствене супервизије. Локација јединствене супервизије може бити централна банка. Алтернативно,

⁸⁹ За детаљну анализу аспеката независности институција видети M. Quintyn and M. W. Taylor – *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*, IMF Working Paper, WP/02/46, March 2002.

⁹⁰ Видети: *Serbia and Montenegro: Serbia – Financial System Stability Assessment (FSSA), including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Payment System*, International Monetary Fund, Washington D.C., March 2006

нови регулатор може бити институција изван НБС, дефинисана посебним законом, која би се формирала тако што би се регулација банака, осигурања и пензијских фондова пренела из НБС, а регулација тржишта хартија од вредности из садашње Комисије. Кључни проблем овог избора јесте како ефикасно и у кратком року формирати нову институцију.⁹¹ Искуство са новонасталим независним регулаторним телима у Србији чини ову алтернативу инфириорном.

Нови закон, у погледу институционалне независности Комисије, јесте велики корак уназад. Комисија јесте декларативно дефинисана као независна и самостална организација Републике Србије, која је за обављање послова одговорна Народној скупштини Републике Србије, али је релативизација те декларативне самосталности радикално изведена: овлашћења Комисије нису изворна него поверена. Поверене послове (сагласно Закону о државној управи) обављају разне агенције, органи управе итд. То су, поједностављено, послови који су изворно у надлежности одређеног министарства, а који се поверају тим институцијама. Ако у институционалној структури неке земље постоји Комисија за хартије од вредности онда њене надлежности нису надлежности било ког министарства него њене изворне. Ако се надлежности поверају, онда Комисија није ни потребна. У таквом случају, ефикасније решење је да Министарство финансија ради и регулацију и супервизију. Овако се добило необично, хибридно решење које ће водити смањивању и онако ниског нивоа независности Комисије.

Када је реч о институционалном дизајну Комисије, Нови закон добија ниске оцене. Наиме, регулаторно тело, пре свега, према ставовима Међународне организације за хартије од вредности⁹² треба да обезбеди следеће основне циљеве: заштиту инвеститора, поштено, ефикасно и транспарентно финансијско тржиште, и смањивање системског ризика. Ови циљеви подразумевају да, прво, циљеви Комисије треба да буду у закону јасно дефинисани као заштита инвеститора и интегритета тржишта. Друго, неопходно је обезбедити већа овлашћења и ефективну моћ регулатора у надзорној функцији. Треће, Комисија мора имати изворна, а не поверена овлашћења да регулише и надзире финансијско

⁹¹ Извесно је да, у овом тренутку, неопходни предуслови за формирање снажног и потпуно независног регулатора нису испуњени. Основни проблем су конфликти унутар институционалне структуре и конкуренција у политичкој супраструктуре, која фактички омогућава политичким странкама да остваре контролу над формално независним институцијама. Ризик ове врсте може снажно угрозити и нову институцију јединственог регулатора.

⁹² Ови циљеви регулативе утврђени су 1998. године у IOSCO документу *Циљеви и принципи рејулативе хартија о вредностима*, и они су обавезујући за све чланове.

тржиште. Четврто, јасна правила о напредовању у каријери затворила би пут миту и корупцији, а уз то би омогућила институцији да привуче квалитетан кадар за вршење тих веома важних и комплексних државних функција. Пето, треба да постоје разумни системи који дозвољавају ревизију и обезбеђују одговорност регулатора, али који у исто време не доводе у питање интегритет надзорне функције и не штете клијентима. Да би се отклонило мешање лаика, треба размотрити и постојање специјалних судова или бар посебних одељења унутар судова. Даље, институционална независност почива на три конститутивна елемента: именовање и разрешавање дужности управе регулатора, структура управљања у самом регулатору и отвореност и транспарентност процеса одлучивања.

Када је реч о регулаторној независности, нарочито је важно имати у виду да је до сада законске неодређености у неадекватним овлашћењима Комисија покушавала да попуни користећи свој Статут и друге подзаконске акте. Нови закон је ситуацију погоршао јер, прво, није сам решио проблеме са неадекватним надлежностима, а чињеница да Комисија обавља све послове као од Владе поверене ограничава њену регулаторну моћ и стерилише досадашња настојања Комисије да доношењем подзаконских аката реагује на еволуцију тржишта. Комисија је обавезна да све правилнике и осталу подзаконску регулативу која јој је стављена у надлежност, достави Министарству финансија на мишљење, пошто послове из своје надлежности обавља као (од Владе) поверене послове. Након доношења Новог закона, постојеће ефективне моћи Комисије су конзервиране и онемогућена је природна еволуција регулатора с обзиром да је за све евентуалне измене надлежности и овлашћења неопходна измена самог закона у парламенту (или одобрење Министарства финансија ако је реч о подзаконским актима).

Комисија или њен следбеник (обједињена супервизорска институција) мора да има извршна овлашћења и њена регулаторна моћ не сме бити ограничена априорним или апостериорним одобрењем неког другог органа. Пресудан је степен аутономије који Комисија ужива у дефинисању пруденционих правила.⁹³ Следећи велики проблем је национално

⁹³ Да би се дефинисао адекватан степен регулаторне аутономије, корисно је свrstати регулативу финансијског сектора у три групе: економску (контроле цена, профита, улaska и излaska са тржишта), пруденциону (односи се на контролу над врстама производа и производних процеса надзириханих фирм) и информациону (односи се на информације које надзириле фирме треба да пруже надзорном органу и широкој јавности). Искуство је показало да се, најчешће, економска и информациона регулатива не мењају суштински и често током времена и да стога могу бити остављене законодавцу у класичном смислу (парламенту) са

регулаторно тело претвара у легендарног „лава од папира” јесте потпуно одсуство њене оперативне самосталности. (Упоредно: Народна банака Србије може деловати оперативно потпуно самостално, Комисија ту могућност нема.)

Комисија би морала да буде опремљена свим инструментима за ефективни надзор над финансијским тржиштем.⁹⁴ Уз то, релевантни законски прописи треба да буду веома специфични када је реч о ограничењима нивоа одлучивања, самог процеса и времена које је дозвољено за жалбе на одлуке надзорних органа. Требало би дозволити Комисији и да изриче мандатне казне. Новим законом је било неопходно обезбедити већа овлашћења регулатора у надзорној функцији, као и имунитет запослених у Комисији у спровођењу надзорне функције, те адекватне мере за учињене повреде са минимумом дискреционих овлашћења да би се избегли притисци на Комисију. (Аналогна решења су уграђена у нови закон о банкама.) По важећем закону Комисија нема овлашћења претреса и заплене документације што је од значаја за откривање трговања коришћењем привилегованих информација и манипулативног понашања. Комисија нема истражна овлашћења за предузимање привремених мера, а нарочито оних којима се затечена ситуација у надзору „замрзава” до завршетка надзора, а која би била од изузетног значаја за успешну инспекцију. У овој области Нови закон чини велики корак уназад.

Коначно, персонална и финансијска независност Комисије⁹⁵ одувек нису на високом нивоу. Ово решење дерогира на први поглед солидно дефинисане аспекте независности. Комисија је имала великих проблема због неусвајања њеног финансијског плана у више наврата од стране

евентуалним обавезним претходним консултацијама са надзорним органима. Међутим, ситуација је значајно другачија са пруденцијоном регулативом. Та правила су фундаменти на којима почива цео процес надзора и који одређују стабилност и „здравље“ читавог финансијског система. Закључак је да је за регулаторну независност пресудан степен аутономије у дефинисању пруденцијоних правила и да је то неопходни услов да би финансијски сектор једне земље испоштовао најбоље међународне стандарде и праксе.

⁹⁴ Ефективна моћ регулатора огледа се у: његовим овлашћењима да оцењује компетентност управе и власника надзираних субјеката (*fit and proper* тест), у примени адекватних и разнородних санкција против субјеката који крше правила, у могућности да директно интервенише у надзорану институцију ако је то неопходно, у моћи да одузме дозволу за бављење конкретним послом унутар финансијског сектора и, коначно, у заштити службеника регулатора (у спровођењу надзорне функције) имунитетом од евентуалних тужби које надзиране фирме могу да покрену против њих лично.

⁹⁵ Институционална независност је, декларативно, и старим, а и новим законом високо постављена. Основни проблем је у томе да је искуство показало да право фактички не штити Комисију од арбитрарних смена пре истека мандата првенствено из политичких разлога.

Скупштине (финансијски план, као ни годишњи рачун Комисије за 2003, 2004, 2005. и 2006. годину нису усвојени). Оваква опструкција Парламента је недопустива ако се жели изградити независтан регулатор који ће штитити инвеститоре и интегритет тржишта капитала.

Пожељно је спречити утицај политike на именовање чланова Комисије. У том смислу важно је формирати две структуре унутар Комисије – управљачку и надзорну. Одлучивање и управљање би требало да врши колегијални орган, али би одлучивање (двостепена потврда пре решавања у најзначајнијим питањима), односно решавање (поступање по жалби на првостепено решење), требало да буде двостепено. То би подразумевало постојање извршног и неизвршног дела управљачке структуре Комисије оличених у два међусобно независна органа, управном и извршном. Управни орган као другостепену инстанцу би морало чинити најмање пет чланова, чији мандати су петогодишњи, осим првог који је различитог трајања, и завршавају се са по две године разлике, што би онемогућило да исти сазив Народне скупштине не бира више од два члана. Извршни орган који доноси одлуке и управља, такође мора бити биран од стране Народне скупштине и могао би бити и инокосан јер је контрола квалитета одлучивања обезбеђена постојањем колективног управног органа. Избор чланова ових органа би морао да буде праћен и јавним интервјуима са кандидатима пред надлежним скупштинским одбором. Легитимна тежња носилаца власти да врше надзор би се могла остварити преко надзорног органа, који би у политичкој пракси морао представљати структуру мандата из парламента, а као гарант тога би добро дошла резолуција усвојена у Народној скупштини, која би политички и морално обавезивала посланике да доследно репрезентују састав скупштинског сазива. Најважнији инструмент надзорног органа би била интерна ревизија која у свему мора бити независна од управљачке структуре и мора функционисати у складу са најбољим праксама интерне ревизије. На предложени начин би се поделила моћ надзора, као и политичка одговорност за рад Комисије и тиме би се омогућило измештање њеног деловања ван поља дневне политичке аргументације. Стални увид у рад Комисије би омогућио свим политичким учесницима да постану део система „четврте гране власти” и да смене владајућих већина у Народној скупштини не делују девастирајуће на персонални континуитет у Комисији, а тиме и на стручност, професионалност и независност. Надзорни орган би имао и надлежност другостепеног решавања у питањима управљања Комисијом, као и предлагања, уместо

Владе, на основу постигнутог консензуса, разрешења чланова управног одбора и извршног органа. Потребно је прецизно дефинисати улогу извршне и законодавне власти у одређивању величине и употребе буџета регулатора и спречити потенцијалне опструкције.

ЗАКОН О ПРЕУЗИМАЊУ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА ИЛИ ДРУГИ КОРАК УНАЗАД

Дugo најављиван, рађен у неколико верзија и концепција, Закон о преузимању акционарских друштава је дошао у тренутку када је главни талас преузимања већ прошао без озбиљних правила игре. Дакле, први и основни проблем у вези са овим Законом је што је драматично закаснио. Велики број ефикасних и потенцијално ефикасних предузећа је преузет. Широко дисперзорано власништво је и даље масовно у малим и релативно неефикасним предузећима, а релативно мали број ефикасних предузећа још увек функционише на режиму отворене корпорације с јавним прометом акција.

Предмет досадашњих преузимања су била углавном добра предузећа приватизована по моделу из закона о приватизацији из 1997. године. Неки поступци преузимања су довели до формирања монополских тржишних структура. Процес преузимања предузећа у Србији је током претходне 2 године имао све особине ране, неуређене транзиције, када је регистрована и у другим земљама (Русија је типичан случај ове врсте.). Основна својства тог процеса су убрзана концентрација власништва, низак ниво квалитета корпоративног управљања у акционарским друштвима која су приватизована по закону из 1997. године и драматично ниска заштита мањинских акционара. Исход оваквог стања је да је, током претходне три године, преузимање било доминантан начин концентрације власништва у Србији. У 2004. години је обим трансакција на тржишту преузимања био већи него на берзи. Основни разлог брзе експанзије тржишта преузимања било је управо одсуство правила, односно одсуство Закона који је управо донет.

Преузимања су реализована у условима ниске ценовне ефикасности тржишта, што је имало за резултат ниску вредност коефицијента цена/књиговодствена вредност. Посебно значајан утицај на ниво ценовне ефикасности имало је фактичко одсуство обавезе откупа свих акција малих власника од стране преузимача по цени преузимања као и мали

број конкурентних понуда. Додатни ризик је била и чињеница да су агенти (менаџери) често деловали против интереса принципала (акционара) у спрези са потенцијалним преузимачем. Често није било могуће разликовати пријатељско од непријатељског преузимања. Све ове деформације тржишта и одсуство стандардне регулативе допуштају да се досадашње функционисање тржишта корпоративне контроле опише као дискриминаторно у корист преузимача.

Заштита мањинских власника је у готово свим случајевима преузимања била ниска и неефикасна. У условима ниске заштите малих акционара, понуда акција у поступку преузимања је, у готово свим досадашњим случајевима, била велика. У већини случајева регистровано је присуство тзв. лавине продаје, односно лавина понуде акција преузимачу. У тим околностима је преузимач одлучивао о цени па је експропријација малих акционара, у великом броју случајева, била доказива односом цене и књиговодствене вредности акција. Због тога акционари ове врсте, у великом броју случајева, тежили су да током поступка преузимања, продају своје акције јер су са разлогом очекивали пад њихове цене и ликвидности након преузимања кад фирма добије контролног власника и када због ниског нивоа заштите мањинских акционара, екстерни инвеститори изгубе интерес за такву фирму.

Једини механизам заштите малих акционара генерисало је само тржиште. Реч је о феномену конкурентске понуде која је по правилу доводила до повећања цена акција. Нажалост, одсуство правила игре и честа спрега менаџмента и једног понудиоца је дестимулисало конкуренцију на страни тражње. Тако је током 2005. године свега 21,62% од укупно окончаних понуда за преузимање имало конкурентске понуде, при чему су оне у 68,75% случајева резултирале повећањем цене⁹⁶.

Због ових особина би Закон о преузимању требало или темељно променити или заменити новим.

Основни недостаци закона о преузимању

Основна сврха регулације тржишта преузимања у ЕУ, на коју се позива и овај Закон, јесте стварање институционалних услова за активирање ефикасног тржишта корпоративне контроле. И релевантна директива и

⁹⁶ Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на тржишту хартија од вредности за 2005. и период јануар-јун 2006. године.

извештај тзв. Винтерове групе, полазе од става да ефикасно тржиште јесте најбоља заштита инвеститора. Ефикасно тржиште се активира, са једне стране, ограничавањем права постојеће управе акционарског друштва у спречавају ефикасног преузимања и, са друге стране, институцијом конкурентске понуде за преузимање. Наш закон је успешно решио први или не и други проблем.

Основна слабост закона јесте његова неодређеност у дефинисању услова за објављивање јавне и конкурентске понуде. Закон дефинише конкурентску понуду за преузимање на мање или више стандардан начин и сагласно изворима на које се позива. Али, сама операционализација конкурентске понуде у тексту Закона садржи могућност њеног избегавања, односно саботирања. Понудилац, према тексту Закона, има обавезу да објави понуду за преузимање у року од једног дана од дана настанка те обавезе. Ова обавеза постоји независно од дефиниције пруга на којем се та обавеза активира (стандарт ЕУ је 25% власништва). Уколико не постоји прецизна дефиниција када се ова понуда мора активирати, преузимач може, и теоријски и практично, током једног дана стећи 50%, 70% или макар 25,1% па тек тада објавити понуду за преузимање.⁹⁷ Вероватноћа оваквог догађаја у Србији није мала јер је основно тржиште неефикасно а међу акционарима постоји тежак институционални конфликт. Наиме, у српској корпорацији постоји јединствена у свету дефиниција принципал-агент проблема. Агент (директор) може отпустити принципала (акционара). Запослени мали акционари су, у условима када постоји коалиција менаџмента и преузимача, принуђени да бирају између наднице и дивиденде. Пошто и једну и другу варијаблу контролише менаџмент, он може релативно једноставно припремити сцену за преузимање по ниским ценама. Аргументи за ове тврђење се могу прибавити анализом досадашњих случајева преузимања. У свим тим случајевима су мали акционари убрзано продавали своје акције. Дакле, на националном тржишту се региструје присуство појаве која се може описати познатим термином „лавина продаје“. У финалном исходу: ако постоји висока вероватноћа да један понудилац оствари контролу над друштвом пре истицања јавне понуде онда се вероватноћа појаве конкурентске понуде понаша као њен резидуал. Једноставније: свако добро припремљено преузимање може, у Србији, елиминисати конкурентску понуду.

⁹⁷ Детаљније у: Д. Малинић – *Импликације нове регулаториве на развој таржишта хартија ог вредноста у Србији*, СЕС, Милочерски економски форум, стр. 229-255.

Могућност фактичког стицања преко 25% власништва пре објављивања понуде за преузимање може имати за последицу манипулацију ценама циљног друштва. Вероватноћа да се то дододи је релативно велика код друштва чијим акцијама се (углавном вољом менаџмента) не тргује на берзи. Наиме, обавеза објављивања понуде постоји, према решењима из Закона, само ако се акцијама циљног друштва трговало најмање три месеца. Претпоставимо да то није случај. (Ова претпоставка се може лако доказати упоређивањем броја акционарских друштава и броја акција којима се тргује на берзи.). Ако преузимач нападне такво друштво стоје му на располагању 3 месеца за опструкцију одбране и конкурентске понуде. Основни механизам опструкције у овом случају може бити манипулација ценом. Вероватноће извођења манипулације ценом се показује као врло висока. Тржиште је плитко, ликвидност акција ниска, а Закон допушта да се цена сматра откривеном и само једном трансакцијом са само једном акцијом. У коначном исходу преузимач може „паркирати“ цену на циљану вредност и тек тада објавити понуду за преузимање.⁹⁸

Да би имао основну функцију закон мора спречити коалиције мениџмента и понуђача на штету акционара друштва и јасније прецизизирати операционализацију конкурентске понуде.

Непрецизности везане за обавезу преузимача да објави јавну понуду могу имати за последицу и деструкцију одлучивања и пословања циљаног друштва. Наиме, сваким додатним стицањем акција (изнад 25%) у ситуацији коју Закон дефинише као ситуацију у којој не постоје услови за објављивање понуде, преузимач може „опструирати корпоративно управљање у циљаном друштву⁹⁹“. Стицалац, односно преузимач, у том случају губи право гласа из додатно стечених акција (изнад 25% учешћа). Последица 1: смањује се укупни број гласова. Последица 2: стерилишу се управљачка права из акција које је преузимач стекао изнад цензуса од 25% што омогућава контролу са мањим бројем акција с правом гласа. Последица 3: преузимач може контролисати друштво и са 25% акција а ако је период у коме се могу донети одлуке о инвестирању, дезинвестирању и задуживању предузећа довољно дуг, особине предузећа које је изложено нападу се могу променити. У *ad absurdum* логици у периоду од три месеца стицалац може и да отуђи акције које поседује. Тако он, на крају периода, више неће поседовати више од 25%, што значи да, по слову закона, и не мора да објави понуду за преузимање. Оваква

⁹⁸ Додатни докази у: Д. Малинић, *op. cit.* стр. 255.

⁹⁹ Д. Малинић, *op. cit.* стр. 248.

регулаторна ситуација допушта појаву коалиције лажног и стварног преузимача. Типична стратегија била би у том случају да лажни преузимач прво опструкцијом обезвреди циљано друштво и да, на крају периода од 3 месеца, прода акције стварном преузимачу.

Закон, надаље, недовољно селективним кодификовањем обавезности објављивања понуде за преузимање затвара још један извор конкуренције на тржишту корпоративне контроле. То је велики и потенцијално моћан извор тражње из групације професионалних инвеститора. Они нису изузети од обавезе објављивања понуде за преузимање. Свако стицање преко 25% (укључујући и оне акције које професионални инвеститор већ поседује) намеће и професионалним инвеститорима обавезу објављивања понуде за стицање свих акција циљаног друштва. Интерес професионалних инвеститора није контрола него принос на њихово улагање у предузеће те њихово стицање није мотивисано преузимањем. Закон их фактички претвара у преузимаче. Ризик ове врсте ће искључити ову групацију са тржишта мањинских пакета и отворити шири простор стварним предаторима. Адекватно решење овог проблема било би изузимање неких професионалних инвеститора (пре свега приватних фондова) из обавезе објављивања понуде за преузимање.

ЗАКЉУЧНЕ НАПОМЕНЕ

Финансијско тржиште је од његовог настанка до данас доминантно механизам прерасподеле својинских права а мање или готово за немарљиво механизам финансирања сектора предузећа и јавног сектора. Основни (стратегијски) циљ развоја финансијског тржишта јесте његово оспособљавање за базичну функцију. Ово је могуће учинити темељном реформом регулаторног оквира која би омогућила емитовање хартија корпоративног и јавног сектора. У оквиру ове реформе потребна је а) ревизија базичних закона о хартијама од вредности б) њихово усклађивање са законодавством о привредним друштвима и ц) побољшање подзаконске регулације и д) ефикасност регулаторног тела.

Поред Новог закона, који је делимично усклађен са неким директивама ЕУ, потребно је темељно реконструисати Закон о преузимању, који у постојећем решењу фактички суспендује конкуренцију на тржишту преузимања. Основни смер ревизије закона јесте њихово усклађивање са стандардима ЕУ. Значајна питања која представљају саставни део

регулације ове области у ЕУ нису обухваћена овим законима или су недовољно уређена. Нека решења су неодређена, тако да је њихова примена готово онемогућена. (Директива о јавној понуди 89/298/ЕЕЦ и касније директиве.) Део овог решење је садржан у постојећем предлогу измена закона.

Упоредо са смањивањем ризика, које би се извело ревизијом основних закона, могуће је, у кратком року, смањивање трошкова који прате емитовање нових инструмената. Ти фискални и регулаторни трошкови (ревизије Комисије за ХOB, Централног регистра и других повезаних институција) повећавају трошкове емитовања хартија од вредности и из корпоративног и из јавног сектора. Ове мере би, уз нову регулацију, требало да подстакну емитовање нових хартија, што би водило ширењу и продубљавању тржишта. Активирање нових извора тражње на финансијском тржишту из сектора инвестиционих и пензионих фондова би, у супротном случају, могло довести до појава убрзаног раста и једнако брзог пада вредности индекса, какав је регистрован током 2007. године. Поред ревизије базичних закона потребан је и посебан закон о хипотекарним хартијама од вредности, односно о секјуритизацији. Овим законом би се омогућило емитовање ниско-rizичних хартија од вредности заснованих на хипотеци.

Стратешки важним циљем може се сматрати и јачање регулаторне и супервизорске функције на финансијским тржиштима. Нужно је редефинисати надлежности регулаторног тела и повећати његову стварну способност регулације и надзора дефинисањем његовог статуса као недвосмислено и фактички независног регулаторног тела, како од Владе, тако и од тржишних учесника. Ове циљеве је могуће остварити било јачањем постојеће институције (Комисије за хартије од вредности) било формирањем нове институције за надзор над свим финансијским делатностима (банкарство, осигурање, фондови, финансијско тржиште – концепт интегрисане супервизије). Имајући у виду искуства других земаља пожељно је размотрити и могућност формирања нове институције обједињеног надзора над свим финансијским делатностима која би била фактички и институционално независна, како од извршне власти тако и од учесника на тржишту. (Видети посебно одељак о институцијама.) Важан циљ је и јачање саморегулаторних тела и професионалних асоцијација које омогућавају повећање тржишне дисциплине и унапређење етичких стандарда професија, повећање нивоа професионалних знања и вештина и креирању поверења инвестиционе и опште јавности према институцијама.

Законско уређење корпоративног управљања: приказ, анализа и предлози

УВОД

Суштински економски смисао законског уређивања привредних друштава јесте јасна додела и утврђивање начина спровођења и заштите власничких права у односима које привредно друштво успоставља са спољним светом и у односима који се успостављају унутар привредног друштва. И у првом и у другом случају, економски циљ овог уређивања је смањивање трансакционих трошка који се јављају у размени, спровођењу и заштити власничких права и то:

- 1) у правном промету између лица, правних и физичких и
- 2) у заступању интереса различитих група, пре свега власника, унутар привредног друштва.

Законско уређивање прве групе питања у највећем се своди на прописивање начина оснивања, регистрације друштва и његових битних података у јавним евидентијама и одговорности и права у правним односима према трећим лицима.

Законско уређивање друге групе питања првенствено има за циљ решавање принципал-агент проблема и повезаних проблема информационе асиметрије и колективне акције. Скуп прописа који настоји да реши принципал-агент и с њим повезане проблеме успоставља правни оквир за расподелу улога, одговорности и права унутар привредног друштва, или, другим речима, правни оквир корпоративног управљања.

Извор принципал-агент проблема јесте раздвајање управе и контроле од власништва над друштвом. Власник друштва – принципал – преноси право и дужност управљања и руковођења друштва на професионалне руководиоце – агенте – и ослањајући се на њихово знање и стручност настоји да максимизује принос на своје улагање. Истовремено, међутим, принуђен је и да пронађе начин да онемогући професионално руководство да средства друштва присвоји или потроши на намене који не доносе оптималан приход/принос власнику.

Поред проблема који се јављају у односу власник(ци)-управа друштва, правила корпоративног управљања настоје да реше и проблеме који

настају у односима између самих власника, посебно у случају кад један од њих има доминантно учешће. У свим околностима у којима се настоје заштитити права мањине од себичног или недобронамерног понашања већине уз истовремено очување основних начела демократског управљања – један човек један глас и већинско одлучивање – у обликовању правила јавља се питање: како заштитити мањину а не угрозити права већине. Јер, као и већина и мањина може злоупотребити свој положај. Одговор на ово питање нарочито је важан у корпоративном управљању, пошто није реч о начелним људским, већ врло конкретним власничким правима.

У управљању друштвом релативни утицај на доношење одлука непосредно је повезан са релативном величином уложених средстава, а тиме и преузимањем сразмерно већег ризика за резултате тих одлуке. Стoga је веома важно пажљиво одмерити и утврдити области у којима акционари добијају утицај на одлучивање који је несразмерно већи од њиховог власничког учешћа у друштву. Проблем односа већинског и мањинских акционара је у Србији веома значајан, јер је већина садашњих акционарских друштава настала кроз приватизацију, што ће у наставку бити посебно објашњено.

У овом делу студије, дакле, приказаће се и анализирати они делови Закона о привредним друштвима¹⁰⁰ (ЗПД), као и доступни примери из судске праксе који се односе на уређивање питања корпоративног управљања. Будући да су код акционарских друштава, пре свега отворених, ова питања најизраженија, покушај њиховог решавања кроз законске норме је најдетаљнији. Стoga ће она и бити у средишту пажње.

Кад је реч о отвореним акционарским друштвима, важно је, такође, напоменути и следећа два оруђа која власницима начелно стоје на располагању у дисциплиновању управе друштва.

Власнику-акционару, поред настојања да своја власничка права спроведе и заштити унутар привредног друштва, би по дефиницији требало да стоји на располагању и право да једноставно и без ограничења напусти друштво продајом својих акција. Одлука о продаји акције и њено спровођење, изузев донекле када је првенствено мотивисана потребом за ликвидношћу, моћно је оруђе контроле власника над управом друштва. Коришћењем овог оруђа, управи, а у одређеним случајевима и целој јавности, власник веома јасно ставља до знања да није задовољан резултатима њеног рада. То доводи у питање положај, новчану и друге надокнаде руководиоца у постојећем, а у перспективи

¹⁰⁰ Службени гласник Републике Србије, бр. 125/2004.

и у другим друштвима. Другим речима, доводи у питање њихов положај на одговарајућем тржишту рада и може дугорочно поткопати прилике за жељени будући ток прихода. Јасно је да је ово оруђе посредно, а да лакоћа и трошкови његовог коришћења у највећем зависе од ликвидности тржишта капитала и правила која на њему постоје.

Други начин да власник настоји да успостави ефективну контролу над руководством јесте да концентрише своје власништво у друштву. Увећавањем величине свог учешћа у капиталу друштва, власник увећава, а некад и у потпуности успоставља контролу над управом друштва коју, у крајњој инстанци, може да промени. На овај начин он себи обезбеђује непосредно оруђе: уколико је незадовољан радом професионалног руководства оно, а не он, напушта друштво. Могућност и начин употребе овог оруђа такође зависи од начина на који је уређено тржиште капитала и посебних правила која могу ограничавати величину учешћа у капиталу.

Будући да ће законска правила која уређују тржиште капитала и, посебно, поступак преузимања акционарских друштава, бити предмет анализе у другом делу ове студије, она овде неће бити посебно приказана. То значи да ће се од пет у теорији и пракси препознатих одговора на принципал-агент и с њим повезане проблеме:

1. концентрација власништва
2. непријатељска преузимања
3. додела надлежности и контроле
4. политика накнада руководству
5. фидуцијарне дужности директора и колективне тужбе¹⁰¹

У овом делу студије пажња ће се посветити приказу и анализи правила које ЗПД прописује у односу на последње три групе одговора.

Приказ и анализа су у наставку организовани на следећи начин. Прво ће се приказати основне особине правног оквира корпоративног управљања у Србији. У оквиру овог дела у основним цртама се представљају облици и основне карактеристике привредних друштава, а детаљно прописани органи управљања и контроле, нарочито решења која се односе на отворено акционарско друштво. Поред тога, даје се и преглед доступне судске праксе из којег се могу запазити најчешћа спорна питања.

¹⁰¹ M. Becht, P. Bolton, A. Röell – *Corporate Governance and Control*, ECGI, Finance Working Paper № 02/2002, updated August 2005, www.ecgi.org/wp

Следи листа отворених питања и могућих решења, која укључује и питања отворена не „кривицом” ЗПД, већ која потичу из закона који гранично уређују или имају непосредне последице на корпоративно управљање.

Конечно, у завршном делу даје се осврт на друштвени контекст у којем се у Србији одвија корпоративно управљање и његовог начелног утицаја на ефективност и спроводљивост законских решења.

ПРАВНИ ОКВИР КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

Основу правног оквира корпоративног управљања у Србији чини Закон о привредним друштвима и скуп прописа који уређују тржиште капитала, од којих су најважнији Закон о тржишту хартија од вредности и осталих финансијских инструмената¹⁰² и Закон о преузимању.¹⁰³ Будући да друга два закона превасходно уређују питања која ће бити предмет анализе у другом делу ове студије они у наставку неће бити посебно разматрани.

Још две групе прописа непосредно утичу на начин и исходе примене правила корпоративног управљања у Србији. То су прописи о приватизацији, међу којима су за ову тему најзначајнији Закон о приватизацији¹⁰⁴ (ЗОП) и Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације¹⁰⁵ (ЗБА) и прописи о рачуноводству и финансијском извештавању на челу са Законом о рачуноводству и ревизији¹⁰⁶ (ЗРР).

Прописујући да приватизација друштвеног капитала представља отворену понуду акција, ЗОП је, у основи, створио отворена акционарска друштва у данашњој Србији. Додељујући запосленима бесплатне акције у поступку приватизације и утврђујући посебне мере заштите тако створених мањинских акционара он је умногоме одредио структуру, али и мотивацију акционара у огромној већини отворених акционарских друштава. Стога се може рећи да овај закон, иако по својој суштини једнократног и пролазног карактера, пресудно утиче на питања

¹⁰² Службени гласник РС бр. 47/2006.

¹⁰³ Службени гласник РС бр. 46/2006.

¹⁰⁴ Службени гласник РС бр. 38/2001,018/2003 и 45/2005.

¹⁰⁵ Службени гласник РС бр. 123/2007.

¹⁰⁶ Службени гласник РС, бр. 46/2006.

која се у области корпоративног управљања данас у Србији јављају као најважнија.

Утврђујући услове, рокове и начин израде, ревизије и обелодањивања финансијских извештаја, правила интерне ревизије, као и лица која су обавезна да их поштују, ЗРП установљава и оквир корпоративног управљања у овој области, те и у самом ЗПД постоји низ норми које за извор правила упућују на ЗРП.

Својеврстан допринос правном оквиру корпоративног управљања у Србији дају и два кодекса које је, пратећи модерне трендове¹⁰⁷ у овој области, донела Привредна комора Србије. То су Кодекс корпоративног управљања¹⁰⁸ и Кодекс пословне етике¹⁰⁹. Ослањајући се на решења из ЗПД ови документи настоје да их допуне или разраде препорукама, посебну пажњу посвећујући правилима лојалности, транспарентности и етичности у корпоративном управљању и пословању привредног друштва уопште. Овакав облик саморегулације представља новину и у пословној и у правој пракси привредних друштава и судова у Србији. Стога је тешко очекивати да у садашњем тренутку они могу имати неки већи утицај на праксу корпоративног управљања у Србији, те у наставку неће бити посебно разматрани.

И низ других закона и њихових пратећих подзаконских аката, попут Закона о заштити конкуренције, Закона о регистрацији привредних субјеката, Закона о раду, Закона о предузетницима, пореских и других закона уређује области које се, у одређеним деловима, преклапају или додирују са питањима корпоративног управљања уређеним ЗПД. У мери у којој је њихов утицај значајан на само корпоративно управљање или његове исходе биће представљене и одговарајуће одредбе ових прописа.

Поред прописа у установљавању правног оквира корпоративног управљања важну улогу има и судска пракса, односно одлуке судова у поступцима који су покренути у вези са неким од питања корпоративног управљања. Стога се у овом делу даје осврт и на доступне примере из ове области.

¹⁰⁷ У последњој деценији прошлог века доношење кодекса корпоративног управљања, односно својеврсна саморегулација привредних друштава у овој области, постало је веома популарно. До сада су готово све земље ЕУ као и сама ЕУ, друге наднационалне организације (међу којима су најзначајнији принципи ОЕЦД), добар део азијских земаља, Канада, САД, неке афричке земље донеле овакву врсту документа. Испрван преглед ових докумената, укључујући и њихов текст може се наћи на интернет страницама Европског института за корпоративно управљање (European Corporate Governance Institute) www.ecgi.org

¹⁰⁸ Службени гласник РС бр. 1/2006.

¹⁰⁹ Службени гласник РС бр. 1/2006.

ОБЛИЦИ, ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ И ОРГАНИ ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА

У настојању да обухвати све правне облике пословања, поред привредних друштава, ЗПД уређује и оснивање, одговорност и престанак предузетника. Имајући у виду да је овај облик обављања делатности истовремено уређен и Законом о приватним предузетницима¹¹⁰, може се рећи да је ЗПД само делимично успео у овом покушају, а остаје и отворено питање да ли је уопште требало да се у њега упушта. Овај облик обављања делатности нема посебан, одвојен правни субјективитет у односу на оснивача, већ има статус физичког лица.

Иако потпуно изван теме ове студије, ипак је нужно рећи да обављање делатности у својству предузетника, што у основи представља самозапошљавање, заслужује много више систематске пажње законодавца. О садашњем стању најбоље сведочи чињеница да је постојећи закон доноси још 1989. године и да је до сада мењан 13 пута. При томе, пажња би требало да се усмери на олакшавање и поједностављивање правила за пословање предузетника (што је позитивна страна решења из ЗПД).

За разлику од ранијег Закона о предузећима, ЗПД нема посебне одредбе о друштвеним предузећима. Изузев што је у завршним и прелазним одредбама (чл. 454) забрањено да друштвена предузећа или предузећа са већинским друштвеним власништвом буду оснивачи ортачког или командитног друштва, ова предузећа се ни не помињу у ЗПД. За ова предузећа до окончања приватизације остају да важе одредбе Закона о предузећима (чл. 456 ЗПД), што је добро решење.

Проблем да је правац промена уређења предузећа чији је оснивач држава (Република или локална самоуправа), тзв. јавних предузећа, у време доношења ЗПД (а и сада) недовољно јасан, ЗПД је решио изузевши их из примене одредби ЗПД док се не донесу одговарајући прописи (чл. 453). Дакле, начелно, и јавна предузећа би требало да буду организована у један од облика привредних друштава које предвиђа ЗПД (а тиме и да примењују одговарајуће његове одредбе). Када и како, зависи, међутим, од посебних прописа којима су јавна предузећа основана и/или уређена, односно одговарајућих промена ових прописа. Чини се да је и ово било добро, пре свега, прагматично решење.

¹¹⁰ Сл. гласник СРС бр. 54/89 и 9/90 и Сл. гласник РС бр. 19/91, 46/91, 31/93 – одлука УСРС, 39/93, 53/93, 67/93, 48/94, 53/95, 35/2002, 101/2005, 55/2004 и 61/2005

Кад је реч о привредним друштвима, ЗПД, као и раније Закон о предузећима, утврђује постојање четири облика. То су два друштва лица: ортачко друштво (о.д.) и командитно друштво (к.д.) и два друштва капитала: друштво са ограниченој одговорношћу (д.о.о.) и акционарско друштво (а.д.).

Ни у друштвима лица, а најчешће ни у друштвима са ограниченој одговорношћу проблем односа принципала и агената, основни проблем који настоје да реше правила корпоративног управљања, није изражен. Стога ће се друштва лица изоставити из анализе, док ће се одредбе које се односе на друштва са ограниченој одговорношћу наводити првенствено ради поређења са решењима за акционарска друштва.

Кад је реч о акционарским друштвима, ЗПД разликује затворена и отворена акционарска друштва (чл. 193). Суштинска разлика између ове две врсте акционарских друштава јесте у утрживости њихових акција. Наиме, за акције затвореног акционарског друштва не постоји јавно секундарно тржиште, док се акцијама отвореног акционарског друштва по правилу мора трговати на оваквом тржишту.¹¹¹

Стога се оснивачким актом и статутом затвореног акционарског друштва могу утврдити разна ограничења у промету акција (право пречег стицања акција друштва или других акционара, привремено искључење промета, сагласност на промет акција трећим лицима итд), док ЗПД изричito забрањује увођење оваквих ограничења у случају отворених акционарских друштава (чл. 196. ст. 4.). Зато је, међутим, затвореном акционарском друштву забрањен упис акција јавном понудом (чл. 194. ст. 4), док отворено акционарско друштво само изузетно и под законом¹¹² одређеним условима може уписивати акције затвореном понудом.

По својим особинама затворено акционарско друштво веома је слично друштву са ограниченој одговорношћу, разлика се у суштини своди на начин изражавања величине власничког учешћа у капиталу друштва: акцијама или удељима.

¹¹¹ Из чл. 51, чл. 52. и чл. 62. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената следи да се акцијама отвореног акционарског друштва може трговати ван организованог тржишта (дакле без јавног секундарног тржишта) само у случајевима преузимања (када се примењују одредбе одговарајућег закона), принудне продаје/куповине у складу са ЗПД, спровођењу права несагласних акционара, у реорганизацији друштва или по одлуци суда којом се окончава неки судски поступак, као и у низу различитих случајева у којима је држава крајњи власник акција.

¹¹² Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената и пратећи прописи који уређују тржиште капитала.

У табели 1. представљене су најважније особине и органи друштва са ограниченим одговорношћу, затвореног и отвореног акционарског друштва. Сличност д.о.о. и затвореног а.д. је очигледна. Разлике су првенствено формалне природе: прописани износ најмањег износа новчаног капитала при оснивању и највећи број оснивача. Једина разлика која је наизглед значајнија од формалне јесте разлика у обавезности постојања независног ревизора. ЗПД прописује обавезу да затворена акционарска друштва имају независног ревизора, док у случају друштава са ограниченим одговорношћу ЗПД питање обавезности овог органа препушта ЗРР (чл. 333). Имајући у виду, међутим, да ЗРР од обавезности независне ревизије финансијских извештаја изузима само предузетнике и мала правна лица,¹¹³ јасно је да ни ова разлика између д.о.о. и затвореног а.д. није од практичног значаја.¹¹⁴ Кад је реч о законом прописаним обавезним органима између друштва са ограниченим одговорношћу и затвореног акционарског друштва нема готово никакве разлике.

Табела 1. Друштва капитала: капитал и органи

	Д.О.О.	Затворено А.Д.	Отворено А.Д.
Најмањи новчани капитал	€ 500	€ 10.000	€ 25.000
Улогом улагач стиче	Један удео	Одређен број акција	Одређен број акција
Најмањи број улагача	1	1	2
Највећи број улагача	50	100	Без ограничења
Издавање акција	-	Затворен упис	Правило: јавни позив, затворен упис законом дозвољен и ограничен.

¹¹³ Из члана 7. ЗРР следи да су мала правна лица она која испуњавају најмање два од следећа три услова: број запослених мањи од 50, годишњи приход мањи од 2,5 милиона евра и просечна годишња вредност пословне имовине мања од 1 милион евра, док је чланом 37. ЗРР прописана обавезна ревизија финансијских извештаја за сва средња и велика правна лица.

¹¹⁴ Питања због чега је уопште екстерна ревизија финансијских извештаја обавезна за д.о.о. и зашто се и финансијски извештаји и ревизорско мишљење достављају НБС морају се упутити ЗРР. На овом месту се ипак мора рећи да оваква решења сведоче о суштинском неразумевању улоге ревизије финансијских извештаја, а то посредно има утицаја и на проблеме који се јављају у корпоративном управљању који ће касније бити поменути.

	Д.О.О.	Затворено А.Д.	Отворено А.Д.
Органи друштва			
Скупштина	Да	Да	Да
Управни одбор (УО) Чланови УО	УО или директор -	УО или директор -	Обавезан <ul style="list-style-type: none">• Најмање 3 а највише 15• Већина неизвршних• Најмање 2 независна
Генерални директор (ГД)	УО или директор	Председник УО или друго лице	Председник УО или друго лице
Извршни одбор (ИО) Председник	-	Опционо ГД	Обавезно ГД
Надзорни одбор (НО) Интерни ревизор (ИР) Одбор ревизора (ОР)	-	Опционо	Обавезно
Комисије УО	-	Опционо	Обавезне 2: <ul style="list-style-type: none">• Комисија за именовања и• Комисија за накнаде
Секретар друштва	-	-	Обавезан
Независни ревизор (НР)	Ако налаже ЗРР	Обавезно, а у складу са ЗРР	Обавезно, а у складу са ЗРР

Стога се намеће следеће питање. Да ли затворено акционарско друштво као посебан правни облик организовања привредног друштва треба да постоји у Србији, иако у већини земаља не постоји? Према уверењу проф. Васиљевића, у Србији као земљи у транзицији примереније је да се омогући избор и оваквог облика акционарског друштва.¹¹⁵ Одговор на ово питање може дати само пракса, односно сам привредни живот у којем ће овај облик организовања привредног друштва добити или неће добити своје место, слично, на пример, командитном друштву.

У ЗПД у начелу доминирају диспозитивна решења, изузев када је реч о отвореном акционарском друштву. Закон је, дакле, дао слободу оснивачима да у оснивачком акту друштва уреде многа веома значајна

¹¹⁵ М. Васиљевић – *Коментар Закона о привредним друштвима*, ЈП „Службени гласник”, Београд, 2006, стр. 367

питања и установе жељене органе управљања. У случају отворених акционарских друштава, међутим, закон обавезује на успостављање и структуру тачно одређених органа управљања. Општије посматрано, нешто израженије и детаљније уређење отворених акционарских друштава у односу на затворена и друштва са ограниченој одговорношћу резултат је бриге законодавца за интересе широког круга непрофесионалних акционара, који обично представљају највећи број њихових акционара. Наиме, верује се да су власници друштва са ограниченој одговорношћу и затворених акционарских друштава пословни људи који се разумеју у функционисање институција економског живота, па им се може практично у потпуности препустити уређивање међусобних односа унутар фирме. С друге стране, с разлогом се сматра да већина власника отворених друштава то једноставно не зна и да је потребно, како би се заштитили од манипулатије и преваре, законом прописати нека тела и поступке.

ЗПД налаже да капитал друштва мора бити изражен у акцијама уколико је број његових оснивача већи од 50, односно да тада друштво мора бити организовано као акционарско друштво, а уколико је број оснивача већи од 100 тада друштво обавезно мора бити и отворено а.д.

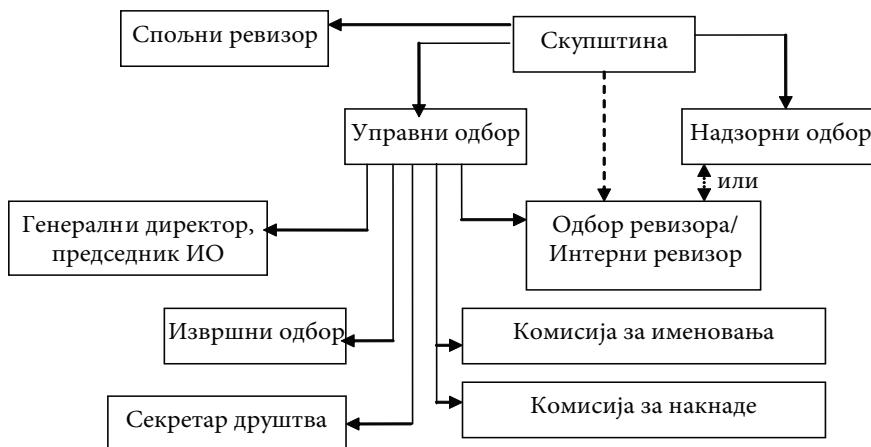
Начелно, може се поставити питање да ли је потребно да закон обавезује на изражавање капитала у акцијама само због тога што је број власника већи од неког броја. Уколико се пође од става да посао државе није да штити појединце од последица/резултата њихових сопствених избора, онда утврђивање било ког највећег броја оснивача било које правне форме привредног друштва нема смисла. У случају супротног становишта, избор овог броја је увек у суштини произвољан, те и залагање за неки други пати од истог недостатка.

Са становишта корпоративног управљања, међутим, једино битно питање је да ли законом прописана правила управљања могу да у Србији одговоре намењеном задатку. Да ли она, дакле, помажу у решавању принципал-агент проблема и питања заштите мањинских акционара. Другим речима, да ли законом наметнуто уређење унутрашњих односа у друштву доноси више користи онима које по замисли штити (власници акција) него административних трошкова које намеће друштву?

Отворена акционарска друштва: подела надлежности и контроле

Обавезни органи отвореног акционарског друштва које прописује ЗПД, као и тело које је надлежно за њихов избор, а тиме и тело којем је у хијерархијском смислу ови органи одговарају за свој рад, представљени су у графикону 1. То су:

- скупштина (чл. 275, ст. 1),
- управни одбор (чл. 307, ст. 2),
- извршни одбор (чл. 322, ст. 1),
- надзорни орган (надзорни одбор, одбор ревизора или интерни ревизор, чл. 329. ст. 1)
- генерални директор (чл. 323),
- секретар друштва (чл. 337)
- комисије управног одбора: комисија за именовања и комисија за накнаде (чл. 317)
- спољни (независни) ревизор (чл. 333)



Скупштина

Скупштину друштва чине акционари који, у складу са статутом друштва, лично или преко пуномоћеника имају право учествовања и

одлучивања на скупштини (чл. 275. ст. 2). Статутом се не може укинути ово право, већ се може прописати посебан начин његовог остваривања.

Поступак, разлози и рокови сазивања скупштине затвореног и отвореног акционарског друштва, као и, ради поређења, друштва са ограничено одговорношћу изложени су у Табели 2.

ЗПД разликује редовну (годишњу) и ванредне скупштине акционара. Скупштина може бити поновљена са истим дневним редом због недостатка кворума, али само једном и то у року од 15 дана од неуспелог сазивања (чл. 292). ЗПД прописује и разлоге за одржавање скупштину по налогу суда (чл. 278), обавезне најкраће и најдуже рокове за слање позива, као и акта која се обавезно достављају уз позив сваком акционару (чл. 281). Избор места одржавања скупштине ЗПД препушта друштву, али диспозитивно предвиђа да се редовна годишња скупштина одржава у његовом седишту (чл. 276, ст. 3).¹¹⁶

ЗПД даје могућност да се начин утврђивања датума за установљавање листе акционара, односно састава скупштине, уреди оснивачким актом друштва или одлуком управног одбора. Уколико и једно и друго изостане, ЗПД прописује да је то дан на који је дато обавештење о одржавању редовне скупштине, односно дан на који је први захтев за одржавање ванренде скупштине потписан и датиран (чл. 286).

Табела 2. Поступак, разлози и рокови сазивања скупштине друштава капитала

	Д.О.О.	Затворено А.Д.	Отворено А.Д.
Редовна/ годишња			
• Одржавање	<ul style="list-style-type: none"> 1 годишње, најкасније до 30. јуна текуће за претходну годину 	<ul style="list-style-type: none"> 1 годишње, у року од 3 месеца од доставе фин. изв. УО, најкасније до 30. јуна текуће за претходну годину 	<ul style="list-style-type: none"> 1 годишње, у року од 3 месеца од доставе фин. изв. УО, најкасније до 30. јуна текуће за претходну годину
• Место одржавања	<ul style="list-style-type: none"> Седиште друштва или друго 	<ul style="list-style-type: none"> Седиште друштва или друго из ОА 	<ul style="list-style-type: none"> Седиште друштва или друго из ОА

¹¹⁶ Друштво са највише 10 акционара може одржати скупштину и коришћењем комуникационе опреме, чл. 296.

	Д.О.О.	Затворено А.Д.	Отворено А.Д.
• Сазивање	• ГД, УО или друго из ОА	• Одређено у ОА или сазива УО	• Одређено у ОА или сазива УО
• Позивање	• Лично, писменом, најраније 15, а најкасније 7 дана пре одржавања, а може и на други начин уколико се сви сагласе.	• Лично, писменом, најраније 60, а најкасније 30 дана пре одржавања	• Лично, писменом, најраније 60, а најкасније 30 дана пре одржавања, или на <i>интернет страници и у дневној новини (кумултивно)</i> ако је тако утврђено у ОА
• Садржај позива	• Време и место одржавања, предлог дневног реда, предлози одлука, предметни материјал	• Време и место одржавања, предлог дневног реда, предлози одлука, предметни материјал	• Време и место одржавања, предлог дневног реда, предлози одлука, предметни материјал
Ванредна			
• Одржавање	• По потреби, обавезно по захтеву чланова са мин. 10% или мање према ОА	• По захтеву УО или акционара са мин. 10%, обавезно код пословања са губитком	• По захтеву УО или акционара са мин. 10%, обавезно код пословања са губитком
• Место одржавања	• Исто као код ред.	• Исто као и код год.	• Исто као и код год.
• Сазивање	• Исто као код ред., а могу и сами чланови са мин. 10%	• Исто као и код год.	• Исто као и код год.
• Позивање	• Исто као код ред.	• Лично, пименом, најраније 30, најкасније 15 дана пре одржавања и другачије ако се сагласе сви чланови	• Лично, пименом, најраније 30, најкасније 15 дана пре одржавања
• Садржај позива	• Исто као код ред.	• Исто као и код год, уз разлог за сазивање	• Исто као и код год, уз разлог за сазивање

	Д.О.О.	Затворено А.Д.	Отворено А.Д.
Поновљена	<ul style="list-style-type: none"> У року од 7 дана од неуспешог сазивања 	<ul style="list-style-type: none"> Само једном, најдуже у року од 15 дана од неуспешог сазивања 	<ul style="list-style-type: none"> Само једном, најдуже у року од 15 дана од неуспешог сазивања
По налогу суда (ванпарнични поступак, решавање у року од 48 сати од пријема захтева)	<ul style="list-style-type: none"> Ванредна: На захтев чланова са мин. 10% уколико се ванредна скупштина по њиховом захтеву не сазове 	<ul style="list-style-type: none"> Годишња: на захтев акционара са правом гласа или ГД/УО ако се не одржи Ванредна: на захтев акционара који је тражио ако се не одржи у року од 30 дана 	<ul style="list-style-type: none"> Годишња: на захтев акционара са правом гласа или ГД/УО ако се не одржи Ванредна: на захтев акционара који је тражио ако се не одржи у року од 30 дана

Скупштина може одлучивати само по унапред утврђеном дневном реду предложеном од стране управног одбора, али акционари који имају најмање 10% акција са правом гласа могу захтевати да се највише два нова питања укључе у дневни ред скупштине и то на начин прописан законом (чл. 284).

Кворум за одржавање скупштине чини прста већина акционара са правом гласа о предметном питању, али ЗПД даје и право да се оснивачким актом или статутом друштва утврди већи број гласова за (чл. 292).

Радом скупштине председава председник који се бира на почетку седнице (ако је то предвиђено дневним редом) или је начин његовог избора утврђен статутом друштва (чл. 285). Председник именује записничара и чланове комисије за гласање (чл. 288).

Акционар може да узме лично учешће у раду скупштине или да за то овласти једног пуномоћника. Пуномоћје мора бити у писаном облику, а његова садржина и начин давања су прописани. Даје се за једну седницу скупштине, али може важити и за поновљену скупштину. Може се опозвати у било које време пре седнице скупштине писаним путем или личним присуством на седници скупштине и остваривањем права гласа. Директор, чланови управног одбора, чланови извршног одбора и контролни акционари не могу бити пуномоћници за акционаре који су запослени у друштву, као и за лица која су са њима повезана, али то могу бити за друге акционаре. (чл. 287)¹¹⁷

¹¹⁷ Овај институт је донекле у сукобу са институтом заступничке изјаве утврђеном чланом 75

Кад је реч о уговорима које акционари могу склапати о гласању, ЗПД у члану 295. утврђује само оне који се сматрају ништавним. То су уговори којима се акционар обавезује да ће гласати по упутствима друштва или члана управног одбора, извршног одбора или директора, или којима се акционар обавезује да ће користити право гласа на одређени начин или да неће гласати у замену за погодности које му одобри друштво или члан управе. Из овакве одредбе закона може се извести закључак да су остали уговори правно ваљани.¹¹⁸ С друге стране, будући да их ЗПД не уређује посебно, на ове уговоре би се примењивале опште одредбе закона који уређује облигационе односе, те је њихово спровођење или кршење у домену односа између уговорних страна. Судски процеси по овом основу представљали би новину и у овом моменту неизвесно је какви би били ставови суда у процени одговорности страна и евентуално настале штете. Стога је тешко очекивати да би овакви уговори могли у скоријем року постати значајније средство у остваривању или (зло)употреби права у домену корпоративног управљања.¹¹⁹

На скупштини се по правилу одлучује простом већином гласова акционара¹²⁰ присутних лично или посредством пуномоћника, изузев ако је оснивачким актом предвиђен већи број гласова као и у случајевима у којима ЗПД предвиђа одлучивање квалификованом већином (чл. 293, ст. 1). ЗПД квалификовану већину утврђује као најмање 2/3 гласова акционара који поседују право гласа по питању о којем се гласа (чл. 293, ст. 2).

Као питања о којима се одлучује квалификованом већином ЗПД утврђује промене оснивачког акта (чл. 339) изузев оних које има право да донесе управни одбор (чл. 338) и престанак друштва (чл. 345). Имајући у виду обавезан садржај оснивачког акта (чл. 185) двотрећинска већина потребна је за одлучивање када се мења: пословно име и седиште друштва, делатност, да ли је друштво затворено или отворено (осим у случајевима у којима је ова промена обавезна по закону), износ основног капитала,

Закона о тржишту хартија од вредности и осталих финансијских инструмената, о чему ће касније бити више речи.

¹¹⁸ Овакав став износи и проф. Васиљевић у М. Васиљевић – Коментар Закона о привредним друштвима, ЈП Службени гласник, Београд, 2006, стр. 572.

¹¹⁹ У земљама са развијеним тржиштем капитала начелно постоје две врсте оваквих уговора: споразум акционара о гласању (*shareholder voting agreement – pooling agreement*) и споразум о поверидању гласања (*voting trusts*). Разлика међу њима је у томе што у случају споразума о гласању акционари остају титулари акција, док је код споразума о поверидању гласања право на акције пренето на повериеника (*trustee*) и акције су на његово име регистроване у књизи акционара друштва.

¹²⁰ Свака обична акција власнику даје један глас (чл. 208).

број, номинална вредност, врста и класа акција друштва, овлашћења и састав управног одбора, као и било која друга одредба која је у складу са ЗПД унета у оснивачки акт, а жели се касније променити (на пример, начин гласања за чланове управног одбора). Имајући ово у виду јасно је да је за ефективну контролу над друштвом потребно власништво над најмање две трећине акција.¹²¹

Закон прописује тајно гласање код гласања о избору или разрешењу директора, чланова управног одбора, ревизора и ликвидационог управника, као и код гласања о усвајању финансијских извештаја и начина награђивања директора и чланова управног одбора, док је у осталим случајевима прописано јавно гласање (чл. 297).

Претходна правила која се односе на акционаре са правом гласа, дакле власнике обичних акције, односе се и на акционаре – власнике преференцијалних акција у случајевима у којима ЗПД прописује право и обавезу њиховог изјашњавања. То су све ситуације у којима се доноси одлука која има утицај на обим права акција одређене класе (чл. 341). При томе овакав утицај могу имати не само одлуке којима се мењају особине самих акција, већ и измена било ког права или привилегије акција те класе. У овим случајевима ЗПД прописује обавезу одржавања посебне скупштина акционара дате класе акција.

Детаљно прописивање припреме и одржавања скупштине акционара усмерено је на заштиту њиховог права да стварно учествују у управљању друштвом, које може бити угрожено од стране менаџмента или већинског акционара.

Управни одбор, комисије управног одбора и секретар друштва

Број чланова управног одбора отвореног акционарског друштва¹²² утврђује се оснивачким актом, а може их бити најмање 3 и највише 15 (чл. 308). Чланови управног одбора бирају се на свакој годишњој скупштини друштва или на било којој ванредној која је сазвана ради тог избора (чл. 309, ст. 1). Тиме се практично мандат чланова управног одбора ограничава на годину дана, што се и изричito утврђује чланом 311. Идеја која стоји у основи овог решења је да се током транзиције и сазревања акционарства у

¹²¹ У узорку за истраживање урађеном за потребе ове студије од 204 акционарска друштва у 52% је постојао један акционар са двотрећинским учешћем у капиталу друштва.

¹²² Затворено а.д. може изабрати да има или директора или управни одбор. Уколико изабере да има директора одредбе које се за отворено а.д. односе на управни одбор сходно се примењују на директора затвореног а.д. (чл. 307).

Србији омогући лакша промена управе друштва. Овлашћени предлагачи кандидата за чланове управног одбора су чланови постојећег управног одбора, акционари и комисија за именовања.

Иако ЗПД начелно утврђује да се у отвореном акционарском друштву чланови управног одбора бирају кумултивним гласањем, ипак даје право да се и у овом друштву начин гласања другачије уреди оснивачким актом (чл. 309, ст. 4).¹²³ Кумултивно гласање дефинисано је на уобичајени начин: број гласова којим располаже сваки појединачни акционар множи се са бројем чланова управног одбора, а акционар има право да укупан број тако добијених гласова додели једном кандидату или их по свом нахођењу распореди на више или све кандидате. Наклоност законодавца према кумултивном гласању последица је његове жеље да и на овај начин заштити мањинске акционаре, пошто кумултивно гласање повећава шансу кандидата мањинских акционара да буде изабран у управни одбор.

Закон даје могућност и да се место које се у управном одбору упразни током године (између две годишње скупштине) попуни кооптацијом, изузев у случају у којем је овакав поступак попуњавања састава управног одбора забрањен оснивачким актом или статутом друштва. Иако у случају у којем се број чланова управног одбора смањи испод половине налаже сазивање скупштине ради избора нових чланова (чл. 311 ст. 2), ЗПД практично не ограничава број чланова управног одбора који се могу поставити кооптацијом. Наиме, уколико би се чланови управног одбора који га напуштају благовремено замењивали кооптацијом, било би могуће да се његов састав у потпуности измени између две годишње скупштине. Једино у изузетном случају у којем би управни одбор истовремено напустило више од половине чланова, друштво је обавезно да сазове ванредну скупштину ради избора нових чланова.

Члан управног одбора може бити разрешен само одлуком скупштине акционара на скупштини која је сазвана на прописан начин и у чијем дневном реду је предвиђена и оваква тачка. Разрешење се може, али и не мора образложити. Право акционара да по нахођењу смене члана управног одбора свакако проистиче из њиховог власничког права. До вољан број гласова за разрешење зависи од начина гласања за избор. Дакле, проста или квалификувана већина акционара са правом гласа присутних на седници скупштине. Уколико се чланови управног одбора бирају кумултивним гласањем, а не разрешавају се сви истовремено,

¹²³ Код затвореног акционарског друштва је обрнуто. У овом друштву оснивачким актом може бити утврђено кумултивно гласање.

довољан број гласова за разрешење једног члана је број који би био до вољан за његов избор да се бирају сви чланови управног одбора. (чл. 327)

Котирана отворена акционарска друштва морају у управном одбору имати већину неизвршних чланова од којих су најмање 2 независна члана (чл. 310 ЗПД).¹²⁴ Из одредби које уређују састав извршног одбора, међутим, следи да сва, а не само котирана, отворена акционарска друштва морају имати већину неизвршних чланова (чл. 322, ст. 5).

Под неизвршним чланом ЗПД подразумева лице које није члан извршног одбора друштва. Независно је оно лице које само или са члановима породице у претходне две године није било запослено у друштву, није исплатило нити примило од друштва износ већи од 10.000 евра, није власник више од 10% акција или удела у лицу које је исплатило или примило од друштва претходни износ, не поседује непосредно или посредно више од 10% акција друштва, није било директор или члан управног одбора друштва ако то није било као независни члан и није било спољни ревизор друштва. У моменту избора и током мандата независни чланови не могу бити запослени у друштву, док неизвршни чланови могу (чл. 325, ст. 1 и 3).

Укључењем појмова (не)извршних и (не) зависних чланова управног одбора ЗПД се приклонио светској моди прописивања састава управног одбора, а која је остала спорна у литератури. Наиме, овим се крши право власника друштва да самостално изаберу управно тело, док, са друге стране, не постоје емпиријски докази да таква регулација доноси унапређење рада управног одбора и корпоративног управљања у целини.

Сазивање и председавање седницама управног одбора у надлежности је његовог председника кога међу својим члановима бира сам управни одбор који га може и разрешити у било које време и без ограничења (чл. 312). Основачким актом или статутом може се, међутим, прописати другачији избор. Председник управног одбора је истовремено и генерални директор друштва уколико основачким актом или статутом није другачије утврђено. Такође, основачким актом или статутом могуће је председнику управног одбора дати овлашћења председника друштва.

¹²⁴ Да ли се неко друштво сматра котираним зависи од прописа који уређују тржиште капитала. Из самог Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената није сасвим јасно на која отворена акционарска друштва се односи ова одредба из ЗПД. Логично би, међутим, било да се под котираним отвореним а.д. сматрају само друштва која се налазе на берзанском тржишту (чл. 101 ЗХОВ). У том случају ова одредба би у Србији била обавезна само за три друштва: Енергопројект холдинг а.д., Соја протеин а.д. и Тигар а.д. Сва остала отворена а.д. у Србији се налазе на такозваном ванберзанском тржишту.

Дакле, могуће је да друштво има и председника управног одбора и генералног директора, а могуће је и да председник управног одбора истовремено буде и председник и генерални директор друштва. Закон, међутим, не утврђује неку посебну улогу за председника друштва изван оне коју већ има као председник управног одбора, те се може закључити да је овај положај више статусног него практичног значаја.

У периоду између две годишње седнице скupštine управни одбор се мора саставити најмање четири пута (редовне седнице). Последња редовна седница мора се одржати најкасније два месеца пре годишње скупштине акционара, што је условљено и усклађено са роковима за сазивање годишње скупштине акционара. Број ванредних седница управног одбора није ограничен. Њих може сазивати председник самостално или на писани захтев најмање трећине чланова, који је могу и сами сазвати уколико то не учини председник. Позив на седницу мора бити у писаном облику и достављен најмање осам дана пре дана одржавања седнице. Овај рок може бити и краћи уколико је разлог за сазивање хитне природе предвиђене оснивачким актом или статутом. Непрописно позивање члана управног одбора нема дејство уколико он присуствује на седници, изузев уколико је присутан да би оспорио регуларност њеног сазивања. (чл. 315). Седнице се могу одржавати и уз помоћ комуникационе опреме, осим у случају да је таква могућност искључена оснивачким актом или статутом. (чл. 316, ст. 1)

Уколико оснивачки акт или статут не налажу другачије, већина укупног броја чланова чини кворум за рад и одлучивање на седници управног одбора, већина присутних чланова довољна је за доношење одлуке, а у случају у којем је подједнак број чланова и за и против, глас председника је одлучујући (чл. 319). Одлуке ступају на снагу даном доношења и без одлагања се уносе у књигу одлука.

ЗПД дозвољава и да се одлука сматра донетом и када сама седница није одржана уколико се таквој одлуци не упротиви ни један члан управног одбора писаним путем (чл. 316, ст. 2). Закон, међутим, не прописује начин на који чланови управног одбора који нису учествовали у њеном доношењу морају да буду обавештени о таквој одлуци.

Управни одбор отвореног акционарског друштва обавезан је да образује две комисије: комисију за именовања и комисију за накнаде. Прва предлаже кандидате за чланове управног и извршног одбора, а друга политику накнада члановима управе и ревизора. Кад је реч о саставу,

условима за чланство, поступку избора и разрешења, трајању мандата, накнадама члановима, начину рада и другим питањима од значаја за рад комисија, ЗПД само захтева да обе ове комисије имају најмање три члана, док све остало препушта одлуци управног одбора или статуту друштва. (чл. 317).

ЗПД обавезује отворено акционарско друштво да има *секретара* друштва, кога бира управни одбор друштва, док му је мандат утврђен статутом, а зарада и друга права се уређују уговором који склапа са управним одбором, а на предлог његовог председника (чл. 337). Основна дужност секретара друштва је да организује и прати припрему седница, вођење записника, књиге одлука скупштине, управног и надзорног одбора, као и чување законом или оснивачким актом прописаних докумената, изузев финансијских (ови документи су таксативно наведени у чл. 342).

Обавезно установљавање функције секретара отвореног акционарског друштва је једна од новина коју доноси ЗПД. Она је у складу са општот намером законодавца да у највећој могућој мери ојача јавност и успостави савремена правила понашања за отворена акционарска друштва у Србији која су у пракси, због начина настанка ових друштава, тек у повоју. Уколико ништа друго, секретар друштва јесте позната конкретна адреса којој се могу обратити акционари, ревизори и друга овлашћена лица у потрази за информацијама.

Извршни одбор и генерални директор

Отворено акционарско друштво у обавези је да образује извршни одбор кога чине извршни директори. Чланове извршног одбора, дакле извршне директоре, бира управни одбор који их може и разрешити у било које време и без ограничења, а посебна овлашћења и дужности чланова извршног одбора могу бити прописана оснивачким актом или статутом друштва (чл. 322). Чланови извршног одбора бирају се из чланства управног одбора или могу бити и друга лица запослена у друштву (чл. 322, ст. 5). Извршни директори морају бити запослени у друштву (325, ст. 2).

Генерални директор друштва кога бира управни одбор је председник извршног одбора (чл. 323). Следи, дакле, да је председник извршног одбора свакако генерални директор друштва, али и да генерални директор може бити и председник друштва и председник управног одбора.

Закон не утврђује ограничења за број чланова извршног одбора. Полазећи од претпоставке да је намера законодавца била да образује

колективно тело, следи да би најмањи број чланова извршног одбора био 3. Уколико би друштво желело да сви чланови извршног одбора буду у управном одбору, који може имати највише 15 чланова од којих више од половине мора бити неизвршних, највећи број чланова извршног одобра био би седам.

Унутрашњи надзор и контрола

ЗПД обавезује да котирано отворено акционарско друштво¹²⁵ установи функцију унутрашње контроле и надзора, али му даје слободу да у томе изабере да ли ће одредити да то буде надзорни одбор, одбор ревизора или интерни ревизор (чл. 329, ст. 1). Тиме ЗПД за отворена акционарска друштва у Србији уводи могућност избора тзв. једнодомног модела управљања друштвом, за разлику од ранијег Закона о предузетницима којим је друштво било обавезано на дводомни систем, односно на постојање надзорног одбора.¹²⁶ Надзорни одбор, међутим, може бити прописан као обавезан посебним законом за одређене делатности (чл. 329, ст. 2).

Кад је реч о затвореним акционарским друштвима ЗПД обавезује на једнодомни систем будући да овом типу друштва даје могућност да оснивачким актом или статутом установи постојање или одбора ревизора или интерног ревизора.

Уколико се определи за формирање надзорног одбора, његов први председник и чланови одређују се оснивачким актом, а све наредне бирају и разрешава скупштина акционара друштва. Председник и чланови надзорног одбора бирају се кумулативним гласањем, уколико оснивачки акт или статут не утврђују другачије. Начин гласања за разрешење зависи од начина њиховог избора и одвија се по истом поступку као и за разрешење чланова управног одбора. Чланови надзорног одбора не могу бити чланови управног одбора и сви чланови морају испуњавати услове

¹²⁵ Уколико се пође од претпоставке да се у Србији под котираним отвореним акционарским друштвом сматрају друштва која се налазе на берзанском тржишту, ову обавезу би у Србији имала само три раније наведена друштва, види фусноту 25??????.

¹²⁶ У зависности од начина образовања надзорног органа могу се разликовати три система. У тзв. једнодомном систему надзорни одбор није обавезан орган, а контролну функцију врше ревизори (спољни или унутрашњи). У тзв. дводомном систему обавезно постоје два одбора: управни и надзорни, а чланове и једног и другог бира скупштина. Уз надзорни одбор у овом систему контролну функцију имају и ревизори. У трећем систему надзорни одбор бира скупштина, а он затим бира управни одбор, мада може бити предвиђено да и управни одбор бира скупштина, видети у М. Васиљевић – Коментар Закона о привредним друштвима, ЈП Службени гласник, Београд, 2006, стр. 518-521

прописане за независног члана овог тела. (чл. 330). Надзорни одбор може имати најмање три члана.

ЗПД не ограничава дужину мандата чланова надзорног одбора, који се, дакле, за разлику од чланова управног одбора не морају разрешавати и бирати на свакој годишњој скупштини друштва. Такође, ЗПД посебно ни не уређује начин сазивања, рада и одлучивања надзорног одбора већ за то упућује на сходну примену одговарајућих одредби које се односе на управни одбор (чл. 332, ст. 6).

Уколико се друштво определи за установљавање функције интерног ревизора или одбора ревизора, први интерни ревизор или чланови одбора ревизора одређују се оснивачким актом, док наредне бира управни одбор из реда својих независних чланова. Уколико у управном одбору немаовољан број независних чланова, недостајући чланови бирају се на скупштини друштва. Интерни ревизор или чланови одбора ревизора разрешавају се на начин на који се бирају.

За интерног ревизора или чланове одбора ревизора који су истовремено и чланови управног одбора јасно је да им ЗПД посредно установљава једногодишњи мандат, односно да се бирају на свакој годишњој скупштини заједно са осталим члановима управног одбора. Закон, међутим, не прецизира дужину мандата ових лица када су непосредно изабрана на скупштини, па се може закључити да се тада ова питања морају уредити оснивачким актом или статутом.

Поред услова прописаних за независног члана управног одбора ова лица морају испуњавати и посебне услове прописане законом. Ови услови, прописани Законом о рачуноводству и ревизији, су: висока школска спрема, најмање трогодишње радно искуство на пословима ревизије, односно петогодишње на рачуноводственим пословима, положен испит за стицање професионалног звања овлашћеног интерног ревизора и неосуђиваност за кривична дела која га чине недостојним за обављање ових послова (ЗРР, чл. 4, ст. 5).¹²⁷

¹²⁷ Члан 4. ЗРР. Нови ЗРР који садржи ове одредбе донет је 2006. године, дакле године у којој је привредним друштвима истицао период за усклађивање са ЗПД. Од доношења ЗПД крајем 2004. године до тада није било јасно који су то посебни услови које треба да испуне интерни ревизор или чланови одбора ревизора. Међутим, ни доношењем новог ЗРР проблем није био решен. Установивши посебно професионално звање овлашћени интерни ревизор ЗРР је установио и да доказ о поседовању овог звања издаје Комора овлашћених ревизора у виду сертификата, за шта, пак, треба положити испит који организује такође Комора За образовање Коморе и отпочињање оперативног рада требало је наредних годину дана. Следи да све до средине 2007. године у Србији није било лица која су испуњавала услове да буду интерни ревизори или чланови одбора ревизора, а и сада је овај број веома ограничен ка-

Ревизор и слични повереник

Установљавајући обавезу акционарском друштву (и отвореном и затвореном) да има ревизора, и обавезу да друштво обавести ревизора о одржавању скупштине истовремено и на исти начин као и акционаре, ЗПД за уређење његовог положаја и овлашћења упућује на закон којим се уређује рачуноводство и ревизија, дакле ЗРР (чл. 333).

ЗПД још уређује да ревизора друштва бира скупштина (чл. 290, ст. 1, тач. 8), што представља акт заштите акционара, али не прецизира да ли постоји обавеза да се он бира на свакој годишњој скупштини. ЗРР, међутим, прописује да ревизију финансијских извештаја може да обавља исто предузеће за ревизију највише пет година узастопно, односно највише још пет година уколико ревизију врше други овлашћени ревизори тог предузећа за ревизију, тзв. ротирање ревизора (ЗРР, чл. 38, ст. 8 и 9). Тиме је, практично, омогућено да у једном друштву иста ревизорска кућа најдуже десет година обавља ревизију финансијских извештаја, а што би требало да спречи претерано везивање друштва и његовог ревизора, а које би могло да има неповољне последице.

ЗРР утврђује да је (овлашћени) ревизор независно професионално лице које обавља ревизију и одговара за правилност обављања ревизије, састављање извештаја о ревизији и изражавање ревизорског мишљења у складу са Међународним стандардима ревизије и ЗРР (ЗРР, чл. 4, ст. 2). Услови за стицање овог звања исти су као и за звање овлашћеног интерног ревизора (ЗРР, чл. 4, ст. 3). Да би овлашћени ревизор могао да обавља ревизију финансијских извештаја потребно је и да има одговарајућу лиценцу (ЗРР, чл. 38), коју издаје, продужава и одузима Комора овлашћених ревизора,¹²⁸ а уз сагласност министра финансија и прописује одговарајуће услове и поступак (ЗРР, чл. 39).

пацитетима Коморе да организује и спроведе испите и изда одговарајуће сертификате. Не улазећи дубље у анализу мора се напоменути да из одредби ЗРР следи да се лице које има међународни сертификат и положен одговарајући испит у иностранству у Србији не сматра квалификованим за обављање интерне или екстерне ревизије.

¹²⁸ Као разлог оснивања ове Коморе ЗРР наводи унапређење и развој рачуноводствене и ревизорске професије, примене међународне рачуноводствене и ревизорске регулативе и хармонизације са том регулативом, заштиту општег и појединачног интереса у обављању послова у тој области, организовање у пружању услуга у наведеној области, спровођење испита за стицање професионалног звања, давање и одузимање лиценци за обављање послова ревизије финансијских извештаја. Овлашћени ревизори који су запослени у предузећу за ревизију и овлашћени интерни ревизори, као и предузећа за ревизију су обавезно чланови Коморе, која има статус правног лица (ЗРР, чл. 50).

ЗРР утврђује и околности у којима ревизорска кућа, односно ревизор као физичко лице не могу да обављају ревизију код неког правног лица, дакле, сукоб интереса у овом домену (ЗРР, чл. 45). Према ЗРР овај сукоб интереса постоји у случају у којем постоји власничка повезаност између предузећа за ревизију и/или ревизора и друштва код којег се обавља ревизија, као и када постоји крвно, тазбинско или законско сродство између ревизора и оснивача и/или чланова управе друштва (сродник по крви у правој линији до било ког степена, а у побочној линији до четвртог степена, супружник или сродник по тазбини до другог степена, без обзира да ли је брак престао, усвојилац, односно усвојеник оснивача или директора друштва код којег се обавља ревизија и старалац, односно хранилац оснивача друштва код којег се обавља ревизија).

Како комисија управног одбора за накнаде предлаже и политику накнада ревизорима (чл. 317, ст. 3, тач. 2), а како скупштина усваја политику накнада само члановима управног одбора (чл. 290, ст. 1, тач. 5), из одредби ЗПД следи да управни одбор уговора висину накнаде за ревизорске услуге.

Поред ревизора, веродостојност финансијских извештаја може оценити и стручни повериеник који у погледу стручности и звања мора испуњавати услове прописане за ревизора. Стручног повериеника поставља скупштина, а по захтеву акционара власника најмање 20% основног капитала друштва (чл. 334).

ЗПД не наводи посебне разлоге из којих акционари могу захтевати именовање стручног повериеника, из чега следи да ово право проистиче из саме чињенице да представници довољног процента власништва захтевају додатну проверу истинитости пословних књига и финансијских извештаја.

Овај „довољан“ проценат је двоструко већи од 10% који су најмање потребни за сазивање ванредне скупштине, чиме се законодавац определио да за могућност коришћења овог института овласти значајнију већину мањинских акционара. Истовремено, овај проценат је и довољно мали да омогући да га користе мањински акционари и у друштвима у којима већински акционар има више од две трећине власништва, када може да контролише и сва питања која по закону захтевају квалификовану већину за одлучивање.

ЗПД начелно прописује да мандат, права и дужности стручног повериеника могу бити утврђени статутом друштва или одлуком о његовом

избору (чл. 334, ст. 7), али и посебно утврђује да је он овлашћен да прегледа пословне књиге и финансијске извештаје, да узима изјаве од чланова управе, те да су сва лица од којих затражи какво обавештење дужна да му га пруже (чл. 335). Управа друштва дужна је да извештај стручног поверилика стави на дневни ред прве наредне седнице скупштине, а ако из извештаја произлази да су учињене битне повреде прописа или аката друштва, мора без одлагања сазвати ванредну седницу скупштине.

Уколико извештај стручног поверилика говори о исправно вођеним и веродостојним пословним књигама и/или финансијским извештајима, захтев за спровођење ове посебне ревизије сматра се неоправданим. Акционари који су га захтевали, уколико су то учинили злонамерно или из грубе непажње, солидарно одговарају друштву за штету која му је због тога учињена. (чл. 336)

*Расподела надлежности у отвореном
акционарском друштву*

ЗПД посвећује по посебан члан којим утврђује делокруг рада, односно надлежности скупштине, управног одбора и надзорног органа (скупштина чл. 290, управни одбор чл. 313, надзорни одбор, одбор ревизора или интерни ревизор чл. 332). О законом утврђеној расподели надлежности ових и других органа отвореног акционарског друштва, међутим, може се целовито закључивати само у контексту осталих законских одредби. Претходно речено може се уочити и из табеле 3. у којој је дат преглед надлежности скупштине, управног одбора, извршног одбора, генералног директора и надзорног органа отвореног акционарског друштва.

Посебно треба имати на уму и да ЗПД оставља доста слободе друштвима да и у овом домену нека питања уреде оснивачким актом или статутом (ОА). Изузетак представља законом утврђен делокруг рада надзорног органа где није дозвољена оваква слобода, односно није дата могућност да се било која питања другачије уреде актом друштва, што имајући у виду смисао ове функције, има своје пуно оправдање.

Тако, на пример, поред надлежности скупштине представљених у табели 3, основачким актом друштва могу бити наведене и друге, а неке јој могу бити стављене у надлежност и одлуком управног одбора. Исто времено, уколико није другачије уређено статутом, листа питања која је законом утврђена као надлежност управног одбора (дата у табели 3) у

редовним околностима, односно уколико не укључује неки судски поступак, не може бити преузета у надлежност скупштине изузев уколико то сам управни одбор не предложи. С друге стране, иако дозвољава да се оснивачким актом или одлуком УО утврде посебна питања која су у надлежности извршног одбора, ЗПД јасно прописује да то не могу бити питања која су у надлежности скупштине или управног одбора.

Посебно треба имати на уму и да ЗПД оставља доста слободе друштвима да и у овом домену нека питања уреде оснивачким актом или статутом (ОА). Изузетак представља законом утврђен делокруг рада надзорног органа где није дозвољена оваква слобода, односно није дата могућност да се било која питања другачије уреде актом друштва, што имајући у виду смисао ове функције, има своје пуно оправдање.

Тако, на пример, поред надлежности скупштине представљених у табели 3, основачким актом друштва могу бити наведене и друге, а неке јој могу бити стављене у надлежност и одлуком управног одбора. Истовремено, уколико није другачије уређено статутом, листа питања која је законом утврђена као надлежност управног одбора (дата у табели 3) у редовним околностима, односно уколико не укључује неки судски поступак, не може бити преузета у надлежност скупштине изузев уколико то сам управни одбор не предложи. С друге стране, иако дозвољава да се оснивачким актом или одлуком УО утврде посебна питања која су у надлежности извршног одбора, ЗПД јасно прописује да то не могу бити питања која су у надлежности скупштине или управног одбора.

Када се у целини сагледа положај органа отвореног акционарског друштва, ЗПД је, практично, скупштини доделио надлежност у контроли кључних, може се рећи судбинских питања за друштво. То су измене оснивачког акта, статусне промене и располагање имовином велике вредности.¹²⁹ Иако у надлежности скупштине, усвајање финансијских извештаја и расподела добити, односно покриће губитака (од којих ово друго оснивачким актом може бити дато и у надлежност управног одбора) суштински су под контролом управног одбора који припрема предлоге о овим питањима и много је упућенији од акционара у све детаље ових извештаја, те их на одговарајући начин може и представити скупштини. Стога је друга кључна полуза контроле коју ЗПД додељује скупштини избор и разрешење чланова управног одбора и избор и разрешење спољног ревизора друштва.

¹²⁹ Као имовину велике вредности ЗПД утврђује имовину чија тржишна вредност у моменту доношења одлуке о стицању/располагању представља најмање 30% књиговодствене вредности имовине друштва из последњег годишњег биланса стања (чл. 442).

Табела 3. Надлежност органа отвореног акционарског друштва

Скупштина	Управни одбор (УО)	Извршни одбор (ИО)	Генерални директор (ГД)	Надзорни одбор (НО)/ интерни ревизор (ИР)/ одбор ревизора (ОР)
<ul style="list-style-type: none"> измене ОА, посебно: промене на капиталу статусне промене вредности расподела добити/ покриће губитака усвајање финансијских извештаја и извештаја надзорног органа политика накнада члановима УО избор и разрешење чланова УО избор и разрешење ревизора поглаћања на предлог УО друго из ОА 	<ul style="list-style-type: none"> контрола тачности ФИ, надзор над ИО управљање развојем, пословно планирањем, прокуром сазивање скупштине: <ul style="list-style-type: none"> - предлог дневног реда и одлука - дан акционара с правом учешћа на скупштини расподела добити/ покриће губитака (ОА) издавање ХOB унутар ограничења из ОА и ЗПД утврђивање вредности акција и друге имовине у складу са ЗПД избор, разрешење и напрађивање чланова ИО дан, износ, рокови и начин плаћања dividенде (ОА) друго из ОА 	<ul style="list-style-type: none"> спровођење одлука УО вршење текућих послова извештавање УО питања доđељена У надлежности ОА или одлуком УО, а која нису у надлежности скупштине или УО расподела добити/ покриће губитака (ОА) издавање ХOB унутар ограничења из ОА и ЗПД акција и друге имовине у складу са ЗПД избор, разрешење и напрађивање чланова ИО дан, износ, рокови и начин плаћања dividенде (ОА) друго из ОА 	<ul style="list-style-type: none"> сазивање и вођење седница ИО заступање другима одговорност за вођење пословних књига и унутрашњи надзор разматрање заједно са УО: <ul style="list-style-type: none"> - накнаде независног ревизора - финансијских извештаја - извештавања акционара - усклађености са кодексом понашања - целиснодности за- конска усклађеност пословне политике - поступање по притворима 	<ul style="list-style-type: none"> извештавање скупштине о: <ul style="list-style-type: none"> - рачуноводственој практици - усклађености пословања са прописима - подобности независног ревизора - уговорима друштва и чланова УО и/или повезаних лица

Полазећи од претпоставке да је стручност и време које могу посветити питањима управљања друштвом на страни управног одбора, законодавац је одлучио да овом телу да и највећу слободу у начину спровођења ове своје надлежности. Дозвољавајући да чланови извршног одбора истовремено буду и чланови управног одбора ЗПД настоји да омогући оптимизацију трошкова координације и преноса информација у управљању друштвом.

С друге стране, захтевајући да управни одбор има већину неизвршних чланова, дакле оних који нису истовремено и чланови извршног одбора, ЗПД је покушао да управљање друштвом стави изван непосредне контроле извршне власти у друштву, којој је, пре свега, наменио извршавање одлука и спровођење политика управног одбора.

Уколико друштво нема надзорни одбор, а како интерни ревизор и чланови одбора ревизора могу бити чланови управног одбора, управни одбор је непосредно надлежан не само за надзор него и за спровођење унутрашње контроле пословања друштва.

Поред права заступања и одговорности за пословне књиге и унутрашњи надзор, своје надлежности генерални директор, који је по закону председник извршног одбора, а може бити и председник управног одбора, приликом функција које обавља у друштву. У случајевима у којима у себи уједињује првог человека управног и извршног одбора, генерални директор има кључну улогу у стварној контроли над пословањем друштва. У том случају у функцији генералног директора концептуално се надлежности оба одбора, а он добија веома моћно средство и управљања и руковођења пословима друштва, за које је тешко очекивати да буде ограничено од стране осталих чланова ова два одбора.

ЗПД је у додели надлежности настојао да скупштини отвореног акционарског друштва пружи могућност да активно игра своју улогу у спровођењу и заштити права принципала, али је и избегао да је назове највишим органом друштва.¹³⁰ Одатле је видљиво да је у основи уважио начело условне хијерархије, према којем је сваки орган суверен у домену свог делокруга рада. Начело делокруга рада, дакле, представља темељ за расподелу улога између органа у друштву и доследно је спроведено кроз одговарајуће одредбе закона, с тим да скупштина поседује додатну полуту

¹³⁰ О томе да је изостављање овакве дефиниције, па и било какве непосредне дефиниције скупштине, изузев да је чине акционари друштва, намерно учињено говори и проф. Васиљевић у М. Васиљевић – *Коментар Закона о привредним друштвима*, ЈП Службени гласник, Београд, 2006, стр. 534.

своје власти – избор управног одбора, а посредно и свих других органа у друштву.

Обавеза информисања, фидуцијарне дужности и политика накнада

Из претходно изложеног види се да је ЗПД кључну улогу у контроли над отвореним акционарским друштвом у основи доделио управном одбору. То значи и да од стручности, заинтересованости, активности и поштења његових чланова битно зависи остваривање и заштита интереса акционара и самог друштва. Како би, међутим, и силом законске обавезе подстакао управу да ове интересе спроводи и штити, ЗПД је низом одредби настојао да осигура право акционарима да траже и добију информације о пословању друштва, да утврди дужности управе и обезбеди јавност политike накнада које добијају чланови управе.

Обавезе управе друштва у пружању информација акционарима

Већ у првом делу ЗПД, у његовим основним одредбама, јасно је установљена дужност друштва да своје осниваче и акционаре обавештава о свом пословању и омогући им увид у информације или документа за које су ЗПД и у складу са њим акти друштва прописали овакву обавезу. Уколико то не учине, надлежни орган или овлашћено лице друштва сматра се одговорним за штету која је тиме проузрокована оснивачима или акционарима друштва, а остваривање права на информисање и увид у документа друштва они могу затражити и судским путем у ванпарничном поступку (чл. 43).

Важно је нагласити да ово право које ЗПД даје власницима свих привредних друштава, па тако и акционарима, није условљено величином њиховог власничког учешћа у капиталу друштва. Другим речима, поседовање и занемарљиво малог процента капитала друштва начелно омогућава тражење свих пословних информација и пуни увид у пословне књиге.

Интересантно је да овакав приступ ЗПД нема када је реч о дужности чувања пословне тајне (чл. 38). Наиме, одговорност за штету начињену друштву одавањем пословне тајне ЗПД одређује, кад је реч о

акционарима, само за контролне акционаре, односно оне који имају више од 50% обичних акција (уп. чл. 31, 38 и 367). Будући да је право добијања информација и увида у пословне књиге друштва неограничено величином учешћа у капиталу, чини се да би и одговорност акционара за штету евентуалним одавањем пословне тајне требало да буде такође независна од величине овог учешћа.

Поред овог начелног права ЗПД утврђује и посебно право информисања акционара (чл. 289). Овом одредбом ЗПД изричito установљава обавезу управног одбора да на годишњој скupштини акционара поднесе правовремен и потпун извештај о пословању друштва истичући нарочито финансијске извештаје, а у случају у којем је друштво стекло сопствене акције и наводи податке о којима се акционари морају известити. У случају да је акционару, независно од броја и релативног значаја акција којим располаже, ово право ускраћено, он има могућност да га спроведе судским путем.

У настојању да отклони могуће недоумице у која документа акционар има право увида, ЗПД утврђује листу докумената које друштво мора чувати, рокове у којима их мора чувати и место где их мора чувати како би била доступна акционарима (чл. 342). То су, поред оснивачког акта, статута и свих њихових измена, финансијских извештаја и књиговођствене документације, између осталих и записници и одлуке скupštine, управног и извршног одбора, надзорног тела, листа свих преноса акција од акционара укључујући и залогу и друге преносе акција којима стицалац не постаје акционар.

Овако дугачка листа докумената које друштво мора да чува најмање пет година (изузев оснивачког акта којег чува трајно) и на месту доступном и познатом акционарима указује да је ЗПД у овом домену следио Прву директиву Европске Уније о транспарентности пословања друштва капитала.¹³¹ За неке од ових докумената, међутим, друштво има обавезу установљену прописима о тржишту хартија од вредности и да их редовно доставља организованом тржишту капитала. На овом тржишту се, поред акционара, и потенцијални инвеститори могу информисати и стећи увид у ова документа, што је једнако важно кад је реч о отвореним акционарским друштвима.

Друштво је у обавези да у просторијама друштва ове документе да на увид и копирање акционарима, као и ранијим акционарима за период

¹³¹ Прва директива ЕУ, чл. 2 и 3.

у којем су били акционари (чл. 343). Једини услов који акционари треба да испуне јесте да имају ваљане доказе о свом статусу, које друштво има право да тражи од њих пре давања на увид тражених докумената.

Уколико у року од пет дана од дана подношења захтева управа друштва не омогући увид у тражена документа или захтев одбије, акционар или ранији акционар могу ово право тражити судским путем у ванпарничном поступку. Суд има рок од три дана да о таквом захтеву донесе одлуку, док лице које је право на увид остварило судским путем има забрану да их објави или прикаже тако што ће нанети штету друштву. Начин утврђивања одговорности и штете у случају да се то ипак деси, ЗПД не прецизира посебно (чл. 344).

Дужностима управе времена друштву

ЗПД начелно утврђује четири основне дужности које према друштву имају чланови управног, извршног и надзорног одбора, као и чланови одбора ревизора и интерни ревизор. То су:

- дужност рада у интересу друштва (чл. 31),
- дужност пажње и савесне пословне процене (чл. 32),
- дужност лојалности (чл. 33) и
- дужност чувања пословне тајне (чл. 38).

Дужност рада у интересу друштва, која је такође утврђена и за контролне акционаре, у основи значи да управа мора заступати интересе друштва као посебног ентитета, и само на тај начин, дакле посредно, интересе његових власника – акционара. Другим речима, заступање појединачних интереса, макар представљали интересе акционара било би у сукобу са овом законском одредбом. Тиме се отвара и питање да ли постоји интерес друштва који је независан од интереса његових власника? Уколико се друштво посматра као мрежа уговора и интереса различитих група, као заинтересоване стране јављају се, поред акционара, и повериоци, запослени, па и сама управа друштва. Такође, и друштвена заједница у којој привредно друштво послује у односу на њега може имати, а обично и има, одређене интересе. Да ли стога ова законска одредба у основи пред управу ставља у задатак да уравнотежује ове интересе и од њих образује неки нови посебан интерес самог друштва? Независно од одговора на ово питање, тешко је очекивати такво стварно понашање било које управе. Стога се ова одредба може ставити у

ред (идеалистичких) начела са мало непосредног утицаја на понашање управе. Много су важније оне одредбе које конкретизују понашања која су у складу са интересом друштва, као и она која утврђују и санкционишту супротна.

Међу такве спадају одредбе које утврђују дужност пажње и савесне пословне процене, дужност лојалности и дужност чувања пословне тајне. Прва ослобађа одговорности лица која своју процену да поступају у најбољем интересу друштва заснивају на информацијама и мишљењима лица стручних за одговарајућу област. Другим речима, управа може бити ослобођена одговорности за своје пословне одлуке уколико може доказати да их је донела уз пажљиво и савесно сагледавање свих битних чињеница. Друга, дужност лојалности, јасно дефинише обавезу чланова управе да имовину друштва не користе за своје личне потребе и да повлашћене информације и позиције не користе и злоупотребљавају за своје лично бogaћење. Трећа утврђује одговорност лица за штету најету друштву због одавања пословне тајне, која је пак дефинисана као информација утврђена актом друштва и која би доспевањем у посед трећих лица проузроковала знатну штету за друштво.

Прописујући ове четири дужности законодавац је желео да још више подстакне управу да ради у најбољем интересу друштва, односно његових акционара, пошто је у противном могуће подићи тужбе пред судом против прекршилаца и тражити накнаду штете. Та претња није посебно ефикасна ни у најразвијенијим земљама, пошто се судови обично устежу да уђу у сложена питања исправности пословних и сличних одлука, тако да не треба много очекивати ни у Србији, осим код очевидних и грубих прекршаја.

У намери да подстакне савесно пословно понашање ЗПД даје могућност управном одбору друштва да усвоји свој писани кодекс понашања или прихвати неки други кодекс који утврђује стандарде стручности, независности, одговорности, савесности, сукоб интереса, политику наука и друга слична питања, те да на свакој годишњој скупштини извештава о усклађености пословања и усвојеног кодекса (чл. 318).

Дефинишући лични интерес, односно ситуацију у којој постоји сукоб интереса (чл. 34) ЗПД утврђује и начин на који се може одобрити правни посао у којем се јавља сукоб интереса као и његову ништавост уколико није одобрен на прописан начин (чл. 35). У одредбама којима уређује акционарска друштва ЗПД додатно наглашава ситуације у којима

долази до искључења права гласа у случају сукоба интереса акционара (чл. 300), односно члана управног одбора (чл. 320). Акционар нема право да гласа уколико се одлучује о смањењу или ослобађању од његових обавеза према друштву, покретању или одустајању спора против њега и о одобравању послова у којима има сукоб интереса са друштвом. Члану управног одбора искључује се право гласа у случају да се одлучује о питањима која стварају сукоб интереса између њега и друштва, уз сходну примену одговарајућих одредби које се односе на акционара друштва.

Закон утврђује и забрану конкуренције (чл. 36) наводећи послове које чланови управе не могу обављати у конкурентском друштву. Коначно, ЗПД уређује и правне последице повреде правила сукоба интереса и забране конкуренције, прописујући да се послови, те припадајући приходи и потраживања који тако настану признају као послови извршени за рачун друштва. Остваривање права по овом основу ЗПД даје и акционару који поседује најмање 5% основног капитала друштва уколико га затражи судским путем у року од 60 дана од дана сазнања, односно 3 године од учињеног дела.

У настојању да санкционише понашање неспојиво са начелима дужности која утврђује, ЗПД и експлицитно забрањује да лица која су била осуђена за кривична дела из привреде и службене дужности као и лица која су повредила одредбе ЗПД о ограничењу плаћања буду бирања, између осталог и за чланове управе друштва (чл. 45).

ЗПД утврђује и случајеве посебне имовинске одговорности чланова управног и извршног одбора (328). Они појединачно или солидарно одговарају за накнаду штете коју проузрокују акционарском друштву повредом својих дужности утврђених законом. То су, између осталих, и дужности наведене на почетку овог одељка. На тај начин ЗПД додатно конкретизује одговорност управе друштва за несавесно и нелојално понашање.

Правила утврђена ЗПД, dakле, успостављају јасна ограничења и/или подстицаје за одређена понашања чланова управе друштва. По природи ствари, међутим, мотивација појединача, а нарочито чланова управе привредног друштва снажно је условљена непосредним материјалним подстицајима, односно одговарајућом политиком накнада. И сама теорија у разматрању принципал-агент проблема, односно опортунистичког понашања агента значајан нагласак у његовом решавању ставља на начин на који се утврђује надокнада за рад агента, односно управе, а који на

најбољи могући начин њене интересе чини сличним интересима принципала (акционара).

Можда и због тога што утврђује дужности према друштву, а не према његовим власницима, ЗПД се није посебно посветио овој области. Осим што је управне одборе отворених акционарских друштава обавезао на образовање комисије за накнаде, ЗПД само утврђује да је у делокругу рада скупштине утврђивање политike накнада члановима управног одбора (чл. 290, ст. 1, тач. 5), те да на уговор са чланом управног одбора који није у радном односу у друштву, као и на уговор са члановима извршног одбора сличне садржине, претходну сагласност даје скупштина (чл. 325, ст. 5 и 6). Остајући доследан опредељењу за пуну јавност података о пословању отворених акционарских друштава, ЗПД даје могућност да се ови уговори, као и износи накнада свих чланова управе, укључе у извештај који се подноси годишњој скупштини и објаве у складу са прописима који уређују тржиште хартија од вредности (чл. 325, ст. 6).

Улога суда и досадашња судска пракса

Врсте тужби и улоја суда

У својим основним одредбама ЗПД утврђује која лица и по ком основу могу поднети индивидуалну (чл. 40) и деривативну тужбу (чл. 41), односно обе истовремено (чл. 42).

Право да поднесе индивидуалну тужбу у своје име против било ког лица за које је ЗПД прописао да има дужност према друштву (контролни власник, чланови управе и надзорног тела – чл. 31) има члан или акционар привредног друштва и то за накнаду штете коју му је то лице проузроковало повредом својих законом прописаних дужности. Ову тужбу може поднети и више лица која делују заједно у њихово име.

Деривативну тужбу за накнаду штете нанете друштву, односно тужбу у своје име а за рачун друштва, могу поднети члан или акционар привредног друштва против било ког лица за које је ЗПД прописао да има дужност према друштву. Претпоставка је да је штета по друштво настала због тог што су наведена лица поступала противно својим законом прописаним дужностима. У овом случају потребно је да члан или акционар пре подношења тужбе испуни још два услова. Један је да поседује појединачно или заједно са другим лицима која су се придружила тужби

најмање 5% основног капитала друштва. Други је да је пре подношења тужбе писаним путем захтевао од привредног друштва да поднесе тужбу, при чему је тај захтев или одбијен или по њему није поступљено у року од 30 дана од дана подношења. Поступак по деривативној тужби не може бити окончан вансудским путем. Остварена накнада штете по деривативној тужби припада привредном друштву, док лице које је поднело тужбу има право на накнаду трошкова.

ЗПД дозвољава да се истовремено поднесе и индивидуална и деривативна тужба, у ком случају се ограничења за деривативну тужбу не примењују на индивидуалну.

ЗПД не утврђује изричito постојање *колективне тужбе*, односно тужбе која иако поднета од стране једног лица не штити интересе само лица које ју је поднело већ и свих других лица која су у истом положају. Међутим, у два наврата, он у основи прихвата постојање и овакве тужбе. Прво, у члану 306, ст. 11 којим је прописано да пресуда којом се побија одлука скupštine акционара делује у корист и против сваког акционара и обавезујућа је за односе између акционара и друштва, као и друштва и чланова управе. Други пут, у члану 444, ст. 11 када је прописано да пресуда по питању права несагласних акционара има, поред на подносиоца тужбе, правно дејство и на све друге акционаре несагласне по истом питању.

Кад је реч о деривативним тужбама основ за њихово подношење ЗПД, између осталог, даје у случају повреде правила сукоба интереса и забране конкуренције (чл. 37), пословне тајне (чл. 38), законом прописаних дужности од стране управе (чл. 328), те у случају злонамерног или грубом непажњом захтеваног постављања стручног повериеника (чл. 336).

ЗПД предвиђа судску заштиту и у следећим ситуацијама:

- код повреде права на информисање акционара, када суд по захтеву налаже спровођење овог права (чл. 43);
- код несазивања годишње или ванредне седнице скupštine суд по захтеву легитимисаних лица (у случају годишње било ког акционара који има право да присуствује или члана управе, а у случају ванредне акционара који је прописно поднео захтев) суд може да именује привременог заступника са овлашћењем да сазове и председава седници скupštine и утврди место и датум одржавања, као и дневни ред седнице, а одлуку о томе доноси у року од 48 часова по пријему захтева (чл. 278);

- код неприхватања уврштавања два питања у дневни ред скупштине који су прописно захтевани од акционара који на то имају право, суд налаже њихово укључивање, а одлуку доноси у року од 48 часова од пријема захтева (чл. 284);
- код повреде права на посебно информисање акционара, суд налаже давање прописаних информација акционару који је такав захтев поднео у року од 15 дана од дана одржавања скупштине (чл. 289);
- код одбијања или пропуштања скупштине да именује стручног поверилика по захтеву легитимисаног лица (акционари са најмање 20% учешћа у капиталу) суд га може именовати на захтев легитимисаног лица поднетог у року од 15 дана од дана одржавања скупштине, а пошто претходно прибави мишљење чланова управе друштва (чл. 334);
- код неомогућавања увида у пословне књиге и документа прописана законом и/или актима друштва, суд налаже остваривање овог права (чл. 344).

ЗПД даје право акционарима да пред судом поведу поступак за побијање одлука скупштине акционара, истовремено утврђујући и основе побијања. Основи побијања могу бити општи и посебни. У опште спадају следеће ситуације: одлука је донета на скупштини која није сазvana у складу са законом, оснивачким актом или статутом, начин њеног доношења или она сама нису у складу са овим актима (чл. 302, ст.1). Тужбу по овим основама може поднети сваки акционар који је гласао против одлуке, као и онај који није био уредно позван или из другог оправданог разлога није присуствовао седници скупштине на којој је донета предметна одлука, као и сваки члан управног и надзорног одбора. У посебне основе побијања спадају побијање избора директора или члана управног одбора (чл. 303) и побијање одлуке о усвајању финансијских извештаја (чл. 304).

ЗПД (чл. 306) утврђује да је поступак по овој тужби хитан, да суд може донети и привремену меру обуставе извршења одлуке скупштине акционара која се побија, ако процени да би се њеним извршењем друштву и акционарима могла причинити „знатна штета”, а да пресуда којом се побија предметна одлука делује у корист и против свих акционара и обавезујућа је за међусобне односе акционара, друштва и органа друштва.

ЗПД предвиђа и посебну заштиту права несагласних акционара (чл. 444) уколико је имао право гласа, а гласао је против или се уздржао код

гласања о: променама оснивачког акта којим се мењају његова права, статусној промени друштва или промени правног облика друштва, одлуци о располагању имовином велике вредности, као и о било ком другом питању за које је оснивачким актом друштва предвиђено право на несагласност и на накнаду у случају несагласности. У овим случајевима акционар има право да тражи од друштва да откупи његове акције по тржишној вредности, а друштво је у обавези да овакав захтев испуни и то у року од 30 дана од дана његовог подношења. У случају да друштво не поступи по захтеву или откупи акције по цени за коју несагласни акционар верује да је мања од тржишне, несагласни акционар има право да поднесе тужбу суду. Уколико суд донесе одлуку да је тржишна вредност већа од оне коју је друштво исплатило, она се односи на све несагласне акционаре, а не само на оне који су поднели тужбу. Оваква судска одлука објављује се на начин на који се објављује позив за седницу скупштине акционара, чиме се омогућава обавештавање свих акционара.

Потраживања од друштва или лица која имају дужност према друштву, као и друштва према члановима, лицима која имају дужност према њему и трећим лицима застаревају у року од 180 дана од дана сазнавања за разлог подношења тужбе, а најкасније у року од три године од дана доспелости, ако законом за поједине потраживања није друкчије уређено (чл. 47). То значи да ЗПД утврђује субјективни рок застаре на три месеца, а објективни на три године, остављајући могућност да су другим законом за поједине врсте потраживања утврђени другачији рокови, у ком случају се они и примењују.

Судска тракса

ЗПД утврђује да је за решавање спорова који из њега произлазе надлежан трговински суд у седишту привредног друштва, који, по правилу, одлучује у ванпарничном поступку. Тада је поступак хитан и суд првог степена је дужан да донесе одлуку најкасније у року од 60 дана од дана пријема захтева, или у краћем року уколико је то прописано ЗПД. Рок за жалбу је осам дана. Суд другог степена дужан је да одлучи по жалби у року од тридесет дана од дана пријема захтева, док жалба против одлуке суда не задржава извршење (чл. 46).

За поступке по предметима из ЗПД, dakle, надлежно је 17 првостепених трговинских судова и један виши трговински суд који одлучује

по жалбама. Поред предмета из ЗПД, они су надлежни и за све друге спорове у привреди. Бројност разноликих предмета и одсуство систематски обједињене и класификоване документације чини готово немогућим стицање потпуног увида у било које спорове, па тако и спорове који се воде на основу ЗПД. Стога ће се у наставку судска пракса по предметима насталим по питањима утврђеним у ЗПД представити кроз одлуке Вишег трговинског суда у периоду од 2005. до 2008. године. Иако би то могло значити да је знатан број питања која се јављају код судова изостављен, будући да на одлучивање у Виши трговински суд долазе само жалбе, имајући у виду да у Србији страна која је изгубила спор у првом степену по правилу улаже жалбу вишем суду, то не мора да буде тачно.

Сва питања из области корпоративног управљања по којима је Виши трговински суд (ВТС) одлучивао у периоду од 2005. до 2008. године тичу се положаја и права акционара друштва.

На основу жалби по којима је одлучивао ВТС, може се закључити да је најчешћи проблем са којим су се суочавали акционари само сазивање скupштине. У разматраним предметима увек је била реч о сазивању ванредне скупштине акционарског друштва, коју је управа друштва одбила или пропустила да сазове. Најчеће спорно питање, односно образложење за одбијање или пропуштање сазивања скупштине јесте питање да ли акционари који су поднели захтев за њено сазивање имају на то право према ЗПД.

ВТС је у следећим случајевима потврдио одлуку првостепеног суда: о одбијању захтева за сазивање ванредне скупштине због нелегитимисаности подносиоца захтева (удружење ационара које није само по себи акционар), о именовању привременог заступника у случају недржавања ванредне скупштине (жалилац је тврдио да ово право суд има само у случају годишње скупштине), о одржавању ванредне скупштине ради именовања стручног повереника (жалилац је тврдио да именовање стручног повереника није надлежности скупштине).

ВТС је укинуо одлуку првостепеног суда који је одбио захтев акционара да наложи сазивање ванредне седнице због његове нелегитимисаности (власништво предметног друштва је било 95,96% друштвено, док акцијски капитал представља свега 4,04%). Првостепена одлука је укинута, а спор враћен на поновно разматрање због повреде поступка, будући да првостепени суд није о власничкој структури, а тиме и о легитимисаности предлагача закључивао на основу података у Централном регистру хартија од вредности чији су подаци коначно меродавни.

Из образложења ових одлука ВТС као најзначајнији за будућу судску и корпоративну праксу у Србији издваја се следећи став:

„У ситуацији када управни одбор друштва одбија да сазове ванредну скупштину акционара на основу легитимно састављеног захтева акционара у смислу члана 277, очигледно је, да је то управо ситуација када треба применити одредбу из ст. 2. члана 278. ЗПД и именовати привременог заступника који ће спровести све радње везане за сазивање ванредне скупштине, јер сам налог суда да се ванредна скупштина одржи у ситуацији опструкције легитимних права мањинских акционара од стране управног одбора, без именовања лица које ће спровести радње везане за заказивање и одржавање ванредне скупштине акционара не би довеле до остварења права заштите мањинских акционара које је овом одредбом закона обезбеђено.”¹³²

Остваривање права на информисање акционара било је питање које се следеће најчешће јављало. У својим одлукама ВТС се доследно држало следећег става:

„Ако мањински акционари немају податке о акцијама, пуномоћницима и статуту а управа акционарског друштва неће да омогући њихову доступност, сваки акционар без обзира на број акција има право на судску заштиту.”¹³³

Једини одлучујући моменат у оваквим предметима био је доказ да ли је неко акционар предметног друштва. Тако је, на пример, ВТС стао на становиште да акционари матичног предузећа немају право увида у документа зависног друштва, будући да нису акционари предметног друштва, већ акционари друштва које је његов оснивач.

У случају у којем је одлучивао по жалби на одлуку првостепног суда којом је одбијено побијање одлуке скупштине, пак, ВТС је стао на становиште да учествовањем у раду скупштине жалилац губи право да побија одлуку скупштине по основу њеног непрописног сазивања, што је и прописано ЗПД.

У посматраном периоду ВТС није одлучивао по предмету у којем се акционар обратио суду ради заштите интереса друштва (деривативна тужба) нити захтева за накнаду штете нанете појединцу или друштву због незаконитог рада управе.

¹³² Решење ВТС, ПЖ. 21/2006 од 24. 1. 2006. године, Судска пракса привредних судова, Билтен бр. 1/2006

¹³³ Решење ВТС, ПЖ. 5158/2004 од 9. 12. 2004. године

У једном предмету, међутим, ВТС је имао прилику да потврди одлуку првостепеног суда о поништењу правног посла који представља сукоб интереса. У конкретном случају, председник управног одбора друштва је без одржавања седнице сам себе овластио да потпише уговор о преносу потраживања на друго друштво којем је посредно власник. Поред чињенице да се из предметног уговора не може видети основ преноса потраживања, суд је истакао да је узрок ништавости овог правног посла и то што није био одобрен на начин на који ЗПД прописује за ситуације у којима постоји сукоб интереса, када се лицу које има сукоб интереса изузима право гласа.¹³⁴

Иако би се из изложеног могло на први поглед закључити да у Србији акционари имају највећи проблем са управом која не жели да сазове ванредну седницу скупштине, детаљнија анализа ових предмета указује да је у основи реч о сукобу између већинског и мањинских акционара. При томе, у неким случајевима већински акционар је тај који се спречава да сазове скупштину и постави нову управу. То су обично ситуације у којима после приватизације запослени, сада мањински акционари, подржавају струпу управу која се бори против „непријатељског“ преузимања. О овој специфичној постприватизационој ситуацији у Србији више објашњења биће дато у закључном осврту.

ОТВОРЕНА ПИТАЊА И МОГУЋА РЕШЕЊА

Права акционара

Скуп законских норми који уређује права акционара према ОЕЦД принципима корпоративног управљања¹³⁵ требало би да обезбеди:

- поуздане методе уписа власништва,
- пренос акција другима,
- благовремено и редовно добијање битних обавештења о друштву,
- учествовање и гласање на скупштини акционара,
- избор чланова одбора (управног и, где постоји, надзорног одбора), и
- учествовање у добити друштва.

¹³⁴ Решење ВТС, ПЖ. 2664/2007 од 2. 4. 2008. године, Судска пракса привредних судова, Билтен бр. 2/2008

¹³⁵ За детаљан приказ ових принципа, као и исцрпну анализу питања корпоративног управљања у теорији и у пракси у Србији видети у К. Вељовић – *Корпоративно управљање и концепција власништва у Србији*, докторска дисертација, Економски факултет, Београд, 2008.

ЗПД је својим одредбама обухватио, утврдио и уредио начин осаваривања свих ових права акционара. Као меродаван доказ власништва утврдио је упис у Централни регистар хартија од вредности. Отвореним акционарским друштвима је забранио да на било који начин ограничавају слободу преноса акција. Низом одредби утврдио је права акционара на обавештавање и увид у документа друштва, а листу најважнијих докумената је и посебно прописао. Уредио је правила учествовања и одлучивања акционара, и свим акционарима власницима једне класе акција дао једнака права. Дао је могућност кумулативног гласања за чланове управног и надзорног одбора, а право учествовања у добити друштва ограничио на акционаре сразмерно њиховом власничком учешћу и у складу са правима утврђеним одлукама о емисијама акција чији су власници.

ЗПД је посебно настојао да заштити права мањинских акционара. Тако, право да затражи и добије обавештење и увид у документа друштва има сваки акционар без обзира на величину свог учешћа у капиталу друштва. Да би затражио судску заштиту у случају повреде правила о сукобу интереса акционару је довољно да његово учешће представља 5% капитала друштва. За захтевање ванредне скупштине довољно је учешће од 10%, док је за захтев за именовање стручног повереника ради посебне ревизије пословања друштва потребно 20% власништва.

У намери да обезбеди документациону основу из које би се акционари могли информисати ЗПД обавезује друштва и на вођење књиге акција, листе преноса акција, а све његове органе, укључив и извршни одбор, поред записника са седница и на вођење књиге одлука. При томе, треба имати у виду и да су отворена акционарска друштва и прописима о тржишту капитала обавезана на редовно подношење различитих обавештења, финансијских и других извештаја берзи и Комисији за хартије од вредности.

Чини се, стога, да је у свом настојању да свим акционарима обезбеди пут до пуне обавештености о пословању друштва, законодавац усвојио начело да су и потенцијалне мале користи акционара битније него административни трошкови с којима се суочава друштво при њиховом опслуживању. Поред тога што је скупо, увећавањем броја различитих докумената и извештаја они постају све непрегледнији и обичном невичном акционару не морају бити нимало од користи. Стога би ову листу свакако требало поново размотрити.

Такође, кумулативно гласање за чланове управног одбора може релативно лако да буде избегнуто утврђивањем другачијег начина избора у оснивачком акту или статуту. Без обавезности овај институт непосредног утицаја мањинских акционара на избор управе друштва у пракси у Србији нема посебан значај.

Неусаглашеност ЗПД и ЗХОВ по питању начина на који акционар може овластити друго лице да га заступа на скупштини, односно разјашњење улоге пуномоћника из ЗПД и заступника из ЗХОВ, међутим, захтева измену или једног или другог закона. ЗПД даје право акционару да по прописаном поступку овласти једног пуномоћника и утврђује одговорности и права између њих. ЗХОВ, пак, обавезује акционарско друштво да уз позив за одржавање скупштине, акционарима с правом гласа достави и обавештење о њиховом праву да именују заступника за ту скупштину и образац заступничке изјаве који је прописала Комисија за ХОВ. Да би могао да заступа акционара, заступника мора утврдити скупштина акционарског друштва, на предлог управе или акционара. (ЗХОВ, чл. 75).¹³⁶

Имајући у виду да се отворена акционарска друштва у овом домену налазе у надлежности Комисије за ХОВ, она практично морају поштовати одредбе ЗХОВ, нарочито у ситуацијама у којима одлуке које доноси скупштина подлежу одобрењу или контроли ове Комисије, на пример, емисија нових акција. У случају да је реч о другим одлукама скупштине, на пример о расподели добити, акционари би могли користити и институт пуномоћника из ЗПД. Оваква ситуација, међутим, ствара правну несигурност, јер се не може искључити да било које лице које на то има право (чланови управе или акционари) оспоравају било коју одлуку због коришћења једног или другог института. Не опредељујући се на овом месту између једног или другог, будући да оба концепта имају и предности и недостатке, нити за решење којим би се јасно утврдили случајеви у којима се користи један или други, битно је нагласити да је постојећа нејасна ситуација лошија од било ког од ових решења.

Мора се нагласити, међутим, да се претходно наведена питања, изузев делимично неусаглашености ЗПД и ЗХОВ, не могу сматрати битним препрекама у остваривању права и интереса акционара у корпоративном управљању.

¹³⁶ Ове обавезе су ослобођена акционарска друштва са мање од 15 акционара и она друштва чијим је оснивачким актом или статутом давање те изјаве искључено.

Управа друштва

У уређивању управно-надзорних органа друштва, како је већ речено, законодавац се у основи определио за поштовање начела делокруга, избегавајући успостављање строге вертикалне хијерархије, и за једнодомни модел управе (дајући право отвореном а. д. да изабере дводомни). ЗПД, dakле, најзначајнију улогу даје управном одбору друштва. У зависности од утицаја, мотивације и начина понашања његових, пре свега, независних, али и неизвршних, чланова, међутим, зависи да ли ће у практици он и играти ову улогу или ће је преузети извршни одбор друштва.

Иако ЗПД изричito прописује како надлежности управног одбора тако и то да у делокругу рада извршног одбора не могу бити питања која су у надлежности управног одбора, утврђени састав управног одбора, начин дефинисања независних и неизвршних чланова, те прописани једногодишњи мандат чланова управног одбора узети заједно омогућавају извршном одбору да релативно лако преузме пуну контролу.

Прво, иако ЗПД прописује да извршни чланови управног одбора морају бити у мањини, будући да неизвршни чланови могу бити и за послени у друштву, разлика између извршних и неизвршних чланова лако може бити само формална. Тако ће било који руководилац у друштву испуњавати услове за неизвршног члана управног одбора само уколико није члан извршног одбора. Разлика између члана управног одбора који је и руководилац у друштву и члана извршног одбора који је и члан управног одбора, са становишта одвајања улога ова два тела је занемарљива.

ЗПД утврђује и да кворум за одлучивање управног одбора чини већина његових чланова, док је за доношење одлуке потребна већина присутних. Дакле, без присуства независних чланова, чланови извршног одбора могу донети одлуку управног одбора. Поред тога, ЗПД дозвољава и да се одлука сматра донетом и када сама седница није одржана уколико се таквој одлуци не упротиви ни један члан управног одбора писаним путем (чл. 316, ст. 2). Не прописујући начин, нити рок у којем се чланови који нису учествовали у доношењу ове одлуке морају о њој обавестити, ЗПД пружа члановима извршног одбора велику прилику да сами доносе одлуке, касније их (усмено) образложујући. При томе, други чланови управног одбора обавезани су да се супротставе у писаној форми, што изискује озбиљно посвећивање некој одлуци која је, на пример, донета пре више месеци и на први поглед нема битан утицај на пословање друштва.

Даље, ЗПД прописује годишњи мандат чланова управног одбора док, начелно, чланство у извршном одбору временски није ограничено. Додатно, не ограничавајући број места у управном одбору која могу бити попуњена кооптацијом, ЗПД практично омогућава да се сви његови чланови замене између две годишње скупштине. У околностима у којима је извршни одбор преузео контролу над управним није тешко замислiti да замењени буду његови неизвршни, односно независни чланови, који, на пример, не желе више да се супротстављају, немају ни воље ни мотивације да воде јавну битку и једноставно напуштају чланство обра-злажући то различитим личним разлогима.

Темељ практичног раздвајања надлежности ова два одбора, дакле, почива на независним члановима управног одбора, односно на њиховој спремности да заиста независно расуђују и гласају. Независност је осо-бина личности, која не мора (и не би требало) да зависи од положаја и (непосредних материјалних) интереса појединца. Како се то, међутим, не може прописати законом, преостаје да се законски забране прилике у којима појединач је лакше пасти у искушење да изневери своју независност у расуђивању.

Тако је и ЗПД утврдио ситуације у којима се појединач не може сматрати независним чланом управног одбора. Усредсредивши се на непосредне односе између појединца и друштва, ЗПД је од посредних веза онемогућио заклањање иза другог лица, физичког или правног. При чему је између физичких лица битно (широко дефинисано) средство, а у случају правних власнички однос (непосредно или посредно власништво над више од 10% капитала). Оно што је, међутим, пропустио да забрани јесте запослење лица у правним лицима која су са друштвом повезана капиталом. Тако је, на пример, могуће да се независним чланом управног одбора сматра лице које је запослено или има уговорни (али не и вла-снички) однос са правним лицем које је власнички повезано или чак у потпуности власнички контролише предметно друштво.

Другим речима, одредбе ЗПД не представљају озбиљнију препреку извршном одбору да, у основи, у потпуности преузме контролу над управним одбором чија улога постаје симболична, што, чини се, није била намера законодавца.

Решавање ове ситуације, међутим, зависи од одговора на следеће питање. Да ли је уопште могуће и потребно онемогућити извршни од-бор, односно непосредну извршну управу друштва да води главну реч и у управљачко-стратешким, а не само извршно-тактичким питањима?

Одговор на ово питање битно зависи од уверења које онај који на њега одговара има о људској природи и понашању, као и улози коју држава треба да има у настојању да је усмерава и ограничава.

Уколико се пође од претпоставке, коју дели писац ових редова, да је узалудно настојање да се законом пропишу интереси или карактерне особине људи, тада би у конкретном случају било боље да се привредним друштвима уопште не намеће било која структура органа управе. Уместо тога би било довољно јасно утврдити права и обавезе власника (принципала) и управе (агената), начин њиховог спровођења, те судске заштите и кажњавања у случају кршења. То не значи да, на пример, у случају котираних акционарских друштава држава не треба да пропише обавезе ових друштава у редовном излагању јавности свих битних чињеница о њиховом пословању. У случају ових друштава, оваквим својим захтевом, држава испуњава једну од својих дужности и заступа интересе трећих лица настојећи да им обезбеди ваљане информације за њихов сопствени избор.

Овоме у прилог говори актуелна власничка ситуација у отвореним акционарским друштвима у Србији. Као што је већ показано, та друштва су најчешће у јасном већинском власништву, будући да се у приватизацији одједном продавало 70% друштвеног капитала. А када у једном друштву један власник контролише 70% акција, тада он лако контролише и управни и извршни одбор, па је расправа о односу управног и извршног одобра више схоластичка него релевантна, бар у великој већини отворених акционарских друштава у Србији и бар за сада.

Уколико је некоме, пак, претходни став сувише либералан, а чини се да модерни трендови у уређивању корпоративног управљања потврђују да би то могао бити преовлађујући утисак, било би потребно доследно нормативно спровести жељени концепт и отклонити недостатке у утврђивању састава, дефинисању положаја и прописању процедури у односима унутар управе отвореног акционарског друштва.

Имајући у виду садашње прилике у Србији, начин на који је већина отворених акционарских друштава настала, као и стање у другим законима који једним делом утичу и на питања корпоративног управљања, о чему ће више речи бити у наставку, чини се, ипак, да овакве промене не би битније утицале на практичан живот, те да стога нису ни нужне у кратком року.

Положај и смисао спољне ревизије

Кад је реч о одредбама ЗПД-а које се односе на спољну ревизију могу се упутити једна редакцијска напомена и једно начелно питање.

Можда у настојању да економише речима у ЗПД се термин ревизор користи да означи и интерног ревизора, и члана одбора ревизора и спољног ревизора. Без обзира што према ЗРР ова лица морају да испуњавају исте услове да би обављала ове послове, односно била изабрана на одговарајућу функцију, улога спољне и унутрашње ревизије у привредном друштву је битно различита. Стога би било препоручљиво да постоје и терминолошке разлике, па би, на пример, термин ревизор могао бити само коришћен да означи лице задужено за унутрашњу ревизију, док би се за означавање спољне увек користио овај пријед, или обрнуто.

Начелна примедба односи се на начин одређивања висине накнаде спољном ревизору. Према ЗПД комисија управног одбора за накнаде предлаже и политику накнада ревизорима (чл. 317, ст. 3, тач. 2), док скупштина, међутим, усваја политику накнада само члановима управног одбора (чл. 290, ст. 1, тач. 5). Из одредби ЗПД, дакле, следи да висину накнаде за ревизорске услуге одређује управни одбор. Имајући у виду горе описану и лако могућу ситуацију у којој је извршни одбор преузео контролу над управним, ову накнаду у ствари утврђује извршни одбор.

Спољни ревизор у име акционара надзире и за њих верификује финансијске извештаје које припрема управа друштва. Стога би било логично и да скупштина акционара, која и поставља ревизора, утврђује износ накнаде за ове услугу, а не као сада управни одбор. Уз сво уважавање поштења ревизорске професије, ово би у сваком случају смањило искушења и управе а и ревизора да висином накнаде превазиђу могућа различита виђења у начину књижења.

Положај, задаци и циљеви ревизије финансијских извештаја, као и обухват друштава која су обавезна да своје извештаје изложе спољној ревизији утврђен је ЗРР-ом, те се стога остале примедбе морају упутити одговарајућим одредбама овог закона.

Као циљ установљивања професионалних звања овлашћени ревизор и овлашћени интерни ревизор ЗРР наводи заштиту „јавног интереса у вези са финансијским извештавањем“ (ЗРР, чл. 4, ст 1). Имајући у виду да се овим законом обавеза спровођења ревизије утврђује у зависности од величине предузећа, а не од његовог правног облика, јасно је да у средишту

јавног интереса у смислу ЗРР нису акционари отвореног акционарског друштва, нити потенцијални инвеститиори у ова друштва.

Чини се да „заштита јавног интереса” у ЗРР представља ехо некадашње улоге Службе друштвеног књиговодства (СДК)¹³⁷ и првенствено подразумева на посебан начин виђен интерес државе и државних установа. Ово и због тога што се правна лица и предузетници обавезују да „одобрене” финансијске извештаје достављају Народној банци Србије (НБС), најкасније до краја фебруара наредне за претходну годину (ЗРР, чл. 31, ст. 1). Имајући у виду да ЗПД као крајњи рок за усвајање годишњих финансијских извештаја утврђује 30. јуни наредне године (чл. 276, ст. 1), није јасно ко може „одобрити” ове извештаје и да ли ова реч има било какво значење у смислу ЗПД.

Да „одобрење” не подразумева скупштину друштва јасно је и због тога што ЗРР прописује да, овај пут, „усвојене” финансијске извештаје за извештајну годину у којима је ревизијом извршена корекција у односу на „одобрене” финансијске извештаје са мишљењем ревизора, обvezници ревизије треба да доставе НБС најкасније до 30. септембра наредне године. Уколико се „усвојени” финансијски извештаји не разликују од „одобрених”, потребно је доставити, опет НБС, само мишљење ревизора (ЗРР чл. 31, ст. 2 и 3).

Шта ради НБС са достављеним финансијским извештајима?

Она их обрађује и из њих објављује податке како би се сагледали резултати пословања и финансијски положај правних лица и предузетника, чува их 20 година, док су подаци из ових извештаја јавни и доступни свим правним и физичким лицима (ЗРР чл 33). НБС, такође, прописује и накнаду за обављање свих ових послова, од прикупљања и обраде до објављивања и пружања података (ЗРР чл. 34).

Посебан проблем представља одредба ЗРР која омогућава да се „усвојени” финансијски извештај разликује од „одобреног” само уколико ревизор напише квалификовано мишљење, што је, у ствари, значење израза „уколико је ревизијом извршена корекција” из ЗРР. То би, у ствари, значило да „одобрени” финансијски извештаји нису истинито приказивали финансијски резултат што би захтевало, у најмању руку, смену управе. Имајући у виду, пак, да је рок за подношење „одобрених” извештаја крај фебруара текуће за претходну годину (као и некада за завршне рачуне)

¹³⁷ Ова служба је у систему друштвеног власништва над предузетицама имала улогу својеврсног јавног ревизора који је штитио интересе принципала – тада друштва у целини контролишући агенте – тада запослене – самоуправљаче у друштвеним предузетицама.

прекратак за овај посао, често се дешава да и сама управа, независно од ревизора, касније установи неке грешке. Додатно, није неуобичајено нити лоше по себи, да управа има другачији став о износу неког резервисања или неког другог елемента биланса, па да касније прихвати став ревизора, како би добила неквалификовано мишљење. У томе је и смисао ревизорског извештаја, провера истинитости финансијских резултата који се достављају акционарима и њихове усклађености са, од стране друштва, усвојеним пословним и рачуноводственим политикама.

Треба, такође, указати и да истинитост финансијског резултата у горе наведеном смислу не мора бити, а по правилу и није, исто што и тачно утврђена величина пореске основице.

Финансијске извештаје, као и ревизорски извештај, од улоге коју уобичајено имају у земљама са развијеним тржиштем капитала у Србији додатно удаљавају и прописи који уређују опорезивање добити. Наиме, Пореска управа прихвата само финансијске извештаје који имају пријемни печат НБС, а у анализи пореске основице полази од добити утврђене у финансијском извештају, не улазећи у проверу самог извештаја. Из тога следи, да је НБС практично задржала функцију пореске контроле некадашњег СДК, будући да и даље „гарантује“ тачност финансијског резултата из биланса успеха. Ваљаност ове гаранције је под великим знаком питања, будући да и сам поступак обраде и стручни капацитети НБС нису примерени таквом задатку.

Иако ова питања на први поглед не изгледају важна за корпоративно управљање, важна су ради разумевања општег контекста у којем се оно одвија у Србији. Изложене одредбе различитих закона (а има их још) сведоче да законодавци у Србији још увек финансијским извештајима придржују значење некадашњих завршних рачуна, а ревизорском извештају приписују непосредне фискалне функције.

Као што су акционари заинтересовани за величину добити коју могу без угрожавања будућег тока приноса сада расподелити у дивиденду, тако је и држава заинтересована за величину пореске основице коју може сада да опорезује независно од тога што је неки будући расход можда правилно и у складу са МРС књижен као трошак садашњег периода. Стога би било логично одвојити ревизију финансијских извештаја коју врше спољни ревизори и чији је циљ осигуравање истинитости информисања власника о раду управе и резултатима привредног друштва, од пореске

контроле чији је основни циљ утврђивање пореске основице, која, као што је већ речено, није исто што и добит израчуната у складу са МРС.

То значи да би требало укинути обавезу достављања финансијских и ревизорских извештаја НБС, а и уопште укинути обавезу ревизије финансијских извештаја за сва привредна друштва осим котираних акционарских друштава, што не значе да их друга друштва не би могла имати уколико тако уреде својим актом. Није јасно због чега би, на пример, власник друштва са ограниченим одговорношћу настојао да сам себи прикаже неистините финансијске извештаје, па је потребно да га држава штити уводећи му обавезу да ангажује (прилично скупе) ревизоре.

Кад је реч о неопходној јавности финансијских и ревизорских извештаја отворених акционарских друштава, она је већ осигурана прописима о тржишту хартија од вредности који захтевају њихово достављање берзи и објављивање у средствима јавног информисања.

Пореске интересе државе би природно морала да штити Пореска управа, а пореским прописима се могу и треба да обавежу сви обvezници на подношење одговарајућих, за пореске потребе примерених извештаја.

Тако би престала и потреба за непотребном и лишеном смисла поделом на „одобрене” и „усвојене” финансијске извештаје. Отворена друштва би добила довољно времена да, у складу са ЗПД, ураде и усвоје финансијске извештаје, а сва друштва би смањила административне (и готовинске) трошкове непотребног извештавања различитих државних институција.

Још три питања отворена другим законима

Ко има право на дивиденду? ЗПД исправно и логично ограничава право расподеле профита, односно примања дивиденде само на власнике, односно акционаре друштва (чл. 218). На овом начелу почивају и МРС, који не дозвољавају да се плаћања било којим другим лицима књиже као расподела профита. Закон о раду, међутим, дозвољава тзв. учешће запослених у добити (ЗОР, чл.14). Закон о порезу на доходак грађана иде и корак даље и примања запослених и чланова управе привредног друштва по основу учешћа у добити третира као приход од капитала (ЗПГ, чл. 61, ст. 1, тач. 3). Имајући у виду да запослење може бити основ

за расподелу добити само у друштвеним предузећима, било би добро да са окончањем приватизације нестану и овакве одредбе из ових закона.

Шта су то сопствене акције? Појам, услове стицања и количинска и временска ограничења која се односе на сопствене акције ЗПД детаљно и пажљиво уређује (чл. 221-224), како би створио правила која наводе друштва да само изузетно и привремено стичу сопствене акције. Закон о приватизацији, међутим, утврђује обавезу друштву да стекне сопствене акције. То су акције које купац предузећа, односно нови акционар, стиче повећањем капитала за време извршења уговорних обавеза из уговора о приватизацији. Међутим, иако их стиче купац, оне се по ЗОП-у сматрају сопственим акцијама друштва, које ће друштво пренети на свог акционара уколико он изврши све обавезе из приватизационог уговора. Уколико их не испуни и уговор се раскине, ове се „сопствене“ акције преносе Акцијском фонду, који ће по поновној продаји предузећа део оствареног прихода уплатити купцу са којим је раније био раскинут уговор.(ЗОП, чл. 41). Иако није тешко претпоставити зашто су овакве одредбе уведене последњим изменама ЗОП-а (онемогућавање дилутације осталих акционара до коначног извршења уговора), мада није јасно шта се тиме постиже (очување утицаја мањинских акционара – запослених или чвршће везивање купца за своју инвестицију или смањивање броја заинтересованих купаца у приватизацији?), ипак је могло бити избегнуто да се ти (који год били) циљеви постижу позајмљивањем назива института из ЗПД који има сасвим други смисао.

Како за само шест месеци Јосифа отворено акционарско друштво са један милиона акционара који њоседују највише 15% акција друштва? Велика отворена акционарска друштва, најчешће различити узајамни фондови, често имају веома велики број акционара који појединачно држе незнатајан део акционарског капитала. Да би једно такво друштво настало потребно је да то буде један од циљева његових оснивача, да се осмисле и успешно спроведу одговарајуће стратегије и, не мање важно, потребно је време да се друштво докаже као поуздана инвестициона шанса за најшири круг инвеститора. У Србији, међутим, друштво може преко ноћи добити 5 милиона акционара без икакве сопствене намере! Довољно је да оно, његови постојећи акционари или други потенцијални инвеститори не мисле да је уносно купити његове акције које се налазе у приватизационом регистру по цени по којој је купљен друштвени капитал у време приватизације. У том случају, према чл. 17 Закона о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у

поступку приватизације (ЗБА),¹³⁸ донетом прошле, 2007. године, друштво је у обавези да акције које су сада у приватизационом регистру расподели на све носиоце права. Носиоци права су сви грађани Србије који су 31. 12. 2007. године били пунолетни, а до сада нису добили ништа из приватизације. Џакле, око 5 милиона, колико се грађана одазвало по зиву за регистрацију као носилаца права. Јасно је да би од овакве вежбе појединачни грађани могао имати мало или нимало користи, а да би друштва која су у питању имала огромне почетне и трајне трошкове администрирања. Остаје нада да ће чињеница што би спровођење ове одредбе ЗБА било у супротности са бројним одредбама ЗПА бити до вољна да се овај закон благовремено промени.

Претходно разматрана питања наметнута решењима из других закона добро осликавају политичко и привредно окружење у којем се спроводи ЗПД и одвија корпоративно управљање у Србији. Осврт који следи уместо закључка употпуниће ову слику.

УМЕСТО ЗАКЉУЧКА

Да би се сагледао утицај, оправданост и применљивост решења датих ЗПД у конкретним приликама у Србији, неопходно је разумети природу и мотивацију најважније категорије учесника корпоративног управљања – категорије која се управо настоји заштитити његовим правилима – самих власника. Реч је о домаћим¹³⁹ власницима чија се већина може поделити у две велике групе: у једној су оснивачи друштва лица, друштва са ограниченој одговорношћу и крупни/већински акционари (у наставку ће бити означени једним појмом: власници), а у другој мањински акционари.

Разлика између ове две групе је веома велика и важна за разумевање друштвеног контекста у којем се примењују законска правила корпоративног управљања.

Власници су део предузетничког слоја, иначе веома малог у Србији, који се углавном током осамдесетих и деведесетих година прошлог или у првој деценији овог века определио да своје приходе остварује самосталним пословањем сопственог предузећа. И унутар овог слоја се

¹³⁸ Службени гласник РС, бр. 123/2007

¹³⁹ Страни инвеститори у највећем имају све карактеристике које се уобичајено подразумевају у теорији корпоративног управљања.

могу правити разлике. Оне су првенствено условљене нужно различитим особинама личности која хоће и може да се упусти у самостално пословање у различитим политичким и привредним условима који су у Србији владали у ове три деценије. Време 1980-тих карактеристично је по видљивој привредној и политичкој кризи бивше СФРЈ са, за већину људи, још невидљивим њеним крајњим последицама. Време 1990-тих је време распада СФРЈ, рата и привредних и политичких санкција и изолације Србије. Време после 2000. године означено је сменом претходне социјалистичке власти и настојањем, барем декларативним, изградње тржишне привреде засноване на приватном власништву и правној држави, дакле транзицијом.

Упркос, на први поглед, веома јасно различитим политичким и економским приликама у Србији у поменуте три деценије, постоји једна веома важна заједничка особина сва три периода. Она је пресудно утицала на то да се сви власници у Србији, бар са становишта свог односа према корпоративном управљању, могу сврстати у једну категорију. У целом овом, сада већ три деценије дугом периоду у Србији влада велики степен неизвесности и то кад је реч о основним и уобичајено несумњивим питањима. То се односи и на то које су тачно њене границе, да ли се и на који начин могу спровести постојећа власничка и уговорна права (нпр. наплатити неспорно потраживање или добити грађевинска дозвола на власнички и урбанистички правно чистом земљишту, или када ће бити отпочет и завршен неки привредни спор). Дискрециона одлучивање, недоследност и пристрасност јавних установа је пре правило него изузетак. Корупција, иако нешто мања временом, као и ослањање на пријатељске везе често су једини ефикасни начини заштите и спровођења власничких права.

У таквим условима искуствено потврђено неповерење у правни систем и одговарајуће рационално понашање, власницима налаже да се против принципал-агент проблема боре тако што га неће ни стварати. Другим речима, они минимално, уколико уопште, преносе своја овлашћења у управљању, руковођењу и заступању на професионалне руководиоце. Уколико ипак одлуче да се повуку из првог плана, на одговарајућа места постављају потпуно зависне руководиоце и старају се да ову зависност временом увећају.

Иако су претходне карактеристике донекле опште за све осниваче друштава лица и друштава са ограниченим одговорношћу, оне су код

власника у Србији посебно истакнуте њиховим потпуним неповерењем у поштење и ефикасност државне управе и судског система. Следи и њихова незаинтересованост за разумевање и/или спровођење законских одредби, посебно кад је реч о начелним, системским решењима попут оних из Закона о привредним друштвима. Стога они поштовању овог, као и других сличних закона, приступају готово искључиво зарад испуњења законске форме због страха од прописане казне, уколико је њена вероватноћа значајна. Тако треба и тумачити налаз овогодишњег анкетног истраживања, да се годину и по дана по истеку законског рока (30. новембар 2008. године), 97% акционарских друштава или ускладило или је у поступку усклађивања оснивачког и других аката са Законом о привредним друштвима.

Власници верују да њихов успех пресудно зависи од њихове способности да непосредно контролишу све активности унутар предузећа и све спољне актере, углавном из државе, који могу имати важан утицај на постигање постављеног циља.

С друге стране, највећи број малих акционара у Србији стекао је овај статус кроз приватизацију друштвених предузећа, и то или бесплатно доделом или куповином по изузетно повлашћеним условима. О томе сведочи и податак да се само у 9% акционарских друштава садашњи и бивши запослени не јављају као акционари друштва. Додатно, и највећи део отворених акционарских друштава настало је као резултат приватизације, као резултат законске обавезе да се емисија акција у поступку приватизације сматра отвореном емисијом. Тако је и очекивано да је више од две трећине (68%) акционарских друштава из истраживаног узорка настало кроз приватизацију.

Ова околност умногоме типичном српском мањинском акционару одређује мотивацију, понашање и разумевање своје улоге.

Прво, он није и ретко је склон да постане инвеститор. Другим речима, он принос на акцију – дивиденду – не посматра као своје власничко право, нити (не)постојање или висина овог приноса има значајан утицај на његово одлучивање о задржавању/продажи акције. Он је најчешће истовремено и запослен у друштву чије акције има и њихово стицање доживљава као право из радног односа.

Друго, доделу акција у приватизацији сматра, често лошом и/или неправедном, надокнадом за губитак права која су током социјализма произлазила из радног односа. Поред осталог, ту је право на непосредно

управљање (само-управљање) и одлучивање о расподели добити коју посматра као природни део своје зараде из радног односа. Стога су, практично, све приватизације спроведене продајом предузећа стратешком инвеститору, од стране већине запослених, сада мањинских акционара, доживљене као непријатељско преузимање.

Треће, као и категорија власника, и мањински акционари гаје неповерење у правни систем, државу и њене представнике, те су готово потпуно незаинтересовани за проучавање својих законских права као акционара и њихово спровођење правним средствима. Стога је у Србији, поред проблема који се јављају код сваке колективне акције, незаинтересованост мањинских акционара последица и осећаја узалудности покушаја да се права остваре правним путем. Зато они у заштити својих права, која често и нису везана за њих као акционаре, много чешће прибегавају уобичајеним синдикалним методима.

Када се домаћи доминантни акционар/власник и мањински акционари-запослени нађу у једном привредном друштву, законом утврђена правила корпоративног управљања, и у случају да сви акти и писане процедуре постоје и да су у потпуности усклађени са Законом, представљају само препеке или средства које треба уклонити или употребити, у зависности од случаја, за постизање крајњег циља.

Кад је реч о корпоративном управљању, најчешћи крајњи циљ доминантног акционара у Србији, овај пут не само домаћег, јесте затварање друштва, односно његово претварање у друштво са ограниченом одговорношћу. Изузев три, сва остала отворена акционарска друштва у Србији нису показала ни намеру ни жељу да на тржишту капитала прибаве средства за своје финансирање. Додатно, у Србији се кретање цене акција на берзи не види као поуздана или битна информација о успешности пословања друштва. Дакле, ни финансијски ни репутациони разлози не наводе привредна друштва у Србији да буду отворена. Оно што огроман део њих задржава на берзи јесте скуп законских норми из Закона о приватизацији, Закона о привредним друштвима, Закона о преузимању и Закона о хартијама од вредности и другим финансијским инструментима.

У случају домаћег мањинског акционара овај циљ се најчешће своди на то да што скупље прода своју акцију, пре свега из потребе за готовином, и да, по могућству, сачува своје радно место уколико је у друштву и запослен.

У начелу, избор облика привредног друштва јесте израз слободног избора његових оснивача, изузев у веома ограниченој броју случајева. Стога док се сва отворена привредна друштва чији већински акционари то желе не затворе и преобразе у друштва са ограниченој одговорношћу и све док се не створи критичан број мањинских акционара који су инвеститори у пуном смислу те речи, правила корпоративног управљања у Србији ће, у суштини, више представљати правила борбе две сада постојеће групе акционара – већинског спољног власника и мањинских запослених – за остваривање својих коначних циљева, него што ће служити својој основној сврси.

Ово треба имати на уму приликом оцене ефеката које Закон о привредним друштвима може имати на српску корпоративну сцену. У највећем делу својих одредби овај Закон представља добар пример наставка изградње српског правног оквира на темељима већ постојећих правних и практичних правила уз уношење решења насталих решавањем проблема у тржиштима која су у предметној материји слична или зрелија. Другим речима, овај Закон, за разлику од многих „транзиционих“ српских привредних закона који често, на жалост, представљају скуп лоше преведених препорука страних саветника или закона земаља из којих долазе, представља плод знања, систематског рада и напора у тражењу најбољих решења.

Упркос томе, утицај његових решења на праксу корпоративног управљања у Србији ће, у највећем, моћи да се оцењује тек када се најважнији учесници корпоративног управљања, сами власници, приближе по својој мотивацији, а тиме и понашању уобичајеној теоријској дефиницији принципала. Не мање важан је и развој окружења у којем послују, за које је после бурних предратних, ратних и, коначно, транзиционих промена очекивати да уплива у мирније „еволутивне“ воде.

У овим, за Србију специфичним, особинама пословног окружења, треба тражити разлоге за нека неуобичајена решења из Закона о привредним друштвима, а посебно одредбе о начину утврђивања тржишне вредности акције (члан 445 Закона). Овим чланом се прописује начин утврђивања величине која је по својој дефиницији израз односа понуде и тражње, чиме њено утврђивање законом добија размере парадокса.

Ова одредба представља настојање да се мањински акционари заштите од несразмерног смањивања њиховог учешћа у капиталу друштва, прописивањем законске обавезе да емисиона цена акције мора бити

једнака њеној тржишној цени уз додатно прописивање начина на који се потоња израчунава. Она истовремено представља и најбољи доказ да је и законодавац био свестан коначног циља који већински акционари имају у отвореним акционарским друштвима насталим приватизацијом: дилутација мањинских акционара и минимизовање њиховог утицаја у пословима управљања друштвом и повећавање шанси за затварање. Јер, када би управа, или већински акционар, који стварно желе, односно имају интерес да друштво буде отворено акционарско друштво, желели да емитују нове акције свог друштва по цени која је мања од тржишне и тиме умање и прилив финансијских средстава за сопствено пословање и репутацију свог друштва?

Чињеница да ова одредба постоји у Закону о привредним друштвима говори да се и у уређивању ових питања законодавац одлучио да у борби између већинског акционара – власника и мањинског акционара – запосленог стави на страну овог другог. Слично је и у другим законима у овој области (пример је и Закон о преузимању). Без обзира да ли се разлоги томе могу бранити са идеолошких, демагошких или професионалних позиција, једина стварна последица оваквих одредби јесте отежавање затварања друштава чији власници немају интерес да их држе отвореним, односно да их котирају на берзи. То, међутим, не значи да ће се на овај начин затварање спречити (а поставља се и питање да ли је потребно да се спречи и да ли је то стварна намера законодавца). Затварање ће се највероватније и десити, али ће цена коју ће поднети већински акционари, а примити мањински бити већа у поређењу са оном која би се успоставила да ових препрека нема.

Неко би могао рећи да је то праведније. Чак и да је реч о праведности, онда се може говорити само о покушају државе да се накнадно исправе „неправде“ из прошлости. Оне су, међутим, настале самим начином на који је сама држава спроводила законе (и на жалост, умногоме, још увек спроводи). Стога је природан резултат транзиције, чак, може се рећи, њен сам циљ: прелазак власништва над „друштвеним“ капиталом од теоријски свих грађана у руке мањине власника, праћен потребом политичке елите да се оправда пред (бирачком) већином. Чини се стога да је ипак више реч о демагогији, него о правди, односно о неспремности политичке елите да јавно призна непопуларне, али природне последице транзиције.

Са чисто економског становишта прерасподела сама по себи, независно ко је добитник, а ко губитник, доводи до губитака у ефикасности

које, у крајњој инстанци, сносе сви, а највише обични грађани. Другим речима, што дуже трају покушаји да се економским актерима законом прописују њихови сопствени интереси, касније ће се и уз веће укупне трошкове успоставити јасна власничка права и на њима ефикасна тржишна привреда, као и у теорији уобичајен скуп питања који су предмет уређивања правила корпоративног управљања.

ПРЕДЛОЗИ ПРОМЕНА

Закон о привредним друштвима, како је већ речено, уређује сва питања која су према модерним схватањима корпоративног управљања битна за решавање проблема који могу настати у односима између власника и управе, као и она која се односе на заштиту мањинских акционара. Такође, овај закон представља редак добар пример развоја српског законодавног оквира усклађеног са променама и економске стварности у Србији и развојем одговарајуће регулативе у зрелијим тржиштима. Он преузима савремена решења и уводи нове правне институте али истовремено води рачуна да при њиховом претакању у правну норму кад год је то могуће користи одговарајуће постојеће појмове, већ познате и разумљиве како правној тако и пословној пракси у Србији.

С друге стране у Србији је огромна већина отворених акционарских друштава постала отворена не по избору њихових оснивача већ по сили Закона о приватизацији. У Србији су тренутно само три отворена акционарска друштва истовремено и котирана која су једина сама изабрала да имају јавну понуду својих акција. У свим осталима се, најчешће, поштовање и спровођење одредби ЗПД спроводи формално и без суштинске заинтересованости страна које учествују у корпоративном управљању. Колико и када ће се ова ситуација променити, зависи највише од спремности и жеље српских привредних друштава да своје пословање финансирају на берзи. Закон о привредним друштвима свакако не представља препреку да се на то одлуче, већ напротив пружа солидан правни оквир и углавном јасна правила.

Међутим, и сада, а посебно имајући у виду овакав могући развој догађаја у будућности неопходно је указати на неке недоследности и потребу побољшања одређених одредби ЗПД, као и других закона које би са њим било добро ускладити. Ове одредбе и правац њихових могућих

измена су већ детаљније образложене у делу који разматра отворена питања и могућа решења, те ће се овде само издвојити она која се чине најзначајнијим.

Кад је реч о *правима акционара* најважније би било следеће:

Усклађивање одредби ЗПД и ЗХОВ о начину и постапају додељивања овлашћења за засијујање акционара на скупшићини (пуномоћник или засијујник). На жалост у предлогу најновијих изменама ЗХОВ ово усклађивање није нашло своје место. Имајући у виду да се суштински ради о праву акционара које би требало да буде уређено у ЗПД, као и да је постојеће решење из ЗХОВ административно незграпно (намеће обавезу друштвима да сваком акционару достављају образац заступничке изјаве, независно од тога да ли они желе или не желе да имају заступника), било би најбоље да се у ЗХОВ уместо посебног дефинисања заступничке изјаве унесе одредба која би за уређивање овог питања упућивала на ЗПД.

Установљавање минималној учешћа у капиталу друштва као услов за увид у пословне књиге и изражење других обавештења о пословању друштва. Чини се да су се давањем права акционару да независно од величине свог учешћа захтева увид у пословне књиге и законом установљену (широку) листу докумената потценила могућност злоупотребе овог права или његово несврсисходно коришћење и трошкови који из тога могу произаћи за друштво. Истовремено су се и прецениле евентуалне користи које би и појединачни акционар и само друштво могло имати од његовог сврсисходног коришћења. Додатно, установљавањем најмањег власничког учешћа као услова за остваривање овог права, нпр. од 5%, створио би се подстицај за колективну акцију мањинских акционара који би удруженi имали већу шансу да остваре и друга права уколико се установи да су им угрожена.

У области уређивања *управних тела и њиховој састави* издвајају се следећа питања:

Дефиниција котираних отвореној акционарској друштвима. Иако се из ЗХОВ посредно може закључити да су котирана само она друштва која се налазе на берзанском тржишту, у постојећим приликама у Србији није јасно да ли и отворена акционарска друштва чијим се акцијама тргује на ванберзанском тржишту могу бити подведена под обавезе које ЗПД налаже котираним друштвима. Стога је за јасно препознавање обавеза акционарских друштава у ЗХОВ неопходно утврдити која се отворена акционарска друштва сматрају котираним. Сада овај појам који користи

ЗПД нема јасан пандан у ЗХОВ. Друга алтернатива је усклађивање терминологије у ЗПД са оном из ЗХОВ.

Број чланова који могу бити постављени у управни одбор кооптацијом. Садашње решење практично омогућава да се сви чланови управног одбора између две годишње скупштине замене кооптацијом. Имајући у виду да је једна од најзначајнијих улога скупштине акционара управо да бира и поставља чланове управног одбора, број чланова који се може поставити у управни одбор би требало изричito ограничити. По логици ствари, овај број би свакако морао бити мањи од половине чланова управног одбора.

Ограниченошћ мандата чланова управног одбора на једну дану. Иако намера законодавца да у транзиционим условима у Србији омогући лаку сменљивост управног одбора није спорна, изабрани начин чини се сувише крутим. Он има и лошу особину да скраћује временски хоризонт у оквиру којег сваки члан управе разматра опортуност одређених одлука. Ово се нарочито односи на неизвршне и независне чланове управног одбора чије се руководеће место сваке године излаже ризику (ре)избора. У ситуацији која је у Србији у којој доминирају друштва у којима један већински акционар има више од две трећине акција, оваква одредба ЗПД може имати сасвим супротан исход од намераваног. Стога би било добро на неки други начин спровести идеју лаке сменљивости управе. То би се, на пример, могло постићи установљавањем правила да мандат чланова управног одбора аутоматски престаје уколико скупштина не прихвати извештај управног одбора, не усвоји финансијске извештаје, и/или уколико друштво послује са губитком.

Обавезност постојања неизврших чланова управног одбора. Из већ раније образложених разлога суштинске разлике између члана извршног одбора који је у исто време и члан управног одбора и његовог неизвршног члана који је запослен у друштву практично не постоје. Поред тога, уколико се пође од претпоставке да би извршни одбор, као колективно тело, морао имати најмање три члана, следи да се отвореним акционарским друштвима намеће обавеза да имају најмање седам чланова управног одбора. Колико то заиста доприноси његовом утицају, промишљености одлука које доноси и квалитету корпоративног управљања у српским приликама заиста је под великим знаком питања. Могуће је да је кроз обавезност постојања неизврших чланова законодавац покушао да пружи шансу за чланство у управном одбору и оним запосленима у друштву који нису руководиоци, на пример представницима запослених

и/или синдиката, те тако омогући заступљеност интереса свих заинтересованих страна у друштву, а не само акционара. Чак и уколико би се ова намера сматрала оправданом, а постоје многи убедљиви разлози који говоре супротно, она се не може остварити на начин на који је ЗПД дефинисао неизвршне чланове. Стога се успостављање обавезности њиховог постојања у управном одбору чини излишним.

Дефиниција независног члана. Поред тога што се ни у привредама са зрелијим тржиштем капитала него у Србији где је оно тек у повоју, веза између постојања независних чланова у управном одбору и квалитета корпоративног управљања није показала убедљивом, у Србији је њихов допринос под посебно великим знаком питања. Два независна члана управног одбора и најмање пет чланова запослених у друштву од којих су три и чланови извршног одбора у ситуацији у којој постоји један контролни акционар са преко две трећине акција друштва, што је најчешћа ситуација у Србији, тешко да имају и мотивацију и практичне прилике да суштински утичу како на пословну политику, тако и на квалитет корпоративног управљања у друштву. Стога би било потребно размотрити да ли оваква обавеза уопште треба да се прописује. Уколико се, пак, пође од претпоставке да је, без обзира на претходно речено, потребно да и српски закон прати модерне трендове те обавеже отворена акционарска друштва да имају независне чланове управног одбора, чини се да се утврђивању услова које ови чланови морају да испуне у ЗПД поткрао крупан пропуст. Наиме, тешко да би се независним чланом управног одбора могло сматрати лице које је запослено или које је у другом уговорном односу са правним лицем које је већински акционар у друштву. Формално посматрано, међутим, ово лице би се уз испуњене сада наведене услове у ЗПД сматрало независним чланом. Стога би ради доследног спровођења идеје независног члана било неопходно и овај услов уврстити у ЗПД.

Обавештавање о одлуци управног одбора донетој без одржавања седнице. Очигледна је позитивна страна намере законодавца да омогући флексибилност у раду управног одбора омогућавањем правовањаности одлуке донете и без одржавања седнице. Чини се, међутим, да је пропуштајући да утврди рокове и начин обавештавања оних чланова управног одбора који нису учествовали у доношењу ове одлуке, пошао од недовољно реалистичне претпоставке о међусобној потпуној сарадњивости и отворености чланова управног одбора. Стога би било добро да се ова правила изричito утврде.

Кад је реч о начину на који ЗПД упућујући на ЗРР уређује питања унутрашњег надзора следеће питање јавља се као најбитније:

Посебни квалификациони услови које мора да испуњава ингерни ревизор или члан одбора ревизора. Опредељење ЗПД да за услове које мора испуњавати интерни ревизор упути на посебан закон и услови прописани ЗРР сведоче о веома уско схваћеној улози интерног ревизора, односно одбора ревизора. Наиме, захтев да интерни ревизор и чланови одбора ревизора имају уско стручне рачуноводствене квалификације улогу унутрашњег надзора своди готово искључиво на надзор над сачињавањем и садржајем финансијских извештаја, без обзира што сам ЗПД у надлежност ових лица ставља много ширу листу питања. Не спорећи велики, можда и највећи, значај финансијских извештаја за истинито сагледавање пословања друштва, одредбе ЗПД и ЗРР узете заједно, све остале особине и начин његовог пословања неоправдано стављају у други план. У основи, најважнија улога унутрашњег надзора требало би бити у успостављању и надгледању примене поступака у доношењу и спровођењу свих пословних одлука, као и извештавању о њиховим резултатима. Другим речима, у успостављању и надзору над поштовањем свих унутрашњих, а не само рачуноводствених, правила која обезбеђују законито и сврсисходно пословање друштва. Стога би из ЗПД требало избацити одредбу о условима прописаним посебним законом (ЗРР), јер практично своди улогу унутрашњег надзора на надзор над финансијским извештајима, иако је његов смисао много шири. Тиме се не би умањила способност ових лица да имају меродаван став и о финансијским извештајима будући да се и сада у ЗПД изричito даје право интерном ревизору или одбору ревизора да зарад што бољег спровођења својих дужности ангажују и спољне стручњаке за појединачне области. С друге стране, то би омогућило да постоји много шири круг лица различитих струка (економске, правне или из области природних и техничких наука) који би успешно могли да обављају ову важну улогу.

(Не)ваљаност начина на који пре свега ЗРР уређује улогу и положај ствољне (независне) ревизије финансијских извештаја већ је раније била детаљно образложена. Најважније препоруке су:

Јасно ћерминолошко разликовање унутрашњег надзора од ствољне ревизије. За брже успостављање и разумевање различитих улога које у пословању и корпоративном управљању у привредном друштву имају унутрашњи надзор, интерни ревизор или одбор ревизора, и спољна

ревизија било би неопходно да их ЗПД доследно и терминолошки разликује. Можда би било најбоље да се у том смислу ЗПД определи за коришћење придева унутрашњи или интерни кад год је реч о лицима која су интерни ревизор или чланови одбора ревизора. Начин на који се сада појам ревизор јавља у одредбама ЗПД захтева тумачење контекста да би се закључило о којем је ревизору реч.

Право скupštine da uverjuje ili bude obaveštena o visini naknade spoljnom revizoru. Суштинска препорука која се у овом домену може упутити ЗПД јесте да би било потребно установити или право скупштини да утврђује висину накнаде спољном ревизору или обавезу управног одбора да о висини накнаде ревизору извештава скупштину. Поред тога што би акционари друштва добили важну информацију, ово је и њихово логично право и надлежност будући да независни ревизори и проверавају истинитост финансијских извештаја које је припремила управа друштва у њихово име и за њихов рачун.

Услови за лица која имају право обављања ревизије. Не улазећи на овом месту у сва питања која се отварају због обима и начина спровођења овлашћења које је уређивању ове професије законом добила Комора овлашћених ревизора и Министарство финансија, овде је битно истаћи да би ЗРР требало ограничiti на прописивање услова за обављање ревизorskog посла на овлашћене ревизоре, односно на лица (правна и физичка) која обављају спољну ревизију, а не, као сада и унутрашњи надзор.

Обухват drugih dushava koja nema ZPP imaju obaveznu sprovođenja spoljne revizije. ЗРР би морао ускладити обавезнот спољне ревизије са ЗПД, односно укинути обавезу друштава која нису отворена акционарска друштва да имају спољну ревизију финансијских извештаја.

Obaveza podnošenja finansijskih izvestaja NBS. Основна логика на којој почива потреба састављања и, у случају отворених акционарских друштава и објављивања финансијских извештаја налаже да се обавеза друштава да финансијске и ревизorske извештаје достављају НБС укине. Оправдане потребе државе за статистичким подацима би се могле решити кроз Републички завод за статистику (РЗС) тако што би се, на пример, могла установити обавеза свих друштава да одређене податке потребне за обрачун БДП, или друге макроекономске показатеље достављају РЗС. Тиме би, између осталог, нестала потреба за разликовањем „одобрених“ и „усвојених“ финансијских извештаја која ни са становишта корпоративног управљања ни са становишта прикупљања статистичких

података ни са становишта обавештавања јавности нема никаквог смисла.

Кад је реч о *групим прописима* одредбе које су најочигледније у супротности са одредбама ЗПД, који у предметним питањима по дефиницији мора бити меродаван, те захтевају хитну измену издвајају се:

Право запослених да учествују у добити. Иако ово право предвиђа као могућност а не као обавезу, ову одредбу би из Закона о раду требало обрисати будући да је неспојива са логиком приватне привреде и у супротности са одредбама ЗПД као и МРС. Наиме, нико осим акционара нема право да учествује у расподели добити. То не значи да запослени не могу добити посебне бонусе који су резултат доброг пословања друштва, али они не могу имати третман расподеле добити, већ трошкова рада.

Дефиниција учешћа запослених у добити друштва као прихода од капитала. Ова одредба из Закона о порезу на доходак грађана би морала бити обрисана у првој следећој измени овог закона из очигледних разлога.

Утврђивање рока за подношење пореске пријаве за порез на добит у зависности од рока за подношење финансијских извештаја НБС. Закон о порезу на добит би требало да садржај пореских извештаја пропиши примерено потреби утврђивања пореске основице и јасно утврди разлике које се у том смислу јављају у односу на правила утврђена МРС за сачињавање финансијских извештаја. Рокове за подношење пореских извештаја би требало учинити независним од рокова који су утврђени за подношење финансијских извештаја, али водећи рачуна да буду усклађени са роковима који су прописани ЗПД кад год за то има потребе (може се, на пример, прописати да отворена акционарска друштва ревизорски извештај доставе и Пореској управи, али се рок за испуњење ове обавезе не може поставити независно од рока који је ЗПД одредио као крајњи за њихово усвајање).

Сопствене акције дефинисане Законом о приватизацији. Не улазећи у оправданост намере законодавца да прописивањем посебног третмана повећања капитала купца друштвеног капитала који се налази под уговорном обавезом да инвестира у субјекат приватизације, сопствене акције које према Закону о приватизацији тако настају требало би барем терминолошки одвојити од сопствених акција које дефинише и уређује ЗПД. Иако би се за проблеме неиспуњавања уговорних обавеза у поступку приватизације свакако могло наћи и боље решење, а најједноставије би било прописивање одговарајућих новчаних казни.

Обавеза друштва да емитује акције свим носиоцима права на бесплатне акције и новчане накнаде. Недавно утврђен начин да се реши питање акција које су у Приватизационом регистру, поред тога што га је немогуће спровести без повреде одредаба ЗПД, представља и својеврсно насиље над основним правилима тржишног пословања. Наиме, уколико на тржишту нема заинтересованих купаца да по најмањој цени која је утврђена у ЗБА купе ове акције, друштво у којем Приватизациони регистар има акције је обавезано да их емитује свим носиоцима права којих има око 5 милиона. Тако се не малом броју друштава стварају административни проблеми који не само што изазивају огромне трошкове него су и практично несавладиви – на пример налажење простора за сазивање скупштине овогиког броја акционара. Иако се, наравно, може рећи да се највероватније највећи број ових акционара не би ни одазвао позиву да присуствује скупштини, то не искључује обавезу друштва које жели да поштује одредбе ЗПД да им свима упути позиве. Јасно је да су користи које би сваки појединачни акционар могао имати од свог власништва над акцијом, која би у неким случајевима била и занемарљиво мале номиналне вредности, благо речено беззначајне. Поред тога, није занемарљива штета која се идеји акционарства и њеном развоју у Србији наноси оваквим непромишљеним решењем. Стога би ЗБА требало променити до краја ове године пре него што настану непотребне, а веома штетне последице.

Корупција и корпоративно управљање

УВОД

Сва досадашња истраживања феномена корупције у Србији указују на релативно висок степен њене распострањености, иако је извесно (према резултатима емпиријског истраживања које је у 2006. години спровео ЦЛДС)¹⁴⁰ да после 2001. године пада како интензитет, тако и распострањеност корупције у Србији. Поређења са другим земљама, без обзира на бројне методолошке проблеме везане за такав поступак, указују на постојање релативно високог степена распострањености корупције у Србији. Стога је релевантно истражити везу између корупције, с једне стране, и корпоративног управљања, с друге, како на теоријском плану, тако и у конкретном случају Србије као земље у транзицији, коју карактерише већ наведени ниво корупције, као и одређени, у осталим поглављима ове студије већ размотрени ниво проблема корпоративног управљања.

На теоријском плану може се идентификовати неколико веза корупције и проблема корпоративног управљања. При томе се увек може поставити питање смера узрочно-последичне везе: да ли проблеми корпоративног управљања утичу на повећање интензитета и распострањености корупције или корупција утиче на проблеме корпоративног управљања. Не постоји јединствен, односно општеважећи одговор на ово питање, већ се на њега мора тражити одговор одвојено, у сваком конкретном случају. Због тога је и потребно да се размотре конкретни случајеви везе проблема корпоративног управљања и корупције.

Пре свега, проблеми у области корпоративног управљања доводе до тзв. корупције приватног сектора, тј. до коруптивних трансакција у којима су обе стране (и коруптор и корумпирани) налазе у приватном сектору. Извесно је да без проблема у домену корпоративног управљања не би ни било корупције ове врсте, будући да приватни власници ресурса своје благостање максимизују на тржишту, максимизацијом профита који присвајају. Стога је ова врста корупције, далеко више него било која

¹⁴⁰ Корупција у Србији ћећи ћодина касније, ЦЛДС, 2006

друга врста (попут, на пример, изнуђивања), у великој мери повезана са проблемима корпоративног управљања, и то тако да проблеми, односно слабости корпоративног управљања доводе до корупције приватног сектора, а не обрнуто. Стога су у праву они који тврде да у случају корупције приватног сектора унапређење корпоративног управљања представља лек за корупцију – са решењем проблема корпоративног управљања решава се и проблем корупције приватног сектора.

Будући да је корупција приватног сектора најзначајнији облик корупције до кога доводе проблеми корпоративног управљања, њему треба посветити и највише пажње. Наиме, понуда корупције у овом случају долази од стране менаџера који руководе корпорацијом. Већ је напоменуто да проблеми корпоративног управљања произлазе из агенцијског проблема, кога појачава асиметрија информација. Циљеви менаџера разликују се од циљева власника предузећа, а асиметрија информација онемогућава власнике да их делотворно надгледају. Стога у условима снажног агенцијског проблема може да се дододи да у интересу менаџера буде да склопи уговор са трећом страном који није најповољнији по предузећа, па себи, на основу склапања тог уговора, обезбеди материјалну корист. На пример, генерални директор намерно склапа уговор о набавци одређених инпута, односно производа (добара или услуга) за потребе корпорације, а при томе бира оног добављача који није најповољнији у погледу цене (при датом квалитету), односно квалитета (при датој цени) производа. Тиме што купује скупљи, односно неквалитетнији производ, менаџер увећава трошкове предузећа, односно умањује његов профит, што значи да не ради у интересу власника капитала тог предузећа. У оваквој ситуацији, при снажно израженом агенцијском проблему, интерес власника и интерес менаџера противврече један другом. Насупрот томе, интерес менаџера је истоветан интересу трећег лица, његовог корупционог партнера, односно једино питање које се поставља јесте расподела корупционе ренте која се ствара оваквим послом.

На пример, уколико је корумпирани менаџер купио милион боца за паковање пива по цени која је 5 динара изнад тржишне, пивара је забележила увећање трошкова за 5 милиона динара, а толика је рента коју треба да поделе партнери у корупционом послу.¹⁴¹ Њихов спор може да настане само око поделе ренте, али и један и други имају подстицај

¹⁴¹ Ова калкулација износа ренте заснива се на претпоставци да произвођач који испоручује боце при њиховој прдаји по тржишној цени не присваја никакву ренту, већ само присваја нормалан профит, односно покрива опортунитетни трошак капитала.

да дође до таквог споразума, будући да ће његовом реализацијом присвојити макар некакву ренту. Другим речима, овај облик корупције је опасан по друштво, будући да обе коруптивне стране имају подстицај да сарађују, што чини да је споразум одржив, будући да и једној и другој страни доноси добит, односно ренту. Једини који губе у оваквом случају корупције јесу власници предузећа, тако да је унапређење корпоративног управљања кључни предуслов за елиминисање ове врсте корупције.

КОРУПЦИЈА И КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ У СРБИЈИ

Досадашња истраживања корупције у Србији нису показала да је ова врста корупције, корупција приватног сектора, интензивна, односно није се показало да је она знатно распострањена. Далеко се више пажње увек посвећује корупцији јавног сектора – у анкетама предузетници указују на то да се корупција јавља при јавним набавкама јавних предузећа, али се готово нико није жалио на корупцију у случају набавки корпорација које су у приватном власништву. Иако овај налаз није био предмет даљег детаљног истраживања заснованог на резултатима анкета којима су испитивани предузетници, извесно је да структура корпоративног власништва у Србији представља снажну брану корупцији у приватном сектору. Наиме, као што је показала анкета урађена за потребе ове студије (видети поглавље III), у чак 63% испитаних корпорација у Србији постоји већински власник, односно постоји концентрисана власничка структура, а објашњено је и порекло такве структуре власништва. Такође, анализа у претходним поглављима је показала да у Србији постоји тенденција укрупњавања власништва над капиталом предузећа, односно да постоји тенденција затварања отворених акционарских друштава, што значи да се појачавају подстицаји власнику, односно умањују проблеми „колективне акције“ власника на плану директне контроле управе предузећа, односно начина на који менаџери руководе предузећем. Очигледно је да власници капитала процењују да су индиректни методи контроле менаџера корпорација у Србији још увек прилично неефикасни, тако да се они опредељују за јачање директних метода, што се најбоље постиже укрупњавањем власништва и, на тај начин, превазилажењем агенцијског проблема. Другим речима, по свему судећи, низак ниво корупције приватног сектора представља посредан индикатор да агенцијски проблем, односно проблеми корпоративног управљања нису баш превише распострањени у Србији.

Корупција јавног сектора, без обзира да ли се ради о административној корупцији или о овладавању државом, нарочито она која се заснива на изнуђивању од стране државних службеника (када државни службеници траже мито да би радили свој посао и спроводили правила, односно када захтевају да их странка подмитила како би могла да реализује своја права), не зависи у значајној мери од проблема корпоративног управљања. Наиме, у случају изнуђивања интерес корпорације, односно њених власника, с једне стране, и менаџера којима је поверио управљање корпорацијом, јесте сличан, односно у знатној мери је истоветан. Исти такав механизам постоји и у случају корупције уз дослух, када се две стране у коруптивном послу споразумеју о томе да кршењем правила остварују обострану корист. Коначно, поклапање интереса власника и менаџера корпорације постоји и у случају овладавања државом, које, наводно, омогућава да се корупцијом овлада онима који формулишу правила, како би та правила била таква да одговарају одређеној корпорацији, односно бар грани у којој она послује.

За разлику од корупције приватног сектора, извесно је, као што већ напоменуто, да агенцијски проблем, односно проблеми корпоративног управљања, немају толиког утицаја на изнуђивање, које је типичан случај корупције јавног сектора. Наиме, у том случају интерес власника и интерес менаџера јесте истоветан – да плате тражени износ мита. Интерес власника јесте да предузеће нормално послује и да остварује профит, па је стога спреман да, на пример, иако је испунио све потребне услове, плати одређени износ за добијање урбанистичке дозволе, све док је тај износ мањи од трошкова, односно од губитка који би произашао из одуговлачења изградње објекта за који је потребна та дозвола. Интерес менаџера јесте да покаже власнику да успешно може да реши све „изазове” са којима се у Србији сусреће онај који је кренуо у изградњу грађевинског објекта, па макар то учинио и корумпирањем државног службеника. Све до овог момента интерес власника и менаџера је истоветан. Проблем са становишта корпоративног управљања може да настане када се постави питање износа мита који треба да се плати. Интерес власника је да се плати најмањи могући износ мита, односно да се све што треба „прогура” уз што мање трошкове. Сходно томе, у интересу власника је да менаџер покуша да уговори што мањи износ мита. Насупрот томе, менаџер нема никакав интерес да уговори нижи износ мита – он тиме ништа не добија. Напротив, менаџер има подстицај да власнику пријави виши износ мита него што он то заиста јесте (износ који тражи државни

службеник), односно да одређени део мита који је корпорација одвојила за „решавање” проблема задржи за себе. Вероватноћа оваквог одвијања ствари расте у условима у којима долази до пада распострањености и интензитета изнуђивања, а управо се то последњих пет година дешавало у Србији. У таквим условима, менаџер на основу „застарелих” информација може да крије стварне износе, па чак и да крије да више уопште нема изнуђивања, већ да увећава трошкове корпорације за „подмазивање зупчаника пословања”; а да при томе зупчаници уопште не треба да се подмазују, већ менаџер те износе издваја за себе.

У овом случају административне корупције, извесно је да поред једног смера узрочно-последичне везе (од проблема корпоративног управљања ка корупцији), делује и други: што је више корупције, то је слабије корпоративно управљање. Управо тако, уколико је изнуђивање као облик корупције широко распострањено, а целокупан посао подмићивања је, сасвим природно, у рукама менаџера, појачава се асиметрија информација између њих и власника предузећа. Будући да је корупција, по природи ствари, скривена делатност, власници предузећа немају информација о скривеним трансакцијама које у њихово име обављају менаџери предузећа. Општа информација о високој распострањености корупције представља веома добро „покриће” менаџера да буду укључени у наводне корупционе послове, односно да увећавају асиметрију информација, па тиме појачавају проблем корпоративног управљања. Стога, у овом случају, обарање нивоа корупције, односно елиминација изнуђивања у једној земљи, доводи до побољшања прилика на плану корпоративног управљања, наравно, при неизмењеном деловању свих осталих, веома често далеко битнијих фактора корпоративног управљања. Другим речима, извесно је да постоји дејство корупције на проблеме корпоративног управљања.

Истраживања ЦЛДС-а су показала да је у последњих неколико година дошло до поприличног умањења распострањености изнуђивања као облика корупције, нарочито у неким областима државне управе, попут Управе царина. Стога је данас прилично мала асиметрија информација између власника и менаџера у погледу изнуђивања у тој области. Показало се, међутим, да се стање у погледу административне корупције, односно изнуђивања није много променило у неким другим областима, нарочито онима везаним за градско земљиште и изградњу објеката. Штавише, будући да је спровођење урбанистичке регулативе у надлежности локалних власти, извесно је да у том погледу постоје и

знатне разлике унутар саме Србије, па тиме и дејство корупције на корпоративно управљање.

Међутим, може да се дододи да је умањење, односно елиминисање изнуђивања било праћено интензивирањем другог облика корупције државног сектора, односно другог вида административне корупције, а то је корупција уз дослух – оног вида корупције у коме постоји добровољност корупционог споразума. И овде се, међутим, јавља одређено поклапање интереса власника и менаџера корпорација. Уколико корпорација на основу реализованог корупционог споразума умањи своје трошкове или увећа приходе, увећава се износ профита који може да присвоји. Управо постојање таквог поклапања интереса омогућава опстајање ове врсте корупције и мало је вероватно да ће унапређење корпоративног управљања имати значајног ефекта на умањење ове врсте корупције. Проблеми асиметрије информација могу, као и у случају изнуђивања, да настану при специфицирању стварног износа мита који је потребно платити, али квалитет корпоративног управљања једноставно нема дејства на ову врсту корупције. То посредно доказује и чињеница да су при разбијању мреже корупционашких послова унутар Управе царина у Србији у јесен 2006. године, чији су главни послови били засновани на корупцији уз дослух, сви коруптори била предузећа у статусу друштва са ограниченим одговорношћу и то са само једним власником, који и сам управља тим предузећем. Дакле, коруптори су била предузећа у којима не постоји проблем корпоративног управљања.

Проблем корпоративног управљања не представља значајан фактор корупције као метода овладавања државом, будући да и у овом случају постоји сагласност интереса власника предузећа и менаџера. И једни и други имају интерес да се правила по којима се послује прилагоде потребама њиховог предузећа, односно гране у којој то предузеће послује. Увећана царинска заштита, на пример, доводи до увећања укупног прихода предузећа (услед повећања равнотежне цене на домаћем тржишту), чиме се ствара простор за симултано повећање и плата менаџера и профита власника. Иако су информације о овом виду корупције веома штуре, није тешко замислiti ситуацију у којој се као коруптор не појављује менаџер предузећа, већ његов власник.

Посебна врста корупције која је везана за проблеме корпоративног управљања односи се на успостављање, односно промене власничке структуре, пре свега у фази преузимања предузећа, односно услугу које акције у државном власништву имају у том процесу. Наиме, у Србији

су били на делу различити модели приватизације, а примена модела приватизације из 1997. године довела је до тога да је у многим случајевима власништво над капиталом предузећа било, с једне стране, дисперзовано на велики број запослених (бивших и садашњих) тог предузећа, а с друге стране, знатан део капитала предузећа био је алоциран на државу, чије је акције поседовао Акцијски фонд. Оваква власничка структура, једноставно, није била стабилна, односно није била одржива. Постојећи мањински акционари имали су снажне подстицаје да се ослободе акција које су добили бесплатно, а државна политика на плану продаје акција из државног портфеља који је Фонд поседовао није била јасна и доследна. Штавише, правила о преузимању, као и друга правила о трговини хартијама од вредности пре усвајања нових закона 2006. године, нису била потпуно прецизна, а била су и наклоњена онима који преузимају предузеће, уз релативно малу заштиту постојећих (малих) акционара. Све то је отварало могућности за злоупотребе у процесу преузимања и консолидације корпорација у форми корупције. Наиме, корумпирањем званичника државних органа који су доносили одлуке на том плану, или коруптивним прибављањем информација које не треба да буду јавно доступне, потенцијални коруптори могли су да остваре уносне профите у процесу преузимања предузећа приватизованих пре 2001. године, тиме што су износи по акцији били плаћени ниже него што је то могло да буде. Иако не постоје докази да се то заиста и догађало, велике афере везане за приватизацију углавном су везане за случајеве преузимања компанија које су приватизоване према поступку који је важио пре 2001. године, попут случаја „Књаз Милош”, случаја „Витал” итд.

Генерално гледано, у Србији још није шире распрострањена филозофија повиновања закону код власника и менаџера, као код многих великих корпорација у развијеним земљама. Вероватно је да разлика у степену повиновања не лежи толико у различitim моралним карактеристикама једних и других, већ у амбијенту у коме се пословање одвија: у Србији је репутација менаџмента и фирме знатно мање важна него у развијеним земљама, као што је и владавина права и снага институција (и оних истражних и судских) знатно слабија. Једноставно, у Србији је јефтиније кршити законе, па и оне антикорупцијске. Овоме делимично доприноси мања транспарентност пословања и одлучивања, што олакшава одлуку да се приступи корупцији.

Слично томе, у Србији постоје прописи о спречавању прања новца који су на нивоу европских у делу о прикупљању података о сумњивим

трансакцијама, али се анализа и евентуална истрага на основу тих података практично не врши. Слабости у борби против прања новца свакако олакшавају, чак омогућавају корупцију у корпоративном сектору.

ПОТРЕБНЕ ПРОМЕНЕ

Како би се умањила свака могућност за корупцију у процесу преузимања, односно у процесу консолидације корпоративног управљања, али не само из тог разлога, потребно је да се држава што пре лиши својих акција, односно свог власништва над капиталом предузећа која су приватизована. Убрзана и транспарентна продаја ових акција омогућиће не само уклањање подстицаја за корупцију, него и увећавање доминације већинских власника предузећа у његовом власништву, па и могуће затварање неких од тих предузећа, тј. њихово претварање из отворених акционарских друштава у друштва са ограниченим одговорношћу, што доводи до побољшања корпоративног управљања. Нажалост, у самој Влади Србије, односно у појединим министарствима, појављују се идеје да се акције које се налазе у портфељу Акцијског фонда укључе у портфељ акција који ће се бесплатно поделити грађанима Србије. Будући да је за бесплатну поделу акција регистровано око 5 милиона грађана, овакав поступак би, независно од корупције, погоршао стање у погледу корпоративног управљања. Не само да би се повећала дисперзија власништва над корпорацијама, већ би се и отежало затварање корпорација, односно њихова трансформација из отвореног акционарског друштва у оне облике привредних друштава која имају предиспозиције за боље корпоративно управљање (затворена акционарска друштва и друштва са ограниченим одговорношћу). Наиме, Закон о преузимању предвиђа могућност принудне продаје акција уколико је један од акционара преузео најмање 95% акција, чиме се стварају услови за истискивање малих акционара, односно за затварање таквог привредног друштва и његово повлачење са берзе. Укључивањем акција у власништву државе које се налазе у Акцијском фонду велики број компанија би се удаљио од ове границе, чиме би се отежао процес унапређења корпоративног управљања у Србији.

У том смислу, треба што пре приватизовати, односно продати акције које су још увек у државном власништву, а држава треба да обзнати своје намере на том плану најширој јавности, како би сви заинтересовани

играчи били информисани. Постојеће законодавство о преузимању омогућава да се цео поступак уради на транспарентан начин и да се оствари укрупњавање власништва. Тиме ће се, не само створити погоднија власничка структура са становишта корпоративног управљања, него ће и сва будућа преузимања свести на трансакције између приватног сектора, чиме се умањује вероватноћа појаве корупције.

Као што је већ наведено, извесно је да умањење нивоа интензитета и рас прострањености корупције државног сектора ствара предуслове за побољшање корпоративног управљања, али то није нешто што ће у том погледу имати пресудну важност. Ипак, поставља се питање који су то основни елементи борбе против корупције у Србији, односно који то елементи треба да буду. Четири елемента су од кључне важности.

Извор корупције су увек ренте које добија онај који корумпира. Усвајањем оних државних политика којима се елиминишу ренте, елиминишу се мотиви коруптора – нико нема подстицај да корумпира уколико за то не добије награду у форми ренте. А анализа настајања ренти у Србији или било којој другој земљи, јасно је показала – што мање државне интервенције, то мање корупције. Сходно наведеном, либерализација и дегрегулација представљају делотворни одговор на корупцију која ствара високе ренте за корупторе, односно први елемент борбе против корупције у Србији, иако либерализација и дегрегулација немају утицаја на корупцију приватног сектора. У Србији је после 2000. године доста урађено на плану либерализације (цена, спољне трговине, девизног тржишта, тржишта капитала итд.) и дегрегулације (исто тако спољна трговина, регистрација предузећа итд.), али остаје још много да се уради. Даља спољнотрговинска либерализација везана је за ратификацију и имплементацију Споразума о стабилизацији и придрживању (ССП), којим се успоставља зона слободне трговине између Србије и њених главних спољнотрговинских партнера у Европској унији.

Следећи битан елемент борбе против корупције јесте реформа јавног сектора. Та реформа се односи на суштинску промену понашања, односно делања државних службеника, што укључује њихову потпуно другојачију селекцију, обуку, смањење њиховог броја, и оснаправљавање за ефикасно обављање послана, дефинисање и примену стриктних етичких стандарда (кодекс понашања), као и увећање плате државних службеника. Последња ставка овог елемента борбе против корупције понекад може да буде контроверзна. Док јавност сматра да су предложене плате исувише високе, односно да је њихово повећање исувише велико,

државни службеници сматрају да су њихове плате исувише ниске. Да ли се ова контроверза може разрешити? Једини начин да се то реши јесте да се сваком појединцу плата у државној служби одреди тако да буде нешто изнад плате коју би добио у приватном сектору (на тржишту радне снаге), али и да се успостави ефикасан надзор рада државних службеника, као би сви они укључени у корупцију остали без посла, односно, на тај начин, без тако одређене плате. На тај начин плата, односно могућност останка без ње, постаје подстицај државним службеницима да ефикасно и непристрасно раде свој посао.

Стварање предуслова за успостављање владавине права представља следећи битан елемент борбе против корупције. Ефекти пуне владавине права су двојаки. С једне стране, ефикасно дељење правде елиминише потребу да се корумпирају правосудни званичници. С друге стране, ефикасно правосуђе омогућава правно процесирање случајева корупције, па је стога једино уз такво правосуђе могућа делотворна казнена политика према кривичном делу корупције. Србија још увек знатно заостаје на том плану, односно реформама које треба да доведе до успостављања владавине права. Поред тога, Србија је у последњих неколико година лутала тражећи оптимални институционални аранжман за борбу против корупције. Стварана су специјализована тела и *ad hoc* тимови за тај посао, формиран је и Савет за борбу против корупције који, према многим налазима, није испунио своју функцију, да би тек недавно ствари почеле да се враћају тамо где им је и место: у редовне институције, односно надлежне државне органе: полицију, тужилаштво итд. До краја ове године може се очекивати усвајање одговарајућих закона који ће омогућити формирање Агенције за борбу против корупције која ће се, пре свега, бавити политичком корупцијом, оном која може да представља проблем редовним институцијама, које могу да буду под утицајем извршне или законодавне власти, оним деловима власти у којима се јавља политичка корупција.

Коначно, један од елемената стратегије борбе против корупције у Србији треба да буде строга казнена политика, односно њена стриктна, доследна и ефикасна примена. Високе казне, односно драстичне кривичноправне санкције, као и висока вероватноћа откривања починилаца кривичног дела корупције и правоснажне пресуде за то кривично дело, представљају снажан фактор одвраћања, односно генералне превенције овог кривичног дела. Овај елемент стратегије борбе против корупције неминовно је везан за претходни – успостављање владавине

права. Наиме, казнена политика може да буде веома строга, запрећене казне могу да буду веома високе, али без њихове примене, односно уз ниску вероватноћу правноснажне пресуде, оне не стварају генералну превенцију. Први случајеви правоснажних пресуда високим државним званичницима забележени током 2007. године, попут једног судије Врховног суда, показују да је у Србији порасла вероватноћа да ће бити казњени они који су се упустили у корупцију, без обзира колико се високо налазе. Велики број откривених корупционих мрежа у протекле две године, везаних за различите области државне управе (Управа царина, Трговински суд, наплата путарине итд), такође показује да је време у коме се мирно могло уживавати у корупционим приходима у Србији отишло у историју. А та информација представља подстицај људима да се не упуштају у корупцију.

Веза проблема корпоративног управљања и корупције је прилично снажна у случају корупције приватног сектора, чији се извори могу сагледати управо у слабом корпоративном управљању. У случају корупције јавног сектора, веза између корупције и корпоративног управљања није изражена. Стога се може и објаснити стање у Србији у којој, с једне стране, постоји прилично висока распрострањеност корупције јавног сектора, а с друге, релативно повољне власничке структуре са становишта корпоративног управљања.

Закључне напомене

УВОД

За пет година, колико је прошло од претходне студије ЦЛДС-а о корпоративном управљању у Србији,¹⁴² ствари су се битно промениле. Те 2003. године још је увек доминирала социјалистичка друштвена својина, са свим својим дефектима. Корпоративно управљање било је једна од највећих слабости српске економије: неквалификовани менаџмент је најчешће одговарао или држави и владајућој страници или запосленима или никоме до себи самима, а приватно власништво се тек помањало са почецима приватизације. Последице на успех фирме и одговорност пре-ма друштву биле су крајње негативне.

Та прва студија ЦЛДС-а констатовала је врло лоше стање, мада то никоме није била новост, али и указала на пут којим треба поћи. Промовисала је принципе корпоративног управљања ОЕЦД-а и заложила се за шире реформе целокупног амбијента – од борбе за владавину права и јачање свих институција (посебно судства), преко битних промена компанијског и финансијског законодавства до измена регулације у многим областима економског живота (својине, рачуноводства и ревизије, конкуренције, антикорупцијске борбе итд.). Чак, три члана тима ЦЛДС-а који је написао поменуту студију имала су прилику да примене своје идеје у радној групи која је припремила нацрт новог Закона о привредним друштвима током 2003-2004. године.

ПРОМЕНЕ ТОКОМ ПЕРИОДА 2003-2008. ГОДИНА

У протеклих пет година, како смо видели у претходним поглављима, промењено је пуно тога што утиче на корпоративно управљање.

Прво, приватизован је највећи део тзв. друштвеног капитала у комерцијалном сектору привреде, заједно са финансијским и банкарским сектором. Остао је неприватизован претежан део државног сектора у инфраструктури, телекомуникацијама, енергетици и сличном. Многа већа предузећа преузео је страни капитал. Приватизација је свакако

¹⁴² Унайређење корпоративног управљања, ЦЛДС, 2003.

донела суштинске промене у корпоративном управљању, пошто је приватни власник заменио друштвеног/социјалистичког и донео далеко здравије комерцијалне мотиве.

Друго, приватизација је углавном изведена продајом 70-процентног пакета акција једном инвеститору, што је определило својинску структуру и тип управљања, а у корист већинског власника који има и могућности и интереса да чврсто контролише менаџмент фирме. На тај начин се, као доминантан, појавио проблем принципал-принципал, тј. проблем како заштитити мањинског власника од експропријације, уместо класичног принципал-агент проблема.

Треће, приватизација предузећа је аутоматски значила њихово претварање у отворено акционарско друштво, што је значило да и мале фирме (на пример, локално фризерско предузеће) узимају тај облик. Ово је, свакако, било необично и неодрживо на дужи рок.

Четврто, у постприватизационом периоду дошло је до даље концентрације власништва у Србији: како због недовољно добре заштите малих акционара, тако и због и тежње контролних власника да увећају свој пакет и жеље многих запослених да се реше својих акција, будући да по својој природи нису инвеститори.

Пето, у ових пет година дошло је до битних законских иновација, које су у великој мери промениле карактер корпоративног управљања у Србији. У 2004. години донет је нови Закон о привредним друштвима, који је на далеко бољи начин него ранији уредио сва питања компанијског права, а међу њима и корпоративно управљање. Он је концептиран тако да буде у складу са ОЕЦД принципима корпоративног управљања и директивама Европске уније. Током 2006. године усвојени су и нови закони из финансијске области (о тржишту хартија од вредности, о преузимању, о инвестиционим фондовима) који су углавном унапредили тржиште капитала и финансијску област генерално.

Шесто, учињен је и покушај са добровољним кодексима корпоративног управљања, а у организацији Привредне коморе Србије (2006). Њима је требало, по угледу на западне земље, допунити законодавство добровољном саморегулацијом, а у интересу инвеститора. Овај покушај, бар за сада, није донео жељене резултате.

Седмо, основни разлог не само слабог старта добровољних кодекса, већ, још важније, недовољне транспарентности рада и недовољног, чак и са законског становишта, објављивања информација од стране

акционарских друштава налази се у стању корпоративне структуре. Намиме, многе фирме имају акционарску форму не по сопственом избору, већ по законској присили (из приватизације), тако да оне на тржишту капитала не прикупљају нови капитал већ се трагује њиховом својином првенствено ради промене статусног облика – од отвореног акционарског друштва у друштво са ограниченим одговорношћу, ради поједностављења и појефтињења функционисања релативно малих фирм. А када се на тржишту не прикупља нови капитал тада не постоји најважнији мотив за исправно понашање и максималну транспарентност како би се увећао репутациони рејтинг.

Корпоративно управљање у Србији се, значи, у овом тренутку налази у транзиционој фази у којој се врши делимична нормализација власничке и статусне структуре. Акције прелазе из руку запослених у руке инвеститора, а власници многих акционарских друштава желе да промене њихов статус и претворе их у друштва са ограниченим одговорношћу. Ове околности свакако утичу на карактер, па и слабости корпоративног управљања у Србији. Остале су везане за институционалне слабости, извесну незрелост акционарства, намерне злоупотребе од стране контролних власника и слично.

ДАЉЕ УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Готово да нема сумње да би циљ корпоративног управљања требало да буде максимизација дугорочне вредности акција унапређењем процеса одлучивања и перформанси акционарских друштава кроз добро структурисање односа између инвеститора, менаџмента и других учесника (кредитора, муштерија, запослених). То подразумева стварање таквих правила и подстицаја који најбоље служе интересима фирме, док истовремено респектују све обавезе према осталим учесницима.

Поменута нормализација власничке и статусне структуре нужна је претпоставка даљег унапређења корпоративног управљања у Србији. Јер, дефинитиван прелаз акција из руку запослених у руке инвеститора окончаће конфликте између групе запослених који су истовремено и акционари и контролног власника, односно менаџмента о стварима које немају непосредне везе са пословањем, него се односе на висину плате, сигурност радних места и слично, што све спада у синдикална питања.

Затим, прелазак акционарских друштава, посебно оних мањих, у статус друштава са ограниченим одговорношћу поједноставиће управљачку структуру приближавањем власника оперативном управљању и, самим тим, битно сузити подручје проблема корпоративног управљања.

По окончаној нормализацији, порашће улога и тржишта капитала и банака као извора новог капитала, а тиме и важност угледа кога уживају акционарска друштва код оних на чији се капитал рачуна. Прво, многа од преосталих акционарских друштава потражиће додатни капитал, али ће се, друго, појављивати нова акционарска друштва, било *ab ovo*, било отварањем перспективних друштава са ограниченим одговорношћу. Самим тим, рашће важност корпоративног управљања, које је, свакако, битан, ако не и одлучујући чинилац висине инвестиционог, односно кредитног рејтинга.

Овим смо, у ствари, поменули први и у зрелим економијама основни мотив унапређења корпоративног управљања – сопствени интерес. То, дакле, није законска обавеза, није ни питање пословног морала, већ питање добrog схватања интереса фирме и акционара. Добро уређено корпоративно управљање битно доприноси поправљању перформанси фирмe и њеном угледу у спољном свету.

Највећи напредак могућ је трудом самих акционарских друштава. Док је српско корпоративно управљање свакако на пристојном нивоу у предузећима која су у власништву страних реномираних фирм, дотле сигурно доста простора за напредак постоји у фирмама у домаћем власништву. Многи чланови руководства фирмe, како показују резултати анкете спроведене за ову студију, али и анегдотска евиденција, немају довољно или немају уопште знања о корпоративном управљању и његовим проблемима. Самим тим ни систем актуелног управљања у фирмама не може бити добро уређен, без обзира на степен повиновања законима који то регулишу.

Додатни подстицај исправном схватању власничких интереса може дати окружење, како приватно, тако и државно.

Унутар приватног сектора могуће је покренути различите програме, као што су:

- активирање добровољних кодекса корпоративног управљања, који су се добро показали у неким земљама; могу се ревитализовати постојећи, начињени у Привредној комори, а могу се направити нови кроз стварну сарадњу акционарских друштава; овде би врло

моћна могла да буде одредба ‘повинуј се или објасни’, по којој је одступање од правила прописаних кодексом сасвим могуће као израз добровољности и аутономног права фирме, али да је то одступање потребно онда образложити,

- установљавање рејтинг система за мерење квалитета корпоративног управљања, којим би се покушао мерити ниво корпоративног управљања у појединим фирмама; тај рејтинг би могао бити доста утицајан у пословном свету, код рејтинг агенција и међу инвеститорима,
- едукација власника и менаџера о корпоративном управљању, где би се добре технологије и пракса приближили онима који би их могли спроводити у животу,
- јавно заступање и промовисање потребе унапређења корпоративног управљања и добрих начина да се то изведе и слично.

Први правац активности државе свакако је законодавни. Током последњих пет година промењено је законодавство које фундаментално регулише корпоративно управљање – донети су нови закони о привредним друштвима, тржишту хартија од вредности, преузимању и тако даље. Они су углавном донели напредак према ранијој законској регулативи, али нису савршени и могуће је даље унапредити систем корпоративног управљања, па је у претходним поглављима ове студије учињен напор да се сугеришу потребна законска побољшања не само у поменутим законима, већ и у другима који са корпоративним управљањем имају непосредне везе.

Закон о привредним друштвима је прихватљиве концепције, мада би се могла понудити алтернативна, више ослоњена на англосаксонске принципе. Наша је оријентација овог пута била на допринос практичним питањима, те су међу предлогима за унапређење овог закона доминирала оперативна решења која би требало да уклоне неке пропусте и непрецизности које су се показале у примени закона за ове четири године. Једино „концепцијско“ питање је састав управног одбора, где смо сугерисали његово потпуно персонално одвајање од извршног одбора, што би више приличило основној филозофији закона. Важнима сматрамо и предлоге који се односе на међусобно усклађивање овог и других закона (о рачуноводству и ревизији, о тржишту хартија од вредности и слично).

Важније измене су сугерисане код финансијских закона. Закон о тржишту хартија од вредности би требало кориговати најмање у два важна сегмента: први је рашчишћавање са неквалитетним власничким хартијама из приватизације, а други боље уређење Комисије за хартије од вредности. Предлажемо и усвајање новог Закона о преузимању, будући да садашњи не задовољава.

Други правац активности јавног сектора морао би бити знатно појачање обезбеђења спровођења закона (судство) и других правила (Београдске берзе и осталих регулаторних агенција). Као што је већ било речи, на овом подручју се бележе можда највеће слабости у Србији, које угрожавају функционисање закона и приватних правила и институција и ометају да систем корпоративног управљања постигне максимум. На пример, законом је одавно забрањена злоупотреба инсајдерских информација, али до сада нико није кажњен по овом основу, а опште је познато да су велики капитали направљени баш коришћењем инсајдерских информација. Такви и слични случајеви дају јасан подстицај схватању да се „злочин исплати”, односно демотивишу законито и друштвено корисно понашање, већ актере усмеравају на криви пут сналажења на сваки начин, укључујући и прекршаје закона и свих других правила.

Ми овде нећемо улазити у питање како обезбедити ефикасније судство, али ћемо подсетити да је проблем недовољно добrog судства одавно уочен, да је на државном нивоу 2004. године формално усвојена стратегија свеобухватних реформи правосуђа, али и да касније практично ништа није учињено на њеној реализацији.

У овој студији нагласак код препорука је на законодавним изменама, иако се основни проблеми углавном не налазе ту, већ код спровођења закона и у самим фирмама. Ипак, одабрали смо законодавни правац препорука јер верујемо да је ту лакше могуће учинити знатан напредак у кратком року него на другим поменутим и непоменутим подручјима.

