

OBAVEZE IZVJEŠTAVANJA U FUNKCIJI ZAŠTITE PRAVA NEKONTROLNIH AKCIONARA

Miloš Grujić¹, Boris Srdić¹, Zdravko Zečević², Gordana Drobnjak²

¹Društvo za upravljanje Penzijskim rezervnim fondom Republike Srpske a.d. Banja Luka, Bana Milosavljevića 8, 78 000 Banja Luka, Bosna i Hercegovina

²Društvo za upravljanje Evropskom dobrovoljnim penzijskim fondom a.d. Banja Luka, Kralja Petra I Karađorđevića 109/III, 78 000 Banja Luka

milos.grujic@pref.rs.ba

SAŽETAK

Kod listiranih privrednih društava na Banjalučkoj berzi je primjetno da se veliki broj ne pridržava svojih zakonom propisanih obaveza koje se donose na pravovremeno objavljivanje informacija o poslovnim aktivnostima. S tim u vezi, problem istraživanja je nepovoljan položaj manjinskih akcionara u pogledu obavještenosti o poslovnim aktivnostima i rezultatima poslovanja emitenata koji su listirani na tržištu kapitala. Cilj rada je da se kroz predstavljanje zakonom propisanih obaveza izvještavanja, kao i uloge drugih institucija, organa i subjekata u ovoj problematici, iznese kritički osvrt na opravdanost pojedinih važećih normi i sankcija koje postoje za nepridržavanje istih, te predlože djelotvornije mjere za očuvanje prava nekontrolnih akcionara i zaštitu interesa svih zainteresovanih strana („stakeholder-a“). Takođe, ukazaće se i na moguće pravne i ekonomske posljedice povrede prava akcionara. Metod istraživanja je prvobitno metod indukcije, pri pregledu aktuelne zakonske regulative, od pojedinačnih normi ka opštim. Zaključak istraživanja je da bi novčana kazna za ovlaštena lica koja imaju predmetnu dužnost u društvu ili zabrana prava glasa nad akcijama kontrolnim akcionarima bile djelotvornije za poštovanje zakonom propisanih obaveza objavljivanja informacija i izvještavanja, a u interesu svih zainteresovanih strana, posebno manjinskih akcionara. Kao najvažniji rezultat predloženih mjera se ističe mogućnost postizanja pravovremenosti izvještavanja, kako bi investitori (akcionari), a i svi ostali zainteresovani, na vrijeme dobili informacije koje mogu uticati na proces donošenja investicionih odluka, te bi bile izbjegnute i negativne pojave poput informacione asimetrije i agencijskog problema. Ta „pravovremena transparentnost“ je temelj uspostavljanja punog povjerenja koje treba rezultovati svim sinergičnim pozitivnim efektima koje donosi tržište kapitala.

Ključne riječi: akcionari, akcionarska društva, prava akcionara.

UVOD

Sve veća globalizacija te rast i razvoj tržišta kapitala uzrokuju događaje koji utiču na promjene, kako među učesnicima na tržištu kapitala tako i među vlasnicima listiranih akcionarskih društava. Između ostalog, ove promjene se odražavaju u vlasničkoj strukturi, unutar poslovnih subjekata ali i u samoj promjeni vlasničke strukture listiranog društva. Ove promjene posredno dovode do podjele članova na dvije osnovne grupe: većinske i manjinske akcionare. Najčešće, ova podjela se odražava tako što većinski akcionar ili više lica koja zajedno djeluju, kontrolišu većinski paket akcija ili do njega dolaze u određenom periodu u toku poslovanja listiranog društva. Ukрупnjavanje vlasništva daje određene prednosti u odnosu na druge akcionare, što se najčešće odražava ne samo kroz imovinska već i upravljačka prava.

Akcionari su, pri ostvarivanju upravljačkih prava, dužni postupati u interesu društva. Naime, pristupanjem društvu – zajednici lica, nastaloj na privatnopravnoj osnovi, radi ostvarenja zajedničkog cilja, akcionari se obavezuju da će učestvovati u ostvarivanju cilja društva – što je ujedno zajednički cilj svih akcionara, aktivno ili pasivno. Aktivno učestvovanje akcionara u ostvarivanju interesa društva, ogleda se u ostvarivanju upravljačkih prava pri čemu se svaki

akcionar mora voditi isključivo interesima društva. Pasivno učestvovanje akcionara u ostvarivanju interesa društva, ogleda se u dužnosti svakog akcionara da se suzdrži od preduzimanja onih radnji kojima bi mogao ometi lica koje aktivno učestvuju u ostvarenju interesa društva (npr. aktivne akcionare, članove uprave, zaposlene u društva i sl.).

Prema podacima sa sajta poreske Uprave i Agencija za posredničke, informatičke i finansijske usluge (APIF) Republike Srpske, u Republici Srpskoj postoji 15.943 pravna lica. Tačnije, postoji 15.943 privrednih društava koja imaju jedinstveni indentifikacioni broj – JIB. U ovaj broj ulaze i preduzeća iz Federacije Bosne Hercegovine koja posluju u Republici Srpskoj. Otvoreni akcionarskih društava je u Republici Srpskoj relativno malo (u odnosu na druge oblike privrednih društava). Zaključno sa 31.12.2020. godine na Banjalučkoj berzi ih je bilo 404. Predmetni privredni subjekti su u procesu privatizacije transformisani u akcionarska društva po sili zakona, tj. nisu voljno nastala kao akcionarska društva. Veliki broj njih uglavnom nije prepoznao prednosti koje im se pružaju na osnovu takvog oblika pravnog organizovanja. Često se potenciraju obaveze koje im takav status donosi. To su obaveza izrade revizorskog izvještaja, dakle angažovanje nezavisnog revizora, postojanje upravljačkih i kontrolnih organa koje takvo društvo mora imati, te plaćanje istih, zatim plaćanje naknada Banjalučkoj berzi i Centralnom registru hartija od vrijednosti, te brojni zahtjevi i obaveze za objavljivanje informacija i izvještavanje o poslovanju. U konačnici, ove obaveze generišu dodatne troškove za pravno lice takvog statusa. Navedeno nas dovodi do postavljenog problema istraživanja, a to je nepovoljan položaj manjinskih akcionara u pogledu obavještenosti o poslovnim aktivnostima i rezultatima poslovanja emitenata koji su listirani na tržištu kapitala. Cilj rada je da se kroz predstavljanje zakonom propisanih obaveza izvještavanja, kao i uloge drugih institucija, organa i subjekata u ovoj problematici, iznese kritički osvrt na opravdanost pojedinih važećih normi i sankcija koje postoje za nepridržavanje istih, te predlože djelotvornije mjere za očuvanje prava nekontrolnih akcionara i zaštitu interesa svih zainteresovanih strana („stakeholder-a“). Takođe, da se ukaže i na moguće pravne i ekonomske posljedice povrede prava akcionara (Zečević, 2019).

Osnovna hipoteza rada glasi: „Novčana kazna za ovlaštena lica u društvu ili zabrana prava glasa nad akcijama kontrolnim akcionarima bile bi djelotvornije mjere za poštovanje zakonom propisanih obaveza objavljivanja informacija i izvještavanja, a u interesu svih zainteresovanih strana, posebno manjinskih akcionara“.

PRETHODNO ISTAŽIVANJE

Da bi smo jasnije razumjeli postavljeni problem istraživanja, potrebno je sagledati i iskustva drugih autora i zemalja koje su sa sličnim problemima izašli iz procesa tranzicije svojih privrednim sistema, zatim istražiti trenutni položaj manjinskih akcionara, te obrazložiti ulogu regulatornog tijela i ostalih institucija i subjekata. S tim u vezi, u nastavku je najprije dat pregled zapažanja pojedinih autora na temu privatizacije, a posebno vaučerske privatizacije, u čijem procesu i anomalijama se može tražiti i sam korijen postavljenog problema istraživanja ovog rada. Poslije toga, dat je prikaz rezultata odnosa kontrolnih akcionara i malih akcionara koji se ogleda kroz vrijednost kompanije i izbor revizora. Nadalje je, kao rezultat sagledavanja pravnih akata, normi i propisa, dat pregled trenutnih obaveza objavljivanja informacija i izvještavanja koje su propisane važećim zakonskim i podzakonskim aktima u Republici Srpskoj, nakon čega je istaknuta uloga regulatornog tijela i institucija koje imaju interes za rješavanje postavljenog problema istraživanja ovog rada.

VAUČERSKA PRIVATIZACIJA KAO DOMINANTAN MODEL PRIVATIZACIJE

Suočene s teškom ekonomskom situacijom, sve zemlje Istočne i Srednje Evrope započele su krajem osamdesetih godina prošlog vijeka proces privatizacije (Žarković, 2012). Najpoznatiji modeli su: emisija akcija - prodaja akcija na berzi; prodaja aktive - obično putem aukcije; vaučerska privatizacija - distribucija vaučera, najčešće besplatno ili po veoma niskoj cijeni, koji predstavljaju dio vlasništva u preduzeću u koje se ulože; „privatizacija odozdo” - početak novih privatnih preduzeća u ranijim socijalističkim zemljama i otkup od strane menadžmenta ili

zaposlenih - distribucija akcija besplatno ili po veoma niskoj cijeni za radnike ili menadžment organizacije (Grujić i Janjić, 2020).

Privatizacija u SFRJ započela je 1989. godine. Javna preduzeća su s ciljem privatizacije dokapitalizovana uz odobravanje popusta na akcije preduzeća (Mijatović, 2005). Smatralo se da će tzv. djelimična kapitalizacija unaprijediti upravljanje i kontrolu u privatizovanim preduzećima. Ilustracije radi, Mijatović (Mijatović, 2005) privatizaciju dijeli na tri perioda: do 1997. godine, od 1997. do 2001. godine i poslije 2001. godine.

Vaučerska privatizacija zasniva se na tome da se građanima besplatno podijele vaučeri na osnovu kojih građani dobijaju učešće u vlasništvu preduzeća. Građani su dobijali vaučere u nejednakom iznosu, a u zavisnosti od godina starosti, godina provedenih u vojnoj obavezi, u ratu, zavisno od radnog staža i sl. Cilj vaučerske privatizacije je da se u što kraćem roku privatizuje što je moguće više privrednih društava (Đogo et al., 2020). Vjerovalo se da privatizacija podjelom vaučera prevazilazi probleme koji nastaju procjenom kao kod ostalih modela privatizacije. U vrijeme kad su se prihodi značajno smanjili u periodu nakon rata, a veliki broj preduzeća nije bio profitabilan, do većinskog vlasništva nad istima su često pod povoljnim uslovima mogli doći svi koji su imali vlastiti kapital, pristup bankarskim zajmovima i drugim izvorima finansiranja. Oni koji su na „bilo koji način mogli doći do finansijskih sredstava radi kupovanja vaučera stekli su „vlasnička prava“ nad resursima i došli do enormnog bogatstva” (Tanzi, 2010).

Privatizaciju na Zapadnom Balkanu, takođe odlikuje fenomen lojalnosti radnika ili tzv. akcionarstvo zaposlenih. Ovaj način predstavlja kupovinu akcija po cijeni koja je značajno manja od tržišne ili besplatnu podjelu dijela akcija rukovodstvu preduzeća ili zaposlenima. Na području Zapadnog Balkana, taj vid je shvaćen kao najmanje traumatičan način transformacije ekonomije zbog toga što će kontrolu i upravljanje ostvarivati zaposleni, tj. vlasnici u tom privrednom društvu. Međutim, slično kao i u drugim bivšim komunističkim zemljama, ključne upravljačke, ekonomske i političke veze imali su bivši socijalistički direktori, tako da su oni postali i glavni akteri privatizacije (Čengić, 2000). Iako je model privatizacije pretpostavio jednakost svih, ubrzo je postalo jasno da realna ekonomska i upravljačka moć pretvara direktore-menadžere u jedine realne privatizacijske partnere novoj političkoj eliti i vanjskim ulagačima (Njavro, 1993). Ilustracije radi, Rumunija i Slovačka su tek djelimično pribjegle ovom modelu. Samim tim, ova nejednakost se „povlači“ i na akcionare, mimo njihovog nejednakog učešća u osnovnom kapitalu emitenta. Takođe, mnogi kupci javnih preduzeća vidjeli su privatizaciju kao priliku da steknu određenu imovinu bez preduzetničkih aktivnosti i(li) stvaranja nove vrijednosti. Kao posljedica takvih poteza, mnoštvo bivših preduzeća je ugašeno nakon dugotrajnog procesa stečaja. U boljoj varijanti još postoje, ali je tržišna vrijednost takvih preduzeća značajno manja u odnosu na onu od prije nekoliko godina.

ISTRAŽIVANJA O POLOŽAJU MANJINSKIH AKCIONARA

Zaštita prava manjinskih akcionara je važna tema korporativnog upravljanja i regulative kompanijskog prava, koja ima nadnacionalni značaj. Da bi se pružila zaštita manjinskim akcionarima, u svim državama su naglašeni kriterijumi prema kojima se određuje pojam manjinskih akcionara, identifikovanje različitih kategorija manjinskih akcionara i pregled normativnih mehanizama zaštite manjinskih akcionara (Tasić, 2017). Na primjer, rezultati analize revizorskih izvještaja „Velike četvorke“ u Tajvanu pokazuju da postojanje kontrolnih akcionara značajno utiče nezavisne članova odbora koji su predstavnici malih akcionara što se odražava na upravljanja zaradom (Wu, Chen, & Lee, 2016). S tim u vezi, postoje jaki dokazi da učvršćivanje pozicije kontrolnih akcionara pozitivno utiče na kvalitet revizije (Anafiah, Diyanty, & Wardhani, 2017). Naime, usklađivanje interesa između kontrolnih i nekontrolnih akcionara najčešće za posljedicu ima izbor visokokvalitetnog revizora. Osim toga, kada se kompanije suoče sa visokim povećanjem učešća kontrolnih akcionara, one i dalje imenuju visokokvalitetnog revizora kako bi smanjile agencijski sukob i održale dobru reputaciju kompanije. Ovo istraživanje takođe pokazuje da efikasnost odbora povjerenika i odbora za reviziju pozitivno utiče na kvalitet revizije (Gerged, Mahamat, & Elmghaamez, 2020). S druge strane, različita istraživanja pokazuju kontradiktorne efekte prisustva kontrolnih akcionara na vrijednost listiranog društva (Courteau, Di Pietra, Giudici,

& Melis, 2017). Mnogi autori su obrađivali regulatorne zahtjeve za uvrštena akcionarska društva s ciljem podstiranja akcionara da učestvuju u radu skupština akcionara (Jurić, 2019). Međutim, u domaćoj teoriji se nedovoljno razumije suština ovog prava članova akcionarskih društava. Zakonske odredbe su često neprecizne i široko formulisane, te omogućavaju raznovrsna tumačenja (Radović, 2020). Među različitim prijedlozima za unapređenje položaja akcionara Lepetić (2019) se zalaže za uvođenje mogućnosti nagrađivanja lojalnih akcionara glasovima za lojalnost. Osim toga, Serjević (2019) daje kritički osvrt na normativnu i sudsku praksu u vezi sa pravom akcionara koji su nesaglasni sa odlukom skupštine akcionarskog društva - da zahtjevaju otkup akcija od akcionarskog društva.

Jedna od osnovnih i široko zastupanih postavki korporativnog upravljanja jeste upravljanje preduzećima u interesu akcionara, odnosno vlasnika preduzeća. Ovaj koncept zasnovan je na argumentima da od interesa vlasnika najviše zavisi efikasnost poslovanja preduzeća. U nekim zemljama, popu SAD, taj koncept uzdignut je do apsoluta - kao jedini interes koji treba štiti ističe se interes akcionara (Bukvić i Rajnović, 2018). Istraživanje korporativnog upravljanja u srpskim kompanijama dovodi do zaključka o postojanju visoke koncentracije vlasništva, te niskog stepena odvojenosti vlasništva i upravljanja. Stoga je česta pojava da vlasnici s velikim udjelom vlasništva, odnosno veliki akcionari, zadovoljavaju lične interese na štetu malih akcionara. Posebno su izraženi problemi malih akcionara, tamo gdje je stepen njihove zaštite najslabiji (Kukić, 2016). S tim u vezi, Hasić (2013) ispituje da li su akcionari pri ostvarivanju upravljačkih prava, a prije svega pri ostvarivanju prava glasa, dužni djelovati u skladu sa interesima društva ili mogu djelovati i u skladu s vlastitim interesima.

OBAVEZE IZVJEŠTAVANJA ZA EMITENTE LISTIRANE NA BANJALUČKOJ BERZI

Sva akcionarska društva imaju obavezu redovnog izvještavanja svojih akcionara i šire javnosti o finansijskim izvještajima i drugim značajnim promjenama u preduzeću. Poboljšanje kvaliteta finansijskog izvještavanja izraženije u slučaju stranih institucionalnih investitora (Beuselinck, Blanco, & García, 2017). Obavezu izvještavanja emitenata listiranih na Banjalučkoj berzi predvidio je Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (Zakon o tržištu hartija od vrijednosti [ZTH], 2017), Zakon o privrednim društvima (Zakon o privrednim društvima [ZPD], 2019), Zakon o reviziji i računovodstvu Republike Srpske (Zakon o reviziji i računovodstvu Republike Srpske [ZRR], 2020), te Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje (Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje [PIOHOV], 2020).

Zakon o tržištu hartija od vrijednosti

Iz ugla emitenata, kada se govori o izvještavanju emitenata, za pretpostaviti je da je percepcija zasnovana na ispunjavanju obaveznog zbog straha od sankcije, a ne na svijest o neophodnosti pružanja potrebnih informacija zainteresovanim investitorima. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (ZTH, 2017), je ovom institutu posvetio odjeljak 2. Obavještavanje javnosti i objavljivanje informacija u Glavi IX - Zaštita interesa investitora i javnost rada. Terminološki gledano, može se zaključiti da je zakonodavac želio, putem propisivanja (i ispunjavanja) obaveza emitenta koja se odnose na obavještenja javnosti i objavljivanje informacija, zaštititi interes investitora (domaće ili strano lice koje investira u hartije od vrijednosti – član 2. ZTH), kao i utvrditi obavezu javnosti rada emitenta. U članu 2. ZTH, pojam „emitent“ označava lice koje emituje hartije od vrijednosti u cilju prikupljanja sredstava i koje prema vlasnicima hartija od vrijednosti ima obaveze naznačene u hartiji od vrijednosti.

U članu 284. ZTH, propisano je da je emitent čije su hartije od vrijednosti uvrštene na službeno berzansko tržište u skladu sa odredbama ovog zakona dužan da objavljuje: godišnje i polugodišnje finansijske izvještaje, revizorske izvještaje, izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta i poseban izvještaj revizora u skladu sa zahtjevima Komisije. Takođe, propisano je da je emitent dužan da dostavi Komisiji i berzi:

- tromjesečne finansijske izvještaje u roku od 30 dana od posljednjeg dana u tromjesečju godišnje finansijske i poslovne izvještaje, uključujući i konsolidovane izvještaje u roku od 60 dana po isteku poslovne godine i
- revizorski izvještaj u roku od pet dana od dana prijema tog izvještaja.

Dalje, predviđeno je da emitent, u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje poslovanje privrednih društava, u godišnjem izvještaju o poslovanju da izjavu o usklađenosti organizacije i djelovanja sa kodeksom ponašanja i objasni svaku neusklađenost društva sa kodeksom ponašanja ako je do nje došlo. Nadalje, u članu 285. ZTH stoji da je emitent čijim se hartijama od vrijednosti se trguje na slobodnom tržištu u skladu sa odredbama ovog zakona dužan da objavljuje:

- godišnje finansijske izvještaje,
- revizorske izvještaje ako su dužni da vrše reviziju u skladu sa propisima Komisije i
- izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta. Osim toga, emitent iz stava 1. ovog člana dužan je da dostavi Komisiji i berzi:
- godišnje finansijske i poslovne izvještaje, uključujući i konsolidovane izvještaje u roku od 60 dana po isteku poslovne godine i
- revizorski izvještaj u roku od pet dana od dana prijema tog izvještaja.

Zavisno od visine kapitala emitenta, broja akcionara i strukture vlasništva u kapitalu emitenata Komisija može propisati vrstu obim i sadržaj izvještaja koje je emitent iz stava 1. ovog člana dužan da sastavlja i objavljuje. Berza i drugo uređeno javno tržište su ovlašćeni da finansijske izvještaje iz člana 284. ovog zakona, kao i izvještaje iz stava 1. ovog člana preuzimaju od institucije koja je zakonom određena za prikupljanje i obradu finansijskih izvještaja i dužni su da ih javno objavljuju.

Što se tiče obavještenja javnosti i objavljivanje informacija berzanskih posrednika, Berze, drugog uređenog javnog tržišta, strukovnog udruženja i Centralnog registra hartija od vrijednosti, a koje je predviđeno ZTH, ovom prilikom je ostavljeno po strani, jer, u krajnjem slučaju, navedene organizacije nisu emitenti.

U glavi X – Kaznene odredbe, odjeljak 2. Prekršaji, u članu 296. je propisano da će se novčanom kaznom od 10.000 KM do 50.000 KM kazniti za prekršaj pravno lice: „... 118) emitent, ako ne izradi, ne objavljuje i ne dostavlja izvještaje u skladu sa članom 284. ovog zakona, 119) emitent, ako ne izradi, ne objavljuje i ne dostavlja izvještaje u skladu sa članom 285. ovog zakona...“ Za navedene prekršaje, kazniće se i odgovorno lice u pravnom licu, novčanom kaznom od 1.000 KM do 5.000 KM.

Zakon o privrednim društvima

Zakon o privrednim društvima (ZPD, 2019) je, u Prvom dijelu, u odjeljku 9. Informisanje, objavljivanje i zastarjelost, u članu 43., Pravo informisanja i uvida, propisao da je privredno društvo dužno je „da svoje ortake, članove ili akcionare informiše o svom poslovanju i finansijskom stanju i da im učini dostupnim informacije i dokumenta koja se u skladu sa ovim zakonom, osnivačkim aktom ili statutom moraju učiniti dostupnim.“ Nadležni organ ili ovlašćeno lice privrednog društva koje ne postupi na način iz stava 1. ovog člana odgovara za štetu koja je time prouzrokovana ortacima, članovima ili akcionarima društva. Ukoliko nadležni organ propusti da izvrši dužnost iz stava 1. ovog člana, ortaci, članovi i akcionari mogu podnijeti pisani zahtjev sudu da u vanparničnom postupku izda nalog za postupanje na način iz stava 1. ovog člana.“

U članu 44. ZPD, Objavljivanje informacija, propisano je „da privredno društvo koje izdaje hartije od vrijednosti putem javne ponude objavljuje informacije sadržane u dokumentima utvrđenim zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti.“ Privredno društvo informacije iz stava 1. ovog člana objavljuje u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti i propisima Komisije za hartije od vrijednosti.

U članu 191., ZPD je definisao pojam otvorenog akcionarskog društva. Akcionarsko društvo smatra se otvorenim „ako osnivači učine javni poziv za upis i uplatu akcija u vrijeme osnivanja društva, odnosno ako takav poziv učini društvo nakon osnivanja.“ Javni poziv može se vršiti

javnom ponudom i prospektom u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti. Istim članom je definisano da se otvoreno akcionarsko društvo „uvrštava na berzu i druga uređena javna tržišta u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti.“ Takođe, naglašeno je da „otvoreno akcionarsko društvo ne može ograničiti prenos akcija.“

Član 203. ZPD je propisao prava akcionara običnih akcija. U ovom članu se ističe da „svaka obična akcija akcionarskog društva daje akcionaru ista prava, u skladu sa ovim zakonom, osnivačkim aktom i statutom društva, koja uključuju naročito:

- *pravo pristupa* pravnim aktima i drugim dokumentima i *informacijama društva*,
- pravo učešća u radu skupštine društva,
- pravo glasa u skupštini društva tako da jedna akcija uvijek daje pravo na jedan glas,
- pravo na isplatu dividendi, nakon isplate dividendi na sve izdate povlašćene akcije u punom iznosu,
- pravo učešća u raspodjeli likvidacionog viška po likvidaciji društva, a nakon isplate povjerilaca i akcionara bilo kojih povlašćenih akcija,
- pravo prečeg sticanja akcija iz novih emisija i zamjenljivih obveznica i
- *pravo raspolaganja akcijama svih vrsta u skladu sa zakonom.*“

Obične akcije akcionarskog društva ne mogu se pretvoriti u povlašćene akcije ili druge hartije od vrijednosti. Prava iz stava 1. t. g), d) i đ) ovog člana mogu se prenositi ugovorom od akcionara na treća lica.

Osim navedenih propisivanja obavještavanja javnosti i objavljivanja informacija u sklopu zaštite interesa investitora i javnosti rada, ZPD je regulisao u članu 280. („10.4. Informisanje akcionara i djelokrug rada - Posebno informisanje akcionara). Na svakoj godišnjoj skupštini akcionara, upravni odbor akcionarskog društva dužan je dati ažuran i kompletan izvještaj akcionarima o stanju i poslovima društva, uključujući naročito izvještaj o finansijskom stanju društva. U slučaju da društvo stekne sopstvene akcije, upravni odbor u izvještaju o finansijskom stanju društva navodi i razloge sticanja, broj i nominalnu vrijednost stečenih akcija, označenje da li ih je društvo steklo sa naknadom ili bez nje i uz navođenje iznosa, broj sopstvenih akcija koje društvo već drži i broj tih akcija koje je ponovo izdalo. U skladu sa navedenim, ako je akcionaru uskraćeno obavještenje, može zahtijevati da se to navede u zapisniku sa sjednice skupštine akcionara, kao i razlog uskraćivanja obavještenja. Predviđeno je da akcionar ima pravo da kod nadležnog suda traži ostvarivanje prava na obavještavanje „u skladu sa st. 1. i 2. ovog člana, u roku od 15 dana od dana održavanja skupštine akcionara na kojoj je davanje predmetnog obavještenja odbijeno.“

U kaznenim odredbama, Prekršaji privrednog društva i odgovornog lica, novčanom kaznom od 5.000 KM do 15.000 KM kazniče se za prekršaj privredno društvo, ako „povrijedi prava akcionara iz čl. 203. i 204. ovog zakona“. Za navedene radnje, kazniče se za prekršaj i odgovorno lice u privrednom društvu novčanom kaznom od 500 KM do 3.000 KM.

Zakon o reviziji i računovodstvu Republike Srpske

Zakon o reviziji i računovodstvu Republike Srpske (ZRR, 2020) je u članu 4. propisao da su pravna lica dužna „da vode poslovne knjige propisane ovim zakonom, da sačinjavaju i prezentuju svoje finansijske izvještaje, te da vrše reviziju finansijskih izvještaja u skladu sa ovim zakonom i drugim odgovarajućim propisima.“

Što se tiče izvještavanja, na osnovu člana 5. stav (12) ZRR, obavještenje o razvrstavanju pravnog lica u kategoriju mikro, malih, srednjih ili velikih pravnih lica, izvršeno u skladu sa odredbama ovog zakona, pravno lice je dužno da dostavi Agenciji za posredničke, informatičke i finansijske usluge (u daljem tekstu: APIF) uz godišnje finansijske izvještaje. Takođe, shodno članu 24. stav (6) ZRR, godišnji izvještaj o poslovanju obavezno se dostavlja u Jedinostveni registar finansijskih izvještaja (Registar), koji se vodi kod APIF-a, najkasnije do kraja juna tekuće godine za prethodnu godinu. Nadalje, shodno članu 25. ZRR, finansijski i konsolidovani finansijski izvještaji obavezno se predaju u Registar, kao i izvještaj o reviziji, zajedno sa finansijskim

izvještajima koji su bili predmet revizije – za pravna lica čiji finansijski izvještaji u skladu sa ovim zakonom podliježu obaveznoj reviziji - najkasnije do kraja juna tekuće godine za prethodnu godinu. Naposlijetku, u članu 28. ZRR stav (2) je predviđeno da obaveznoj reviziji podliježu finansijski izvještaji subjekata od javnog interesa, definisanih ovim zakonom i finansijski izvještaji velikih pravnih lica razvrstanih u skladu sa ovim zakonom, dok je u članu 6. stav (1) ZRR definisano da su subjekti od javnog interesa, između ostalih, pravna lica čijim se hartijama od vrijednosti trguje ili se vrši priprema za njihovo emitovanje na organizovanom tržištu hartija od vrijednosti.

Što se tiče kaznenih odredbi, u članu 64. Zakona je propisano da će se novčanom kaznom od 3.000 KM do 15.000 KM kazniti za prekršaj pravno lice ako „... 4) ne sačinjava, ne kontroliše i ne čuva knjigovodstvene isprave, odnosno ne vodi i ne čuva poslovne knjige i druge izvještaje saglasno odredbama ovog zakona (čl. 8, 9, 10, 11, 12. i 22), ... 10) ne sačinjava i ne prezentuje finansijske izvještaje u skladu sa ovim zakonom (čl. 2a, 19, 20, 21. i 23), 11) ne izvrši reviziju finansijskih izvještaja i konsolidovanih finansijskih izvještaja (član 28), 12) ne preda finansijske izvještaje, konsolidovane finansijske izvještaje, izvještaj o reviziji i izvještaj o poslovanju u Registarfinansijskih izvještaja (čl. 24. i 25),...“ Za opisane radnje, novčanom kaznom od 300 KM do 1.500 KM kazniće se za prekršaj i odgovorno lice u pravnom licu.

S obzirom na propisano, i ako se uzme u obzir pretpostavka da se radi o običnim akcijama kao vlasničkim hartijama od vrijednosti, sa stanovišta obavještavanja javnosti i objavljivanja informacija u sklopu zaštite interesa investitora i javnosti rada, pojam „emitent“, kako ga definiše ZTH, i pojam „otvoreno akcionarsko društvo“, kako ga definiše ZPD, te pojam „subjekt od javnog interesa“, kako ga definiše ZRR, su faktički jedno te isto pravno lice. Takođe, sa identičnog gore navedenog stanovišta, pojam „akcionar“ po ZPD i pojam „investitor“ po ZTH imaju, odnosno može se uzeti da imaju, isto značenje.

Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje

Pravilnikom o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 60/12, 111/12, 50/14 i 103/20, u daljem tekstu: Pravilnik), bliže se uređuje sadržaj, način i rokovi za objavljivanje izvještaja emitenata.

Emitenti čije su hartije od vrijednosti uvrštene na službeno berzansko tržište obavezni su da sastavljaju i objavljuju: godišnji finansijski izvještaj, polugodišnji finansijski izvještaj, tromjesečni finansijski izvještaj, konsolidovani finansijski izvještaj, izvještaj o poslovanju, revizorski izvještaj, izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, izjava o usklađenosti organizacije i djelovanja sa kodeksom ponašanja, odnosno standardima korporativnog upravljanja i poseban izvještaj revizora, u skladu sa zahtjevima Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske (u daljem tekstu: Komisija).

Emitenti čije su hartije od vrijednosti uvrštene na slobodno tržište *obavezni su da sastavljaju i objavljuju*: godišnji finansijski izvještaj, konsolidovani finansijski izvještaj, izvještaj o poslovanju, revizorski izvještaj i izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta.

Član 5. Pravilnika uvodi mogućnost izvršavanja obaveze emitenta od strane trećeg lica, tj. Berze. Konkretno, „berza ili drugo uređeno javno tržište, na kojem se trguje hartijama emitenta *ovlašćeno je da izvrši preuzimanje* godišnjih i polugodišnjih finansijskih izvještaja od Agencije za posredničke i informatičke usluge (u daljem tekstu: APIF) i objavi ih na svojoj internet stranici, čime će se smatrati da je emitent izvršio obavezu objavljivanja godišnjih i polugodišnjih finansijskih izvještaja, na način i u roku iz člana 284. stav 2. i člana 285. stav 2. Zakona“. Berza ili drugo uređeno javno tržište, na kojem se trguje hartijama emitenta, obavezno je da preuzeti godišnji finansijski izvještaj tog emitenta iz stava 1. ovog člana za prethodnu godinu objavi do kraja aprila tekuće godine, a preuzeti polugodišnji finansijski izvještaj tog emitenta za tekuću godinu do kraja avgusta tekuće godine, dok tromjesečne finansijske izvještaje emitenti, iz člana 284. stav 1. Zakona, emitenti u roku od 30 dana od posljednjeg dana u tromjesečju dostavljaju berzi ili drugom uređenom javnom tržištu, a koje ih objavljuje na svojoj internet

stranici, odmah po prijemu. Izuzetno od odredbe st. 1. i 2. ovog člana, *emiteni* iz člana 284. stav 1. Zakona, *obavezni su* da u roku od 60 dana od dana isteka poslovne godine izvještaje iz člana 1. stav 2. t. a), g) i d) ovog pravilnika *dostave berzi* ili drugom uređenom javnom tržištu na kojem se trguje njihovim hartijama, a koje ih odmah po prijemu objavljuje na svojoj internet stranici, čime će se smatrati da je emitent izvršio obavezu, na način i u rokovima iz člana 284. stav 2. tačka b) Zakona.“

Članovi 8., 9. i 10. Pravilnika propisuju sadržinu Izvještaja o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta. Emitent ga je obavezan popuniti elektronski na obrascu i – ZDR. Pored opštih podataka (naziv emitenta, oznaku i registarski broj emitenta u registru emitenata kod Komisije, oznaku emitenta u registru hartija od vrijednosti i adresu sjedišta, adresu veb stranice, telefon, faks i internet adresu emitenta), ovaj izvještaj sadrži podatke o značajnim događajima i radnjama koje utiču na buduće poslovanje emitenta:

- donošenje odluke o sazivanju skupštine akcionara (sa dnevnim redom, datumom i mjestom održavanja skupštine, te mjestom gdje se može preuzeti ili izvršiti uvid u prijedloge odluka o kojima će skupština akcionara odlučivati),
- prijedloge odluka skupštine akcionara i odluke skupštine u vezi sa isplatom dividende i promjenom na kapitalu (odluka o isplati dividende obavezno sadrži iznos dividende po akciji, način isplate, datum presjeka prava na dividendu i datum isplate dividende),
- promjenu naziva ili oblika organizovanja emitenta,
- prijedloge odluka skupštine akcionara i odluke skupštine u vezi sa statusnim promjenama (spajanje i podjela), te promjenu osnovne djelatnosti ili oblika preduzeća,
- osnivanje zavisnog društva ili zajednička ulaganja u kojima bi emitent učestvovao sa procentom većim od 10% ukupne vrijednosti svoje stalne imovine,
- prodaju, prenos ili zalog stalne imovine u vrijednosti većoj od 10% ukupne vrijednosti stalne imovine,
- zaduživanje u iznosu većem od 10% ukupne aktive emitenta,
- zaključivanje poslovnih aranžmana koji bi u narednom obračunskom periodu mogli imati za rezultat povećanje vrijednosti prihoda ili rashoda u iznosu većem od 10% vrijednosti prihoda ili rashoda emitenta u tekućem obračunskom periodu, osim u slučaju da su te promjene rezultat obavljanja djelatnosti sezonskog karaktera,
- pokretanje likvidacije ili stečajnog postupka, sa odvojenim objavljivanjima o svakoj pojedinačnoj fazi postupka,
- postupke pred sudovima i drugim državnim organima, sa procjenom ishoda postupka,
- sticanje ili gubitak koncesije, patenta, licence ili sličnog prava,
- poslovne događaje koji za posljedicu imaju smanjenje ili povećanje ukupne aktive u procentu većem od 10% od njene vrijednosti,
- odluku o emisiji hartija od vrijednosti, osim u slučaju emisije javnom ponudom,
- odluku o sticanju sopstvenih akcija,
- imenovanje, ostavku ili opoziv direktora, članova uprave, nadzornog odbora i revizora,
- pravosnažnu presudu suda izrečenu protiv članova uprave i nadzornog odbora za krivična djela protiv privrede i službene dužnosti,
- rješenje registarskog suda o upisu odluke o prenosu akcija na otkupioaca u registar poslovnih subjekata sa naznakom roka u kojem se može predlagati da sud u vanparničnom postupku odredi primjerenu naknadu, u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje osnivanje i poslovanje privrednih društava,
- razvojne planove i njihov uticaj na ekonomski i socijalni položaj zaposlenih,
- transakcije s povezanim licima,
- mjere za poboljšanje uslova rada i promjene u zaradama zaposlenih,
- odluku o rasporedu neraspoređene dobiti,
- druge odluke skupštine akcionara i odluke drugih organa emitenta,
- ostale događaje koji mogu značajno da utiču na vrijednost hartija od vrijednosti emitenta.

Navedene informacije treba da sadrže: opis događaja, prirodu, obim i finansijsku vrijednost, vrijeme i mjesto dešavanja, uzrok i posljedicu (naročito da li se na bazi te informacije pokreću odgovarajući postupci kod nadležnog regulatora ili u registracionom sudu), lica koja su u njemu učestvovala, druge informacije koje investitoru omogućavaju da procijeni uticaj događaja na cijenu hartija od vrijednosti, kao i izjavu i potpis odgovornih lica emitenta da su podaci sadržani u izvještaju potpuni, vjerodostojni i tačni. Sve odluke, zajedno sa konačnim verzijama dokumenata o kojima se glasalo, moraju se objaviti u cijelosti.

Nadalje, po članu 12. Pravilnika, emitenti su obavezni da izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, na obrascu i - ZDR, dostave berzi u elektronskom obliku prilagođenom za objavljivanje na internet stranici, najkasnije u roku od sedam dana od dana nastanka događaja, osim u slučaju donošenja rješenja registarskog suda o upisu odluke o prenosu akcija na otkupioaca u registar poslovnih subjekata sa naznakom roka u kojem se može predlagati da sud u vanparničnom postupku odredi primjerenu naknadu, kada se izvještaj dostavlja odmah nakon nastanka događaja.

ULOGA REGULATORA

U posljednjem objavljenom Izvještaju o radu Komisije za 2019. godinu iz aprila 2020. godine (Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske, 2020.) u uvodnom dijelu stoji da je Komisija, između ostalog, nadležna da: „... e) propisuje, organizuje, preduzima i nadgleda mjere kojima osigurava efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti i zaštitu interesa investitora“, „... z) obustavlja emisiju i trgovanje pojedinim hartijama od vrijednosti i preduzima druge mjere u slučaju kada procijeni da su tim aktivnostima ugroženi interesi investitora i javnosti ili one nisu u skladu sa zakonom i drugim propisima“, „... j) propisuje obavezan sadržaj informacija koje moraju biti objavljene od strane emitenata hartija od vrijednosti javnom ponudom“ te da „... m) daje informacije i širi znanja o djelovanju tržišta hartija od vrijednosti.

U dijelu IV navedenog Izvještaja Komisije (Izvještavanje i objavljivanje informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje), stoji sljedeće:

„Pravilnikom o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje („Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 60/12, 111/12 i 50/14), detaljno je regulisan način izvršavanja obaveza akcionarskih društava i emitenata čije su hartije od vrijednosti predmet javne ponude. Emitenti, čije su hartije od vrijednosti uvrštene na službeno berzansko tržište, prema članu 284. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti, obavezni su da objavljuju: a) godišnje (uključujući i konsolidovane), polugodišnje i tromjesečne finansijske izvještaje, b) revizorske izvještaje, v) izvještaje o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, g) poseban izvještaj revizora u skladu sa zahtjevima Komisije, ako takav zahtjev postoji, dok su emitenti čijim se hartijama od vrijednosti trguje na slobodnom tržištu, prema članu 285. Zakona, obavezni da objavljuju: a) godišnje finansijske izvještaje, b) revizorske izvještaje ako su dužni da vrše reviziju u skladu sa propisima Komisije i v) izvještaje o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta. Emitentima je omogućeno da finansijske, revizorske i izvještaje o značajnim događajima dostavljaju elektronskim sredstvima komunikacije, a koje Banjalučka berza besplatno objavljuje u okviru informacionog portala institucija tržišta kapitala (Komisije za hartije od vrijednosti, Banjalučke berze i Centralnog registra hartija od vrijednosti). Veći dio preostalih obaveza za emitenta, realizuju i same institucije tržišta kapitala u ime emitenata, pa se većina navedenih izvještaja i podataka u tim izvještajima preuzimaju iz Registra emitenata hartija od vrijednosti koji vodi Komisija (opšti podaci o emitentima, podaci o upravi i odborima, podaci o povezanim pravnim licima i podaci o emisiji hartija od vrijednosti, različite vrste rješenja itd.) i Centralnog registra hartija od vrijednosti (podaci o vlasnicima i vlasničkoj strukturi). Na ovaj način, tržištu je omogućena veća efikasnost pri distribuciji informacija, koje su jednostavno i besplatno dostupne svim zainteresovanim stranama, praktično bez troškova za emitente. Dio navedenih informacija, koje su predmet javne objave, poput onih iz finansijskih izvještaja i prometu emitovanih hartija na Banjalučkoj berzi su raspoložive i na engleskom jeziku.

U 2020. godini Banjalučka berza (Banjalučka berza, 2020) je samostalno i prema zahtjevima emitenata objavila 1.434 korporativnih novosti, uglavnom saziva za skupštinu akcionara, prijedloga odluka i odluka skupštine akcionara, obavještenja o sticanju akcija, javnih ponuda za preuzimanje, mišljenja o ponudi za preuzimanje i drugih značajnih događaja. Dio tih informacija preuziman je iz dnevnih novina, dok su ostale informacije dobijene od emitenata. Ukupan broj objava na portalu Banjalučke berze u izvještajnom periodu je iznosio 2.752 odnosno u prosjeku svaki radni dan objavljuje se skoro 11 objava. U gore navedene objave nisu uključene kursne liste, statistički i drugi izvještaji Banjalučke berze u vezi sa trgovanjem. U izvještajnom periodu objavljeno je 211 revizorskih izvještaja za 2020. godinu i 216 finansijskih izvještaja za 2019. godinu i 216 mjesečnih izvještaja otvorenih investicionih fondova. Iako se može konstatovati da informacioni portal tržišta kapitala u Republici Srpskoj raspolaže sa znatnim brojem nominalno relevantnih informacija o emitentima, i dalje postoji potreba da privredni subjekti koji su na tržište kapitala dospjeli posredstvom privatizacionih procesa ostvare veći kredibilitet sa stanovišta poštovanja standarda pri upravljanju akcionarskim društvima. Naime, legitimitet njihovog pojavljivanja na tržištu hartija od vrijednosti sa zahtjevom za prikupljanje novčanih sredstava prodajom hartija od vrijednosti zavisi od mogućnosti investitora da dobiju relevantne informacije ali i efikasnu zaštitu sopstvenih interesa. *Zbog neizvršavanja zakonskih obaveza u pogledu izvještavanja investicione javnosti, u dijelu koji se odnosi na objavljivanje finansijskih i revizorskih izvještaja, te izvještaja o značajnim događajima*, Komisija je u prethodnim izvještajnim periodima (zaključno sa 2020. godinom) podnosila prekršajne prijave (ukupno 150 od 2006. godine). Na osnovu analize svih efekata pokrenutih prekršajnih postupaka (u najvećem broju slučajeva sudovi su izricali uslovne osude), Komisija je 2014. godine donijela zaključak da se izmijeni Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude, u dijelu koji se odnosi na definisanje kriterijuma za oslobađanje pojedinih emitenata od obaveze objavljivanja revizorskih izvještaja. Na ovaj način promijenjena je i praksa postupanja Komisije: hartije emitenata koji nemaju objavljen revizorski izvještaj se suspenduju sa trgovanja, čime je prekršajna sankcija zamijenjena nemogućnošću prometovanja hartijama od vrijednosti. *Komisija smatra da je na ovaj način naročito naglašena odgovornost emitenta i većinskog/većinskih vlasnika za zakonitost rada u dijelu koji se odnosi na zaštitu interesa investitora i izvještavanje investicione javnosti*. Takođe, troškovi Komisije, uzrokovani vođenjem prekršajnih postupaka, su smanjeni. Zbog navedenih razloga u posljednja dva izvještajna perioda nije bilo podnošenja prekršajnih prijava zbog neobjavljivanja finansijskih i revizorskih izvještaja.“

Pored navedenog u prethodnom poglavlju, Banjalučka berza je prema izmjenama Pravila poslovanja od septembra 2019. godine, omogućila trgovanje hartijama od vrijednosti emitenata koji kasne sa finansijskim izvještavanjem, kao i hartijama od vrijednosti emitenata koji se nalaze u stečajnom ili likvidacionom postupku. Predmetna trgovina je omogućena u toku jednog dana u sedmici i to četvrtkom, a članovi berze su dužni da od kupca i prodavca takvih hartija od vrijednosti emitenta uzmu izjavu u kojoj klijent izjavljuje da je upoznat sa informacijom da emitent kasni sa dostavljanjem godišnjeg finansijskog i/ili revizorskog izvještaja ili da je nad emitentom otvoren postupak stečaja ili likvidacije. Iako je navedena izmjena suštinski poželjna, treba imati i osjetljivost predviđene norme da Komisija za hartije od vrijednosti „*obustavlja emisiju i trgovanje pojedinim hartijama od vrijednosti i preduzima druge mjere u slučaju kada procijeni da su tim aktivnostima ugroženi interesi investitora i javnosti ili one nisu u skladu sa zakonom i drugim propisima*“. Dakle, pravno perfektno je uskladiti normativno i stvarno stanje, jer u ovom slučaju postoji raskorak.

ULOGA OSTALIH UČESNIKA

Prema članu 31. i 32. ZoPD, kontrolni akcionari akcionarskog društva, zastupnici društva, članovi upravnog odbora, članovi izvršnog odbora, članovi odbora za reviziju i interni revizor akcionarskog društva su lica koja su dužna da rade u interesu privrednog društva i da, dok su u tom svojstvu, izvršavaju svoje poslove savjesno, sa pažnjom dobrog privrednika, u razumnom uvjerenju da djeluju u najboljem interesu privrednog društva. Za istinitost, tačnost i potpunost

podataka objavljenih u izvještajima iz člana 1. Pravilnika odgovorni su emitent, ovlaštena lica emitenta i revizor.

REZULTATI I DISKUSIJA

Na osnovu izvještaja Banjalučke berze za 2020. godinu, ukupan broj listiranih hartija iznosi 447, od čega su 403 u statusu „Trading“, a 40 u statusu „Suspended“. Od toga je 39 akcija listirano na segmentu „Službeno tržište akcija“ a jedna na segmentu „Slobodno tržište – akcije“. U toku 2020. godine, barem jednom je trgovano sa 89 akcija. Dakle, nije se trgovalo ni sa pola hartija koje su u statusu „Trading“. Razloga za takvo stanje nelikvidnosti ima mnogo, koji počinju i završavaju sa „nepostojanje ambijenta – povjerenja“. Ne mogu se zanemariti ni činjenice da su vlasničke strukture skoro svih emitenata uglavnom oformljene i da mali broj preduzeća isplaćuje dividendu - manje od 10 u 2020. godini. Prema tome, potencijalni investitori ne vide korist od ove vrste ulaganja. Prema tome, „zaključavanje“ novca na ovakav način je prerizično i predstavlja „bijeg dobrih špekulanata“. S tim u vezi potrebno je pristupiti kreiranju uslova za postojanje ambijenta povjerenja, počevši od cjelovitog, suštinskog i kontinuiranog izvještavanja emitenata.

Upoređujući norme Pravilnika sa navedenim izvještajem Komisije i izvještajem Banjalučke berze za 2020. godinu, može se zaključiti da je formirana praksa koja nije u skladu sa pozitivnim rješenjima. Naime, ukupan broj listiranih hartija je 590. U redovnim okolnostima, svaki emitent je dužan da bar tri puta godišnje objavi, odnosno dostavi Berzi izvještaj o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, na obrascu i – ZDR (slučajevi iz člana 10. tačke a), b) i t)). Navedeni slučajevi iz člana 10. Pravilnika su uglavnom i bili objavljeni, ali ne na obrascu i – ZDR. Jasno je da je nužno da emitent svoju obavezu suštinski ispuni, ali je takođe jasno da, u tom slučaju, treba korigovati normu. Ipak, uzevši samo jedan primjer obaveznog prezentovanja iz člana 10. tačka p) Pravilnika (transakcije s povezanim licima), nemoguće je zamisliti situaciju da se u toku godine nije desio nijedan takav slučaj vrijedan objave na obrascu i – ZDR, i to, po slovu Pravilnika, *najkasnije u roku od sedam dana od dana nastanka događaja*.

Od postojanja ove obaveze, od 2007. godine do danas, ukupan broj objava na obrascu I – ZDR je 838, a u 2016. godini 161. Velika većina ovih objava se odnosila na investicione fondove i njih su objavljivala društva za upravljanje investicionim fondovima.

Postavlja se pitanje kako zaštititi interes investitora i obezbijediti javnost rada emitenta u slučaju kada emitent preda godišnje finansijske izvještaje u APIF, a ne dostave ih Berzi a pritom ni Berza ne iskoristi mogućnost ovlaštenog pružanja tih izvještaja od APIF-a. Formiranjem navedenog segmenta na slobodnom tržištu, pravo akcionara da raspolaže svojim akcijama je donekle omogućeno (bar jednom sedmično), *ali se postavlja pitanje zašto bi ijedan drugi emitent ispunjavao navedene predviđene obaveze, kada sankcija faktički i ne postoji*. Shodno navedenom, treba razmišljati o drugim načinima ispunjavanja obaveze emitenta, i to u pravcu aktivnog pomaganja emitentu od strane regulatora da se uzrok otkloni. Naime, Komisija za hartije od vrijednosti „daje informacije i širi znanja o djelovanju tržišta hartija od vrijednosti“, jer je tako nešto preventivna i najneposrednija mjera i aktivnost na zaštiti investitora i promociji povjerenja investitora u integritet tržišta kapitala.

S obzirom na to da bi ovakvo kontinuirano ponašanje emitenta ipak zaslužilo i represivno djelovanje, onda bi sankcija morala da bude primjerenija i prilagođenija samom konceptu poštovanja prava i interesa svih zainteresovanih strana. Novčana kazna ili zabrana prava glasa nad akcijama lica iz člana 31. ZPD - lica koja imaju dužnost prema društvu (slično kao kod neobjavljivanja ponude za preuzimanje od strane ponudioca kojem je utvrđena obaveza) bi bile djelotvornije za rješavanja problema neblagovremenog izvještavanja od strane privrednih društava.

Nemali broj informacija se dobiju unutar izvještaja o poslovanju emitenta, koji se prezentuju sa velikom vremenskom vododelnicom u odnosu na momenat kada su se desile značajni događaji i radnje koje utiču na poslovanje emitenta (najmanje tri mjeseca, do godinu i po, dvije, pa i više). Tada prezentovane informacije nemaju svoju punu vrijednost u odnosu na eventualnu reakciju tržišta.

Volja i interes emitenta je izvedena volja, ali svakako treba da bude drugačija od volje i interesa drugih lica iz kojih se izvodi. Emitentu, odnosno odgovornim licima emitenta i licima koja

su dužna da postupaju savjesno i lojalno prema emitentu, mora biti jasno koje su obaveze emitenta (pa i njih samih) dok je to privredno društvo u statusu otvorenog akcionarskog društva, ali da im budu prezentovane i pogodnosti koje proizilaze iz tog statusa. Kada se govori o izvještavanju i objavljivanju informacija o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, kao obavezi emitenta, sa druge strane stoji pravo svih zainteresovanih da im se takve informacije učine dostupnim. Najvažnije u ovom kvaziobligacionom odnosu je pravovremenost, da investitori (akcionari), a i svi ostali zainteresovani, na vrijeme dobiju informacije koje mogu uticati na određenu investicionu odluku. Ta „pravovremena transparentnost“ je temelj uspostavljanja punog povjerenja koje treba rezultovati svim sinergičnim pozitivnim efektima koje donosi tržište kapitala.

ZAKLJUČCI

Treba imati na umu da otvoreno akcionarsko društvo, ukoliko vlasnici aktivne dvotrećinske većine udjela u kapitalu takvog društva to žele, uvijek može promijeniti svoj pravni status i preći u drugi, manje transparentnu i jeftiniju formu privrednog društva. Od navedenih obaveza, obaveza izvještavanja se može svrstati u derivatne jer je ona izvedena iz nekih drugih obaveza. Na primjer, da bi se objavio revizorski izvještaj prvo ga je potrebno sačiniti, a prethodno angažovati nezavisnog revizora. Cjelovit prikaz svih obaveza emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude koje se odnose na izvještavanje su istaknute na internet prezentaciji Banjalučke berze.

Izvještavanje putem portala Banjalučke berze je besplatno, ali je ipak primjetno da se sva društva ne pridržavaju svojih obaveza u tom dijelu. Donedavno, kao potpuno neadekvatna kazna za neispunjavanje ovih obaveza, akcije ovakvih otvorenih akcionarskih društava su bile suspendovane sa trgovanja. Međutim, uspostavljanjem dodatnog segmenta na Banjalučkoj berzi (slobodno tržište - HoV emitenata koji kasne sa finansijskim izvještavanjem) omogućeno je jedno od najosnovnijih prava vlasnika: prava raspolaganja akcijama svih vrsta u skladu sa zakonom.

S obzirom na to da ovakvo kontinuirano ponašanje ipak zaslužuje i represivno djelovanje, bez obzira na „ukidanje ograničenja ili suspenzije trgovanja“, sankcija bi morala da bude primjerena nepostupanju po dispoziciji i usmjerena prema počiniocu/ima. Recimo, novčana kazna ili zabrana prava glasa nad akcijama licima koja imaju dužnost prema društvu, slično kao kod neobjavljivanja ponude za preuzimanje od strane ponudioca kojem je utvrđena obaveza, bi bile djelotvornije za otklanjanje neobjelodanjivanja svih značajnih događaja i izvještaja.

Otvoreno akcionarsko društvo je privatnopravna zajednica u kojoj se ravnopravnost svih ulagača (akcionara, kako sadašnjih, tako i budućih), između ostalog, treba ogledati u mogućnosti korištenja i pristupu svim značajnim informacijama. U protivnom, odgovorna lica zloupotrebjavaju svoj položaj i izbjegavaju obaveze koje predstavljaju tuđe pravo. Ta odgovorna lica su kontrolni akcionari akcionarskog društva, zastupnici društva, članovi upravnog odbora, članovi izvršnog odbora, članovi odbora za reviziju i interni revizor akcionarskog društva i ona su dužna da rade u interesu privrednog društva i da, dok su u tom svojstvu, izvršavaju svoje poslove savjesno, sa pažnjom dobrog privrednika, u razumnom uvjerenju da djeluju u najboljem interesu privrednog društva.

Volja i interes emitenta je izvedena volja, ali svakako je drugačija od volje i interesa drugih lica iz kojih se izvodi. Otvorenom akcionarskom društvu, odnosno odgovornim licima i licima koja su dužna da postupaju savjesno i lojalno prema tom društvu, treba biti jasno koje su obaveze otvorenog akcionarskog društva (pa i njih samih) dok je to privredno društvo u statusu otvorenog akcionarskog društva, ali da im budu prezentovane i pogodnosti koje proizilaze iz tog statusa.

Kada se govori o izvještavanju i objavljivanju informacija o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanje emitenta, kao obavezi emitenta, sa druge strane stoji pravo svih zainteresovanih da im se takve informacije učine dostupnim. Najvažnije u ovom kvaziobligacionom odnosu je pravovremenost, da investitori (akcionari), a i svi ostali zainteresovani, na vrijeme dobiju informacije koje mogu uticati na određenu investicionu odluku. Ta „pravovremena transparentnost“ je temelj uspostavljanja punog povjerenja koje treba rezultovati svim sinergičnim pozitivnim efektima koje donosi tržište kapitala. Dalja istraživanja

moгу іći u pravcu definisanja sanckija neodgovornim akcionarima, te iskazivanja propuštene dobiti ili štete koju trpe, prije svega, manjinski akcionari koji ne mogu kontinuirano raspolagati akcijama ili koji nemaju pravovremen ili nikakav pristup bitnim informacijama.

LITERATURA

- Anafiah, V. A., Diyanty, V., & Wardhani, R. (2017). The effect of controlling shareholders and corporate governance on audit quality. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(1), 1-19.
- Banjalučka berza hartija od vrijednosti. (2020). Izvještaj. Preuzeto 20. maja 2021. sa <https://www.blberza.com>
- Beuselink, C., Blanco, B., & García Lara, J. M. (2017). The role of foreign shareholders in disciplining financial reporting. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(5-6), 558-592. Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jbfa.12239>
- Bukvic, R., i Rajnović, L. (2018). Treba li kompanijama upravljati u interesu akcionara? *Korporativno upravljanje u Srbiji*, 93-106.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., & Melis, A. (2017). The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 561-572. Retrieved from <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-016-9365-1>
- Čengić, D. (2000). Vladajuća elita i proces delegitamacije privatizacijskog projekta: ima li pouka za budućnost? *Društvena istraživanja-Časopis za opća društvena pitanja*, 9(49), 497-525.
- Đogo, M., Trpeski, P., Lukić, V. Melović, B., Popović, S. Janković, I. Mekinjić, B. Grujić, M., Naumovska, E. Vuksanović, M, Šehović. D. (2020). *Western Balkans Financial Systems Guidelines*. Amazon kdp.
- Gerged, A. M., Mahamat, B. B., & Elmghamez, I. K. (2020). Did corporate governance compliance have an impact on auditor selection and quality? Evidence from FTSE 350. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2), 51-60. Retrieved from <https://link.springer.com/article/10.1057/s41310-020-00074-1>
- Grujić, M. i Janjić, D. (2020). *Standardi, specifičnosti i anomalije tržišta kapitala u zemljama u razvoju*. Banja Luka: Udruženje ekonomista RS SWOT.
- Hasić, T. (2013). Dužnost dioničara na lojalno postupanje prema društvu i ostalim dioničarima. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 34(2), 785-815. Preuzeto sa <https://hrcak.srce.hr/119389>
- Jurić, D. (2019). Direktiva (EU) 2017/828 o izmjeni Direktive 2007/36/ez u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara i njezina implementacija u hrvatsko pravo društava. *Pravni vjesnik*, 35(3-4), 243-260. Preuzeto sa <https://doi.org/10.25234/pv/8628>
- Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. (2020). Izvještaj od radu za 2019. Preuzeto sa: http://www.secsr.gov.ba/Documents/Izvjestaji/a9ea9f9f-e960-41b4-b51f-f13314122020_sr-Latn-CS.pdf
- Lepetić, J. (2019). Dodatni glasovi kao nagrada lojalnim akcionarima - predlog za reformu. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, 67(1), 140-158. Preuzeto sa <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=756195>
- Mijatović, B. (2005). Privatizacija realnog sektora. U Begović, B., i Mijatović, B. *Četiri godine tranzicije u Srbiji* (str. 185-207). Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije.
- Njavro, Đ. (1993). Privatizacija. *Društvena istraživanja*, 2(1-3), 87-105.
- Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitenata hartija od vrijednosti koje su predmet javne prodaje, Službeni glasnik Republike Srpske, 60/2012, 111/2012, 50/2014 i 103/2020.
- Radović, V. (2020). Nevoljni prestanak privrednog društva zbog blokade i ugnjetavanja manjine. *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, 2(1), 101-120.
- Serjević, V. (2019). Otkup akcija nesaglasnih manjinskih akcionara. *Pravo i privreda*, 57(4-6), 249-262.
- Tanzi, V. (2010). *Russian Bears and Somali Sharks: Transition and Other Passages*. Jorge Pinto Books.

- Tasić, M. (2017). Manjinski akcionari - opšta pitanja o defnisanju pojma i mehanizmima pravne zaštite. *Pravo - teorija i praksa*, 34(4-6), 42-55.
- Wu, S., Chen, C. M., & Lee, P. C. (2016). Independent directors and earnings management: The moderating effects of controlling shareholders and the divergence of cash-flow and control rights. *The North American Journal of Economics and Finance*, 35, 153-165.
- Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik Republike Srpske, 127/2008, 58/2009, 100/2011, 67/2013, 100/2017, 82/2019.
- Zakon o reviziji i računovodstvu Republike Srpske, Službeni glasnik Republike Srpske, 94/2015, 78/2020.
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, Službeni glasnik Republike Srpske, 92/2006, 34/2009, 30/2012, 59/2013, 86/2013, 108/2013, 4/2017.
- Zečević, Z. (2019). Izvještavanje. *Nezavisne novine*. Preuzeto 15.03.2021. sa <https://www.nezavisne.com/novosti/kolumne/Izvjestavanje/548343>.
- Žarković, V. (2012). Privatizacija u centralnoj i istočnoj Evropi. *Monografija, Banja Luka: Grafomark*.

REPORTING OBLIGATIONS IN THE FUNCTION OF PROTECTION OF THE RIGHTS OF NON-CONTROLLED SHAREHOLDERS

Miloš Grujić¹, Boris Srdić¹, Zdravko Zečević², Gordana Drobnjak²

¹The Pension Reserve Fund Of Republic of Srpska a.d. Banja Luka, Bana Milosavljevića 8,
78 000 Banja Luka, Bosnia and Herzegovina, milos.grujic@pref.rs.ba

²The European voluntary pension a.d. Banja Luka, Kralja Petra I Karađorđevića 109/III,
78 000 Banja Luka, Bosnia and Herzegovina

ABSTRACT

With the listed companies on the Banja Luka Stock Exchange, it is noticeable that a large number do not adhere to their legally prescribed obligations that are brought to the timely publication of information on business activities. In this regard, the research problem is the unfavorable position of minority shareholders in terms of information on business activities and business results of issuers listed on the capital market. The aim of this paper is to present a critical review of the justification of certain applicable norms and sanctions that exist for non-compliance and to propose more effective measures to preserve the rights of non-controlling shareholders through the presentation of statutory reporting obligations, as well as the role of other institutions, bodies, and entities in this issue and protecting the interests of all stakeholders. Also, the possible legal and economic consequences of the violation of shareholders' rights will be pointed out. The research method is originally a method of induction, when reviewing the current legal regulations, from individual norms to general ones. The conclusion of the research is that a fine for authorized persons who have a subject duty in the company or a ban on voting rights over shares of controlling shareholders would be more effective for compliance with statutory obligations to publish information and reporting, in the interest of all stakeholders, especially minority shareholders. The most important result of the proposed measures is the possibility of achieving timely reporting, so that investors (shareholders) and all other interested parties receive timely information that may affect the investment decision-making process, and avoid negative phenomena such as information asymmetry and agency problems. This "timely transparency" is the basis for establishing full confidence, which should result in all the synergistic positive effects of the capital market.

Keywords: shareholders, joint stock companies, shareholders' rights.