

UNAPREĐENJE KORPORATIVNOG
UNAPREĐENJE KORPORATIVNOG
UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI
UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

„ Studija je...dovoljno je kritička, posebno u predlozima unapređenja zakonske i autonomne infrastrukture od značaja za korporativno upravljanje, kao i u predlozima unapređenja institucionalne prakse institucija finansijskog tržišta i predlozima za unapređenje korporativne prakse ukazivanjem na tzv. dobru korporativnu praksu. Poseban kvalitet studije je činjenica da je obuhvatila istraživanjem i zakonsku i autonomnu infrastrukturu, i poslovnu korporativnu praksu, i sudsku korporativnu praksu, i institucionalnu praksu institucija od čijeg funkcionisanja zavisi implementacija standarda korporativnog upravljanja. Konačno, za praktičan efekat studije je jako važno da je sve to propuštanom kroz optiku korporativnih standarda utvrđenih naročito Principima korporativnog upravljanja OECD-a, Principima IOSCO, kao i relevantnom regulativnom EU.“

dr Mirko Vasiljević
profesor i dekan Pravnog fakulteta
Univerziteta u Beogradu

„Poseban značaj ovog Projekta jeste višedisciplinarnost, višedimenzionalnost, dinamičnost i pogled u budućnost. Kao rijetko potrebno je izdvojiti povezanost mikro, mezo i makro aspekta menadžmenta, opšteg i konkretnog, teorije i primjera iz prakse, pri čemu se odabralo ono što predstavlja trajniju vrijednost.“

prof. dr Mladen Šljivančanin

“Zaključci studije pružaju osnovu na kojoj se moraju fokusirati aktivnosti na reformi sistema korporativnog upravljanja i omogućavaju javnosti - investitorima da ostvare razumijevanje obima u kojem se poštuju i prate moderne tendencije korporativnog upravljanja u poredenju sa međunarodnim standardima u ovoj oblasti.“



dr Neda Ivović



Komisija
za hartije od vrijednosti

UNAPREĐENJE KORPORATIVNOG
UNAPREĐENJE KORPORATIVNOG
UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI
UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

Izdavač:

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

Za izdavača:

doc.dr Zoran Đikanović

Istaživanje sproveo:

CEED Consulting doo, Podgorica

Društvo za intelektualne usluge i konsalting

Kralja Nikole 27a/4 sprat, Poslovni centar "Čelebić", Podgorica

Recenzenti:

prof. dr. Mirko Vasiljević

prof. dr Mladen Šljivančanin

dr Neda Ivović

Štampa:

Montcarton d.o.o. Podgorica

Tiraž:

300 primjeraka

Dizajn:

Nebojša Klačar, AAAD system d.o.o.

Beograd

Srbija

PREDGOVOR

Tržište kapitala u Crnoj Gori razvija se od 2001. godine, kao nastavak obuhvatne privatizacije, naročito masovne vaučerske privatizacije, koja je uticala na karakter tranzicije i razvoj tržišne ekonomije. U srcu tržišne ekonomije je tržište kapitala.

Da li tržište kapitala ima uticaj na ekonomski, socijalni i društveni razvoj u Crnoj Gori?

Da! Tržište kapitala je već promijenilo Crnu Goru.

Na stotine miliona eura je ušlo u Crnu Goru po osnovu tržišta kapitala. Tržište je veliki izvozni proizvod Crne Gore.

U Crnoj Gori je podijeljeno građanima i zaposlenima oko 45% od državnog kapitala. Upravo ovaj sistem svojinske demokratije je jedan od ključnih resursa našeg razvoja.

Ipak, najvažniji razvoji efekat tržišta kapitala je uticaj na edukaciju svakog građanina. Ne postoji institucija koja je tom brzinom, tim intenzitetom i tim obuhvatom stanovništva uticala na sticanje znanja iz tržišne ekonomije.

Danas ljudi samostalno donose odluke na tržištu i snose posljedice tih odluka. Takvo donošenje odluka uticalo je na promjenu upravljanja u određenim bankama, fondovima, preduzećima.

Istraživanje Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori pokrenula je Komisija za hartije od vrijednosti, a istraživanje je sproveo CEED, Podgorica. Istraživanje je pokrenuto s ciljem da se naglasi i ukaže da je način rješavanja pitanja svojine i zaštite svojine u jednom društvu ključni faktor od koga zavisi kako će biti oblikovan sistem korporativnog upravljanja.

Izdavanjem istraživanja Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori želimo da doprinesemo razvoju znanja i vještina čija primjena će voditi povećanju ličnog i društvenog bogatstva.

doc.dr Zoran Đikanović
predsjednik
Komisija za hartije od vrijednosti

Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori

Podgorica, jun 2009. godine

SADRŽAJ

Predgovor

UVOD	7
------------	---

I DIO: Korporativno upravljanje u ekonomskoj teoriji	9
--	---

1. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U EKONOMSKOJ TEORIJI	10
2. SVOJINSKA PRAVA I KORPORATIVNO UPRAVLJANJE – AGENCIJSKI PROBLEM	12
3. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I CILJ BIZNISA	15
4. DISPERZIJA VLASNIŠTVA I TRANSAKCIONI TROŠKOVI KONTROLE	18
5. KAKO SE RJEŠAVA AGENCIJSKI PROBLEM U KORPORACIJI?	20
5.1. Državna korporacija i upravljanje	20
5.2. Privatna korporacija i upravljanje	22

II DIO: Zakonski i institucionalni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori	27
---	----

1. ANALIZA ZAKONA O HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI REPUBLIKE CRNE GORE	30
1.1) Usklađenost regulative o hartijama o vrijednosti sa principima IOSCO-a	30
1.2) Analiza efikasnosti postojećih rješenja u Zakonu o hartijama od vrijednosti	53
1.3) Pitanja koja bi trebalo regulisati u cilju poboljšanja postojećih zakonskih rješenja	55
2. ANALIZA ZAKONA O PRIVREDNIM DRUŠTVIMA	66
2.1) Usklađenost Zakona o privrednim društvima sa OECD principima korporativnog upravljanja ...	66
2.2) Preporuke za dalje zakonodavne izmjene	94
2.3) Što treba poboljšati u vezi sa praksom sudova vezanom za Zakon o privrednim društvima? ...	102
3. ANALIZA ZAKONA O INVESTICIONIM FONDOVIMA	103
4. ANALIZA ZAKONA O PREUZIMANJU AKCIONARSKIH DRUŠTAVA	109
4.1) Usklađenost Zakona o preuzimanju akcionarskih društava sa direktivom Evropskog Parlamenta i Savjeta o ponudama za preuzimanje 2004/25/ez	110
4.2) Prepreke za razvoj biznisa ustanovljene Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava i preporuke za dalje zakonodavne izmjene	111
4.3) Uporedni pregled regulative koja se odnosi na preuzimanje privrednih društava u zemljama Evropske Unije	115
5. ANALIZA ZAKONA O DOBROVOLJNIM PENZIONIM FONDOVIMA	120
6. ANALIZA INSTITUCIJA ČIJI JE RAD DIREKTNO VEZAN ZA SISTEM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA	126

6.1) Komisija za hartije od vrijednosti	126
6.2) Ovlašćeni učesnici na tržištu	133
6.3) Centralna Depozitarna Agencija.....	134
6.4) Berze.....	135
7. ANALIZA PROPISA I INSTITUCIJA ČIJE FUNKCIONISANJE MOŽE IMATI UTICAJA NA OSTVARIVANJE INTERESA UČESNIKA NA TRŽIŠTU KAPITALA.....	137
1) Zakon o izvršnom postupku	137
2) Zakon o parničnom postupku.....	139
3) Zakon o obligacionim odnosima.....	141
4) Zakon o hipoteci	141
5) Zakon o insolventnosti privrednih društava	142
6) Zakon o porezu na dobit pravnih lica	142
7) Zakon o porezu na dohodak fizičkih lica.....	143
8) Zakon o bankama	144
8 .DESK ISTRAŽIVANJE O PROPISIMA KOJI REGULIŠU VLASNIKA PRAVA I NJIHOVU ZAŠTITU.....	146
1) Pravo na podnošenje direktnih akcionarskih tužbi	147
2) Opšte karakteristike procesno-pravnog okvira za ulaganje akcionarskih tužbi.....	149
3) Analiza pravnog okvira akcionarskih tužbi i preporuke za dalje regulisanje u cilju potpunije zaštite akcionarskih prava pred sudom	152
4) Odgovornost za zaštitu svojinskih prava u slučaju netačnih, nepotpunih ili obmanjujućih podataka o prospektu	153
III DIO: EMPIRIJSKA ANALIZA PRAKSE KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI	156
1. Terensko istraživanje: OCJENA OPŠTEG STANJA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI	158
1.1. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA.....	159
a) Demografske karakteristike akcionarskih društava i njihovih ovlašćenih predstavnika	161
b) Skupština akcionarskog društva	167
c) Odbor direktora.....	177
d) Izvršni direktor.....	185
e) Konflikt interesa.....	187
f) Transparentnost.....	189
g) Opšta akta društva	191
1.2. ZAKLJUČAK.....	192

2. Terensko istraživanje: ANALIZA RADA SUDOVA I SUDSKE PRAKSE U CRNOJ GORI U ODNOSU NA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE	193
2.1. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA.....	194
2.2. DOBIJENI PODACI.....	194
2.3. NALAZ ISTRAŽIVANJA	200
 IV DIO: FINANSIJSKO IZVJEŠTAVANJE U FUNKCIJI EFIKASNOG KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA..	201
UVOD	203
1. FINANSIJSKO IZVJEŠTAVANJE PREDUZEĆA	204
1.1. Transparentnost finansijskog izvještavanja	209
1.2. Regulativa finansijskog izvještavanja evropskih zemalja	210
1.3. Najnovija regulativa EU.....	212
1.4. Finansijsko izvještavanje kotiranih kompanija	213
2. OCJENE STANJA U OBLASTI FINANSIJSKOG IZVJEŠTAVANJA U CRNOJ GORI.....	214
2.1. Informisanost javnosti o finansijskim i poslovnim rezultatima	216
2.2. Finansijsko izvještavanje banaka	217
2.3. Primjena međunarodnih računovodstvenih standarda prilikom sačinjavanja finansijskih izvještaja	217
2.4. Revizija finansijskih iskaza kompanije.....	219
2.5. Osnovne karakteristike izmjena i dopuna Zakona o računovodstvu i reviziji.....	222
3. NALAZI ISTRAŽIVANJA.....	224
 V DIO: UTICAJ KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PERFORMANSE PREDUZEĆA	225
1.KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I PERFORMANSE PREDUZEĆA	227
2.EKONOMETRIJSKA ANALIZA UTICAJA NEKIH ELEMENATA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PERFORMANSE PREDUZEĆA.....	229
2.1. Promjenjive u modelu	230
2.2. Hipoteze koje se testiraju.....	231
2.3. Specification of the model	232
3.PROCJENA MODELA	233
3.1. Privatni vs. državni kapital i performanse kompanije	233
3.2. Većinski vlasnici i najveći vlasnik, i performanse kompanije	234
3.3. Zavisnost performansi firmi od većinskog vlasništva – domaćeg i stranog	235
3.4. Menadžeri–vlasnici vs. menadžeri–ne-vlasnici, i performanse kompanija.....	237
4.NALAZ ISTRAŽIVANJA	238
VI DIO: ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	239

UVOD

Korporativno upravljanje, kao skup odnosa u akcionarskim kompanijama i način njihovog organizovanja, predstavlja strukturu putem koje se određuju ciljevi kompanije. U isto vrijeme, radi se o sredstvu za ostvarivanje tih ciljeva i praćenje postignutih rezultata.

Korporativno upravljanje predstavlja ključni element u poboljšanju ekonomske efikasnosti i rasta akcionarskih društava, kao i u povećanju povjerenja investitora.

Međutim, iako vezano za određeno preduzeće, korporativno upravljanje je dio šireg ekonomskog konteksta u kojem posluje firme, a koji obuhvata makroekonomsku politiku i način funkcionisanja tržišta. Takođe, način primjene principa korporativnog upravljanja u kompanijama zavisi od zakonskog, regulatornog i institucionalnog okruženja.

S obzirom na pomenute odnose, jasno je da prisustvo efikasnog sistema korporativnog upravljanja unutar pojedinačne kompanije ali i ekonomije kao cjeline, pomaže da se stvore preduslovi za funkcionisanje tržišne ekonomije i efikasnu alokaciju resursa.

Upravo zbog toga, nameću se pitanja: Kako se primjenjuje koncept korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima? Da li je normativni sistem korporativnog upravljanja definisan na način koji omogućava njegovu efikasnu primjenu u praksi? Da li je pravni okvir za poslovanje privrednih društava u Crnoj Gori u skladu sa OECD principima korporativnog upravljanja i direktivama kompanijskog prava EU? Da li primjena principa korporativnog upravljanja značajno utiče na rezultate koje preduzeća ostvaruju?

Projekat “Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori” pokušava da odgovori na ova i mnoga druga pitanja kroz detaljnu analizu dosadašnje primjene principa korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima, njegovog uticaja na razvoj finansijskog sistema i cjelokupnu ekonomsku aktivnost, kao i zakonskog okvira koji definiše primjenu ovih principa u praksi.

Istraživanjima koja su sprovedena u toku realizacije projekta “Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori” utvrđene su osnovne karakteristike korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima u Crnoj Gori i pružena empirijska podloga – građa – za razvoj korporativnog upravljanja, kako sa stanovišta posebnih odredbi o korporativnom upravljanju sadržanim u Zakonu o privrednim društvima, tako i sa aspekta ustanovljavanja potrebe za uspostavljanjem nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja.

Izvještaj o realizaciji projekta “Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori” sadrži detaljnu analizu stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, normativnog sistema korporativnog upravljanja i pravnog okvira poslovanja privrednih društava u Crnoj Gori. U Izvještaju se ukazuje na moguće strategije unapređenja korporativnog upravljanja, unapređenja regulative finansijskog sektora, unapređenja pravnog okvira poslovanja privrednih društava i korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, u skladu sa OECD principima korporativnog upravljanja i direktivama kompanijskog prava EU.

I DIO Korporativno upravljanje u ekonomskoj teoriji

1. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U EKONOMSKOJ TEORIJI

Sistem korporativnog upravljanja u jednom društvu, problemi do kojih dolazi u upravljanju korporacijom i način njihovog rješavanja dominantno zavise od institucionalnog okvira u jednoj ekonomiji, odnosno sistema kako formalnih, tako i neformalnih institucija u društvu. Poput svih ekonomskih subjekata, korporacija ne funkcioniše u vakuumu, već se oblikuje i evolutivno prilagođava uslovima u ekonomskom okruženju. Pri tom je svojina, kao bazična ekonomska institucija jednog društva i način na koji je riješeno pitanje svojine u društvu ključni faktor od koga zavisi kako će biti oblikovan sistem korporativnog upravljanja.

Ukratko, dominantni oblik svojine u društvu i stepen njene zaštite osnovni su uzrok eventualnih problema koji se javljaju u korporativnom upravljanju. Tako, na slobodnom tržištu, gdje se država ne pojavljuje kao tržišni igrač, već štiti svojinu i ugovore, upravo taj ugovorni mehanizam obezbjeđuje da menadžeri koji upravljaju korporacijom uvijek rade u interesu vlasnika, odnosno da se ostvaruje osnovna uloga biznisa, od Adama Smita (Adam Smith) pa do danas – ostvarivanje profita. U takvom okruženju apsolutne i neprikosnovene zaštite svojine i ugovora svi eventualni problemi u relaciji principal (vlasnik)–menadžer (agent) lako se rješavaju, odnosno ne možemo govoriti o problemima korporativnog upravljanja.

Međutim, potpuno slobodno tržište bez državne intervencije je teorijski ideal, kome su se u manjoj ili većoj mjeri približavali ekonomski sistemi različitih zemalja kroz istoriju. Imajući ovo u vidu, kad govorimo o praksi upravljanja korporacijama u savremenom svijetu, jasno se izdvajaju dva osnovna tipa korporativnog upravljanja. Jedan, tržišno orijentisani model je dominantan u ekonomskom sistemu SAD-a i Velike Britanije i zasniva se funkcionisanju tržišta kapitala, većoj ulozi vlasnika u upravljanju i zaštiti prava pojedinačnih akcionara, dok drugi model zasnovan na razvoju bankarskog sektora, karakteriše ekonomiju Njemačke i Japana. Za razliku od modela tržišta kapitala, ovaj model karakteriše rigidnija regulativa, zakonska ograničenja, zaštita interesa različitih grupa od strane države, i uopšte manje prostora da se kroz korporativno upravljanje ostvare interesi vlasnika-akcionara.

Talas globalizacije, odnosno slobodan protok roba i kapitala u svijetu nameće potrebu da se sve firme, koje žele da posluju na globalizovanom tržištu prilagode novim uslovima, odnosno da će neminovno morati da novim uslovima prilagode svoju organizacionu strukturu. Tako se danas u svijetu troši mnogo energije i novca u namjeri da se dođe do novih rješenja u oblasti korporativnog upravljanja, da se nađu novi mehanizmi i načini funkcionisanja korporacije koji će je učiniti efikasnijom. Analiza koja slijedi pokušava da odgovori na pitanje da li je to ispravan put. Da li će ta nova mehanička rješenja, koja se najčešće uvode u oblast korporativnog upravljanja zaista povećati njegovu efikasnost? Da li će nova regulativa, koja se uvodi s ciljem poštovanja principa propisanih od strane međunarodnih organizacija u ovoj oblasti, zaista povećati efikasnost korporativnog upravljanja?

Teorijska analiza fenomena korporativnog upravljanja pokazuje da uvođenje nove regulative, koja nameće ograničenja vlasnicima da koriste resurse shodno svojim interesima, iskrivljuje krivi sistem podsticaja u korporaciji i vodi padu njene efikasnosti.

Ključ rješenja problema koji se javljaju u sistemu korporativnog upravljanja leži u promjeni institucionalnih aranžmana u društvu. To nije lak put, a koliko je dug zavisi od mreže formalnih i neformalnih institucija u jednoj ekonomiji. Međutim, smjer kojim se mora ići savršeno je jasan.

Umjesto da nameće novu regulativu i štiti prava jedne grupe ekonomskih aktera na račun drugih država treba da svoje aktivnosti usmjeri ka zaštiti prava svojine i ugovora u društvu. Institucionalni okvir u kome se uloga države svodi na obezbijedjivanje mogućnosti da privatni vlasnik nesmetano koristi sva svojinska ovlašćenja i zaštitu ugovora omogućava efikasno upravljanje korporacijama.

2. SVOJINSKA PRAVA I KORPORATIVNO UPRAVLJANJE – AGENCIJSKI PROBLEM

Svojina je bazična ekonomska institucija koja određuje prirodu i karakter mnogih relacija u društvu. Svojina, odnosno pravo na imovinu je jedno od prirodnih prava čovjeka. Jedan od osnivača škole svojinskih prava¹, profesor Stiv Pejović (Steve Pejovich) ističe da je pogrešno odvajati ljudska prava od prava vlasništva. Pravo čovjeka da govori ili da piše o nečemu njegovo je vlasničko pravo, jer reguliše njegov odnos prema drugim ljudima.

Pejović kaže da se pravo vlasništva odnosi na pojedinca. To je individualno pravo i ono pripada pojedincu. Pravo vlasništva nad nekom stvari ne reguliše odnos između pojedinca koji je nosilac prava vlasništva i tog konkretnog predmeta u njegovom vlasništvu, već reguliše odnos pojedinca koji posjeduje dati predmet i svih ostalih ljudi u odnosu na pravo upotrebe tog konkretnog predmeta. Shodno ovome institucija vlasništva reguliše norme ponašanja u odnosu na oskudna ekonomska dobra kojih se moraju pridržavati svi pojedinci u međusobnim odnosima.

Svako ekonomsko dobro se može shvatiti kao skup prava.

Sa pravnog aspekta svojina podrazumijeva pravo vlasnika da neku stvar (resurs) drži, koristi i njome raspolaze.

Ekonomski gledano, to znači da vlasnik:

- 1) Ima pravo da donosi odluke o upotrebi stvari, odnosno vlasnik bira način na koji će upotrijebiti resurs, i upravlja i kontroliše njegovom upotrebom;
- 2) Prisvaja prinose od upotrebe te stvari, odnosno učestvuje u raspodjeli;
- 3) Raspolaze sa prethodna dva ovlašćenja ili sva tri zajedno, odnosno ima mogućnost da učestvuje u razmjeni.

Na ekonomsko ponašanje vlasnika utiču i nepovredivost, prenosivost i ustavno garantovanje vlasništva.

Efikasnost upotrebe resursa u jednom društvu zavisi od rasporeda svojinskih ovlašćenja, odnosno od načina na koji su podijeljena ovlašćenja držanja, korišćenja i raspolaganja predmetom vlasništva između različitih lica. Različiti oblici svojine upravo su posljedica rasporeda svojinskih ovlašćenja.

¹ Škola svojinskih prava je jedan od pravaca nove institucionalne ekonomije koja se bazira na postulatima klasičnog liberalizma. Postoje četiri pravca neoinstitucionalne ekonomije: jedan pravac se zasniva na institucijama shvaćenim kao pravila igre koja oblikuju svojinska prava u najširem smislu; drugi pravac stavlja naglasak na ugovore kao dobrovoljni način oblikovanja pravila igre; treći pravac naglašava transakcione troškove kao kriterijum efikasnosti pravila igre; četvrti pravac shvata institucije u najširem smislu kao društvene norme

Istoriju civilizacije obilježile su promjene u dominantnom obliku svojine, kao bazične društvene institucije. Promjene dominantnog oblika svojine utiču, kako na karakter ekonomskog sistema, tako i na karakter mnogih odnosa u društvu i način regulisanja tih odnosa. Promjene u oblicima svojine utiču na promjene položaja i uloge pojedinaca i grupâ u jednom društvu. Shodno tome, promjena u oblicima svojine uvijek se dešava paralelno sa sveobuhvatnim promjenama društvenog sistema. U društvima u kojima je dominantna privatna svojina immanentan je razvoj tržišta, za razliku od društava u kojima dominiraju oblici kolektivne svojine, gdje se razvija komandna ekonomija, odnosno plan.

Problem korporativnog upravljanja u ekonomsku teoriju uvode Berl i Mins (Berle; Means), 1932², koji smatraju da osnov funkcionisanje moderne korporacije počiva na razdvajanju vlasništva od upravljanja kompanijom. S ciljem finansiranja poslovnih aktivnosti, odnosno zadovoljenja potreba za kapitalom, korporacije emituju veliki broj akcija i njihovom prodajom prikupljaju kapital. Vlasnik akcije ima pravo da upravlja kompanijom, pravo na dio profita koji ostvari kompanija i na dio likvidacione mase. Ukoliko vlasnik prenese pravo upravljanja kompanijom na treće lice, možemo govoriti o fenomenu korporativnog upravljanja.

Otuda i Berl/Minsova definicija korporativnog upravljanja koja kaže da je korporativno upravljanje bavljenje "problemima" koji rezultiraju iz odvajanja vlasništva i kontrole. Drugim riječima, shodno ovoj definiciji o korporativnom upravljanju govorimo samo kod preduzeća kojima ne upravljaju vlasnici, već profesionalni menadžeri.

Suština fenomena korporativnog upravljanja može se tražiti u odgovoru na pitanje: zašto investitori (vlasnici) povjeravaju sopstveni novac nekome (najčešće je to profesionalni menadžer ili preduzetnik) na upravljanje, pritom se nadajući da će se vrijednosti njihovog uloga u preduzeće realno povećati. Analiza fenomena korporativnog upravljanja data u ovom projektu polazi od neosporne pretpostavke da vlasnici koriste svoje resurse s ciljem da ostvare profit.

Zašto investitori prenose svoje ovlašćenje upravljanja predmetom svojine na menadžere? Odnosno, da li postoje i koji su mehanizmi koji tjeraju menadžere da se ponašaju u interesu investitora – da ostvaruju profit? U kojem ambijentu mogu da funkcionišu mehanizmi koji onemogućavaju menadžere da se ponašaju oportunistički, odnosno da rade u sopstvenom, a protiv interesa investitora?

Opisana situacija je u ekonomskoj teoriji poznata kao tzv. agencijski problem. Agencijski problem se definiše kroz odnos dva ekonomska aktera: principala (kad govorimo o korporativnom upravljanju to je investitor – akcionar) koji prenosi jedan dio svojinskih ovlašćenja na agenta – menadžera i mehanizme koji omogućavaju da se menadžeri (agenti) ponašaju u najboljem interesu akcionara (principala). U opštem smislu agencijski

² Berle, A, Jr; Means, G (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York, pp. 333-339

problem obuhvata bilo koji ugovorni odnos koji uključuje obavezu jedne strane (agenta –zastupnika) da djeluje u korist druge strane (principala – nalogodavca) i mehanizme kojima se obezbjeđuje da agent djeluje u interesu principala.

Ukoliko su investitori u mogućnosti da uspješno riješe agencijski problem, oni će ulagati svoj novac u korporacije, odnosno u privredna društva. Nivo ulaganja u korporacijski sektor koji postoji u savremenoj ekonomiji ukazuje na to da se agencijski problem uspješno rješava, odnosno da su uspostavljeni manje-više efikasni mehanizmi kojima se obezbjeđuje da menadžeri rade u korist investitora, odnosno vlasnika preduzeća.

U najkraćem, odvajanje vlasništva i kontrole nad korporacijama, o kome govore Berle i Means, svodi se na agencijski problem u upravljanju korporacijom, a način na koji se rješava ovaj problem može biti različit. Kako principal može da kontroliše rad agenta tj. da obezbijedi da aktivnosti agenta budu usmjerene ka ostvarenju njegovih interesa? Dva su moguća rješenja. Prvo, permanentan i sveobuhvatan nadzor principala nad radom agenta, i/ili precizan i sveobuhvatan ugovor između principala i agenta.

U prvom slučaju stalnog i sveprožimajućeg nadzora, principal bi raspolagao svim informacijama koje ima i agent. Drugim riječima postojala bi apsolutna informaciona simetrija, tako da bi bilo koja aktivnost agenta protivna interesu principala bila opažena, i principal bi se ponašao u skladu sa tim. Međutim, ovo je praktično nemoguće, jer u odnosu principal-agent uvijek postoji informaciona asimetrija zbog objektivne nemogućnosti principala da vrši sveobuhvatan nadzor nad radom agenta. Agent, odnosno menadžer zna mnogo više o stvarima relevantnim za donošenje poslovnih odluka od principala – vlasnika. Na taj način menadžer je i angažovan kao profesionalno lice, koje ima više znanja o vođenju preduzeća od vlasnika. Uz to, on je mnogo više upućen u poslovanje preduzeća koje svakodnevno prati, za razliku od udaljenog vlasnika-akcionara. Nemogućnost da principal kontinuirano vrši sveprožimajući nadzor, dovodi do asimetrije informacija.

Na drugoj strani, činjenica je da ugovor kojim se uređuje relacija vlasnik (principal)–menadžer (agent) ne može obuhvatiti sve moguće buduće situacije u kojima se oni mogu naći tokom upravljanja kompanijom i načine rješavanja tih situacija. Realni ekonomski život karakteriše neizvjesnost koja se ne može izbjeći. Rizik te neizvjesnosti snosi investitor, odnosno vlasnik koji je uložio svoj novac – kapital u kompaniju.

Ipak, postavlja se pitanje da li je i u kojim uslovima ugovornim odnosom moguće izbjeći probleme koje izaziva tzv. agencijski odnos, tj. informaciona asimetrija u odnosu vlasnik (principal) – menadžer (agent). Kada i u kojim uslovima ugovorom može da se efikasno vrši kontrola menadžera od strane vlasnika? Analiza u nastavku pokušava da odgovori na ovo pitanje.

3. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I CILJ BIZNISA

Da li je uopšte ekonomski efikasno da se menadžer-agent ponaša u interesu vlasnika-principala? Da li je efikasno da menadžer radi tako da obezbijedi prinos principalu? Da li je dobro da menadžer radi na maksimaciji profita, tj. maksimizaciji vrijednosti preduzeća odnosno imovine vlasnika, ili možda treba da se opredijeli za neku drugu ciljnu funkciju? I, uopšte, šta je cilj biznisa u savremenom društvu? Da li je to povećanje bogatstva, odnosno profit?

Drugu polovinu prošlog vijeka karakterišu težnje velikog dijela javnosti, da se promoviše koncept "socijalne odgovornosti korporacija" odnosno neprofitni ciljevi biznisa! U socijalističkim privredama preduzeća su imala eksplicitno postavljene neprofitne, najčešće socijalne ciljeve: rast plata zaposlenima, sigurnost zaposlenja, rast prava radnika, itd. U kapitalističkim zemljama neprofitni (socijalni ili politički) ciljevi se pravdaju konceptom države blagostanja, i svode se na isto: poboljšati položaj radnika, učiniti nešto za lokalnu zajednicu, zaštititi životnu sredinu, pomoći bolesnima i siromašnima...

Postavlja se pitanje šta se dešava ukoliko cilj biznisa nije profit? Odnosno, ako se problemu priđe sa aspekta korporativnog upravljanja: šta se dešava ukoliko menadžer maksimizuje neku drugu ciljnu funkciju koja nije profit?

Teza da profit nije cilj biznisa osnov je teorije social-demokratije koja guši pokretačku i motivacionu snagu pojedinaca i ljudi koji ulaze i organizuju biznis. To je teorija izgradnje impotentnog biznisa (uvođenje neproizvodnje profita kao vrhovnog načela njegove organizacije).

što je sudbina biznisa koji ne proizvodi profit? Adam Smit je govorio o povećanju bogatstva. Danas govorimo o profitu. Težnja da se promovišu neprofitni ciljevi biznisa otvara pitanje da li su se osnovni principi funkcionisanja ekonomije promijenili od vremena Adama Smita do danas? Da li je danas, kao i u Smitovo vrijeme cilj biznisa – profit? Da li je esencija biznisa ostala ista? Da li je privatna svojina i njena zaštita osnova organizacije ekonomije? Da li je privatni interes ključni princip ponašanja?

Pojavno, mnogo toga se jeste promijenilo. Činjenica je da se promijenila tehnologija i mnoge stvari sa njom. Da li je ta promjena tehnologije promijenila i osnovnu ideju biznisa? Da li je npr. moda, tehnika promijenila suštinu čovjeka? Da li je i u kojoj mjeri promijenila prirodu čovjeka? Ako se drugačije oblačimo – da li to znači da smo se u prirodi naših funkcija promijenili?

Jedna od bazičnih premisa od kojih polazimo u realizaciji ovog projekta jeste stanovište da cilj svakog biznisa jeste i mora biti profit, jer "direktan impuls ekonomskom progresu dolazi iz profitno orjentisanih

aktivnosti i inicijativa preuzetih od biznis preduzeća koja rade u konkurentnom okruženju tržišne ekonomije."³ Neminovan rezultat neprofitno orijentisanih preduzeća je inferiorna ekonomska efikasnost, a praksa socijalističkih zemalja najbolja je potvrda toga.

Kad je riječ o korporativnom upravljanju, težnja da se biznisu nametnu neprofitni ciljevi promoviše se pod konceptom tzv. socijalne odgovornosti korporacije ("Corporate Social Responsibility") koja se sve više nameće kompanijama u vidu obavezujuće regulacije. Ovakvom regulacijom država pokušava da izmjesti odgovornost za socijalnu politiku u sektor biznisa.

"Socijalna odgovornost korporacije" je koncept koji suštinski predstavlja vraćanje na praksu socijalizma, gdje je socijalna funkcija kompanija bila i formalno i suštinski postavljena iznad ekonomske. Drugim riječima, kompanija je bila produžena ruka države, čiji je cilj i primarna uloga da rješava sva pitanja svojih zaposlenih i pitanja lokalnih zajednica – opština. Kompanije su praktično predstavljale dijelove ministarstva za socijalna davanja, pa su imale i do 20-30% vrijednosti aktive koja nije imala veze sa biznisom kompanije. Npr. stanovi za zaposlene; hoteli; odmarališta; sporedni objekti: velike i luksuzne zgrade; automobili; spomenici... Odakle je kompanija dobijala novac za to? Sa tržišta? Ne – iz države. Krah je bio neminovan.

Stoga, pobornici koncepta "socijalne odgovornosti korporacija" treba da razmisle o posljedicama. Osnovni cilj korporacije, kao oblika organizovanja preduzetničke ideje je biznis. Socijalna politika mora ostati u rukama države!

Konceptu "socijalne odgovornosti korporacija" blizak je koncept „stakeholdera“, odnosno pitanja da li bi interesne grupe trebalo da imaju važnu ulogu u korporativnom upravljanju. Da li su to samo vlasnici, akcionari ili kreditori, zaposleni, dobavljači, trgovci, lokalne, nacionalne i međunarodne institucije?

Danas su u učenju o korporativnom upravljanju brojniji autori koji polaze od pretpostavke da je firma i socijalna i politička realnost i da kao takva uključuje i mora respektovati interese svih ovih grupa. Oni su mišljenja da interesi jedne ili više navedenih grupa, mogu biti iznad interesa vlasnika! Vjeruje se da su odluke koje se donose u firmi objektivno uslovljene, a nipošto da je to proces koji se odvija u uslovima neodređenosti i neizvjesnosti. Ova teorija gubi iz vida već spomenutu vezu između profita kao cilja biznisa i ekonomske efikasnosti. Samo jedna interesna grupa (vlasnici) ima za cilj povećanje profita! Sve ostale to nemaju kao esencijalni cilj.

Uz to, činjenica je da su interesi vlasnika najmanje zaštićeni među interesima pomenutih grupa, jer svaka od njih ima zakonske mehanizme zaštite. Na taj način, interesi zaposlenih ne mogu biti ozbiljno

³ Vukotić, V. (2004): *Politička ekonomija ekonomskih sloboda*, Zbornik radova sa Miločerskog ekonomskog foruma "Ekonomske slobode i poslovno okruženje", Budva

ugroženi lošim upravljanjem jer se isplata plata odvija u kratkim rokovima i dug prema zaposlenima nikada ne može biti velik. U toj situaciji zaposleni mogu da napuste preduzeće bez znatnijih gubitaka. Povjerioci, bilo da je riječ o kreditorima ili dobavljačima, posjeduju snažno sredstvo zaštite potraživanja koje proističe iz stečajnog zakonodavstva. Oni mogu da, onda kada su im ugroženi interesi, odnosno kada im ona ne isplaćuje dugove, korporaciju da otjeraju u stečaj i naplate se iz stečajne mase.

Jedina grupa koja nema ovakve ili slične mehanizme zaštite su akcionari-vlasnici. Oni svojim ulogom snose rizik svih nepredviđenih okolnosti i neizvjesnosti. Njihovo pravo u stečaju dolazi posljednje i naplaćuju se tek kada su ostali potražioc namireni (rezidualni povjerioci).

Iznos kapitala koji su uložili u firmu akcionarima se ničim ne garantuje. Momentom ulaganja oni zasnivaju na neodređeno vrijeme vezu sa firmom, koja je, ma koliko iznosio inicijalni ulog, bez numerički specifikovanog potraživanja. Ta veza se završava momentom kada oni odluče da svojinu prodaju drugom investitoru ili sa bankrotom firme, a njihov je rizik koliko će im novca tada, ili u međuvremenu, donijeti vlasništvo u kompaniji: manje ili više od inicijalnog uloga.

Stepen zaštite interesa mora biti obrnuto proporcionalan nivou kontrole (upravljanju): što je zaštita manja to pravo upravljanja mora biti veće, i obrnuto. U protivnom, tj. ukoliko bi neka strana snosila praktično sav rizik, a da ne bi imala pravo upravljanja, tada bi ta organizacija bila neefikasna i izgubila se (ne bi preživjela) tokom vremena, jer niko ne bi prihvatio tu nepovoljnu poziciju.

4. DISPERZIJA VLASNIŠTVA I TRANSAKCIONI TROŠKOVI KONTROLE

Savremene korporacije karakteriše široka disperzija vlasništva, odnosno veliki broj malih akcionara. šta je uzrok tome? Zbog čega je svojina nad korporacijama raspršena?

Tri su glavna razloga ovome:

- 1) Prvi leži u suštini nastanka korporacija. Korporacije su nastale iz rastuće potrebe kompanija za finansiranjem. Korporacije su trebale mnogo veći iznos sredstava nego što im je mogao obezbijediti individualni investitor.
- 2) Bogatstvo mnogih pojedinaca je višestruko manje od imovine i vrijednosti korporacija. Međutim, i onda kada to nije slučaj, pojedinci koji raspolazu imovinom dovoljne vrijednosti da steknu značajniji udio u vlasništvu korporacije neće to učiniti jer žele da kroz diverzifikaciju smanje rizik ulaganja.
- 3) Treći razlog je prirodna težnja vlasnika da vodi računa o likvidnosti sopstvene imovine, tako da će izbjegavati veće udjele koje je ponekad teže prodati na tržištu.

Mnogi autori koji se bave pitanjem korporativnog upravljanja tvrde da se agencijski problem koji se javlja usljed razdvajanja vlasništva od upravljanja korporacijom dodatno komplikuje usljed velike disperzije vlasništva, odnosno ogromnog broja sitnih vlasnika akcija. Troškovi nadzora menadžmenta, odnosno transakcioni troškovi kontrole rada agenta su, za vlasnike nekoliko akcija kompanije, visoki u odnosu na njihov ulog. Istovremeno, mogućnost njihovog uticaja na donošenje odluka u korporaciji je, srazmjerno njihovom učešću u vlasništvu – prilično mala. Stoga je prirodna pozicija "malog" akcionara da bude *free rider* – da očekuje od drugih krupnijih vlasnika pozitivan uticaj na menadžment u pravcu efikasnosti, od koga bi i on sam profitirao bez truda i troška. Usljed disperzije vlasništva, postoji tendencija da se svi "mali akcionari" ponašaju na isti način – pasivno – čekaju da posao obavi neko drugi. Međutim, u slučaju postojanja razvijenog tržišta kapitala na kojem se vrši razmjena svojinskih prava, pozicija "malih akcionara" nije ugrožena. Oni svoje nezadovoljstvo načinom i kvalitetom upravljanja kompanijom mogu da izraze prodajom svojeg vlasništva u kompaniji, odnosno prodajom svojih akcija na tržištu.

Stoga se postavlja pitanje da li se u slučaju postojanja razvijenog tržišta kapitala agencijski problem zaista dodatno komplikuje disperzijom vlasništva. Odnosno, da li su opravdane težnje za uvođenjem dodatnih mehanizama zaštite malih akcionara kroz regulaciju?

Sva pitanja otvorena do sada vode onome što i jeste suštinski problem: da li "agencijski problem" kod korporativnog upravljanja zaista jeste problem, odnosno da li postoje efikasni mehanizmi rješavanja ovog problema? U kojim uslovima korporativna relacija principal-agent ne stvara probleme? Odnosno na koji način je moguće uspješno rješavati eventualne probleme do kojih dolazi u slučaju različitih interesa vlasnika – akcionara i menadžmenta kompanije?

Način na koji se rješavaju problemi koje uzrokuje principal-agent relacija između vlasnika i menadžera u korporacijama utiče na organizacioni oblik korporacije. U zavisnosti od mehanizama kontrole akcionara – vlasnika nad menadžerom formiraju se različiti tipovi korporativne strukture, odnosno različiti sistemi korporativnog upravljanja u različitim zemljama.

šta određuje koji će sistem korporativnog upravljanja preovladati u jednoj zemlji, odnosno na koji će to način biti riješen agencijski "problem" u korporaciji?

Pitanje korporativnog upravljanja zapravo se svodi na pitanje kontrole nad upotrebom resursa kompanije. Upotreba resursa u jednoj ekonomiji direktno zavisi od dominantnog oblika svojine, i institucionalnih mehanizama kojim je riješeno pitanje svojinskih prava. Drugim riječima, analiza različitih sistema korporativnog upravljanja svodi se na analizu svojine kao jedne od bazičnih institucija u društvu.

Pogodan okvir za analizu korporativnog upravljanja sa ovog aspekta pruža nova institucionalna ekonomija, koja pod svojinom podrazumijeva kao korpus prava kontrole (vlasnik predmet svojine drži, koristi i njime raspolaže)⁴ nad fizičkim ali i humanim kapitalom⁵. Predstavnici nove institucionalne ekonomije definišu svojinska prava kao instituciju (set pravila i mehanizama primjene) koja omogućava ljudima da formiraju očekivanja u vezi kontrole nad upotrebom predmeta svojine.⁶ Iako se ova definicija u mnogome razlikuje od onoga što su Berl i Mins imali u vidu kad su govorili o razdvajanju vlasništva (koje je u rukama akcionara) od korporativne kontrole (koja je u rukama menadžera), ona je jako korisna za dalju analizu veze između korporativnog upravljanja i dominantnog svojinskog aranžmana u društvu.

Institucija svojine ne sastoji se samo od zakonskih normi i administrativnih aranžmana kao formalnih pravila koje oblikuje država, već uključuje i sistem neformalnih pravila i socijalnih normi. Ova pravila, iako nijesu formalno uređena od strane države, nekada mnogo efikasnije uređuju ponašanje pojedinaca u ekonomskom sistemu jedne zemlje. Tu spadaju kultura, moralne norme, običaji, tradicija, itd. Neformalna pravila su se spontano ustalila u društvenom sistemu kao rezultat ponavljanja interakcija između pojedinačnih privatnih aktera.

⁴ Vidjeti više: Grossman S.J.; Hart, O.D (1986): *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 Journal of Political Economics, pp. 691, 693-95

⁵ Često, kontrola nad fizičkom imovinom podrazumijeva mogućnost da se upravlja ljudskim aktivnostima, odnosno da se u jednom smislu kontroliše ljudski kapital. Više o ovome; Hart, O; Moore, J. (1990): *Property Rights and the Nature of the Firm*, 98 Journal of Political Economics, pp.1119-1121, i Barzel, Y. (1989): *Economic Analysis of Property Rights* 99 (koji tvrdi da se svojinska prava odnose na cjelokupno ljudsko ponašanje).

⁶ Demsetz, H. (1967): *Toward a Theory of Property Rights*, 57 American Economic Review, 347, 347; Pejovich, S. (1990): *The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems*, 4 (1990); Kluwer, Dordrecht; Libecap, G.D. (1989): *Contracting for Property Rights*, Journal of Law and Economics 33 (1):177-97.

5. KAKO SE RJEŠAVA AGENCIJSKI PROBLEM U KORPORACIJI?

Kako je već navedeno u prvom dijelu ove teorijske analize dominantan oblik svojinskih prava i način na koji su ova prava uređena u jednom društvu ključan su faktor ekonomske organizacije jednog društva. Ovaj uticaj se ispoljava i u oblasti upravljanja kompanijama, pa dominantan oblik svojine, i uopšte svojinski aranžman u jednom društvu, utiče na oblikovanje sistema korporativnog upravljanja. Tako institucionalni aranžman svojine određuje koji tip preduzeća će moći da opstane i funkcioniše u određenom ekonomskom okruženju. Firme, kao i ostali oblici društvene organizacije, nastaju kao odgovor na sistem podsticaja i transakcione troškove u datom institucionalnom okviru. Tako npr. u sistemu u kojem ne postoje snažne garancije privatne svojine neće nastajati korporacije sa ogromnim brojem malih privatnih akcionara.

Već je rečeno da korporacija, kao i svi ostali ekonomski subjekti, ne funkcioniše u vakuumu. Naprotiv, ona se oblikuje i evolutivno prilagođava uslovima u ekonomskom okruženju. To praktično znači da je za sistem korporativnog upravljanja bitan i ekonomski i istorijski i politički razvoj određenog sistema. Ovo stoga što način na koji je u prošlosti bilo riješeno pitanje koja će interesna grupa upravljati upotrebom rijetkih resursa u velikoj mjeri determiniše današnje ponašanje svih ekonomskih aktera, pa i korporacija, odnosno vlasnika i menadžera.

Prilikom analize razlika koje postoje u sistemima korporativnog upravljanja u različitim periodima ili različitim zemljama, dvije su stvari ključne:

- 1) Da li je kontrola upotrebe rijetkih resursa u ekonomiji u rukama privatnih ili političkih aktera – države?
- 2) Kakvi su mehanizmi primjene prava kontrole nad imovinom: da li zakon garantuje i štiti svojinska prava i njihovu primjenu, pod kojim uslovima i uz koje troškove, odnosno da li postoje neki neformalni mehanizmi kojima se štite svojinska prava i prije korišćenja zakonskih poluga?

5.1. Državna korporacija i upravljanje

Imajući u vidu ova dva faktora, prvo ćemo analizirati "agencijski problem" i način na koji se rješava ovaj problem u korporaciji kojom u potpunosti upravljaju politički akteri, odnosno državnim preduzećima koja su u potpunosti u državnoj svojini ili u kojima država ima kontrolni vlasnički paket. Riječju, to su preduzeća u kojima država, tj. politički akteri (politička partija na vlasti) imaju potpunu ili vrlo značajnu kontrolu nad poslovanjem.

Osnovna karakteristika državne svojine je, kako joj samo ime i kaže, da svojinska ovlašćenja upravljanja, prisvajanja prinosa i raspolaganja imovinom pripadaju državi. Odluke o upotrebi resursa nad kojima

svojinsko pravo ima država donose njeni činovnici koji ne snose puno odgovornost za donijete odluke, jer njihovi individualni troškovi i nagrade ne zavise direktno od tih odluka. Troškove odluka o upotrebi državne svojine snose poreski obveznici. Koristi od donijetih odluka ne prisvajaju u potpunosti oni koji donose te odluke. Umjesto simetrije kazni i nagrada, odnosno troškova i koristi donijetih odluka o upotrebi privatne svojine, kod državne svojine postoji asimetrija, odnosno princip odgovornosti ne djeluje.

U prošlom vijeku državna svojina je uvedena u bivše socijalističke zemlje iz ideoloških razloga. Danas se njeno postojanje brani argumentima tipa: čuvanje strateških grana privrede u rukama države – političara, obezbjeđivanje roba i usluga za koje nije zainteresovan privatni kapital, rješavanje socijalnih problema, nezaposlenosti, redistribucija dohotka koji će socijalno ugroženim slojevima stanovništva omogućiti snadbijevanje po cijenama nižim od tržišnih, itd. Međutim, posljedice njihovog postojanja su iste u oba slučaja.

Teorijski posmatrano, državno vlasništvo je prenosivo, ali praktično u normalnim okolnostima rijetko dolazi do prenosa svojinskih prava države na privatne vlasnike. Oni koji donose odluke – činovnici koje postavlja politička partija na vlasti ne snose pune posljedice svojih odluka, a uz to faktička neprenosivost svojinskih prava države čini da oni praktično i ne vode računa o sadašnjim i budućim posljedicama tih odluka. Neprenosivost svojinskih prava države na privatne vlasnike onemogućava kapitalizaciju budućih prinosa od upotrebe resursa. Praktično to znači nepostojanje tržišta kapitala koje svojim cijenama signalizira uspješnost poslovanja i upravljanja državnim preduzećima. Poreski obveznici su ti koji u krajnjoj liniji snose sve troškove poslovne politike državnih preduzeća, ali oni ne kontrolišu njihov rad jer je usljed visokih troškova kontrole to neisplativo. Transakcioni troškovi kontrole poslovanja državnog preduzeća od strane svakog poreskog obveznika su visoki u odnosu na koristi koju bi on eventualno mogao dobiti usljed efikasnijeg poslovanja preduzeća. Efikasnije poslovanje preduzeća značilo bi veći profit preduzeća koji se sliva u državni budžet i shodno tome smanjenje poreskog opterećenja pojedinačnog poreskog obveznika za iznos povećanja profita podijeljenog sa ukupnim brojem poreskih obveznika, što je izuzetno mali iznos i ne daje podsticaj da se vrši kontrola poslovanja preduzeća u državnoj svojini. To daje slobodu menadžerima državnih preduzeća da diskreciono donose odluke i oportunistički⁷ se ponašaju. Sve ovo, naravno, utiče na manje efikasno trošenje resursa od strane preduzeća u državnoj svojini.

Državno preduzeće obično nema kao svoj osnovni cilj maksimizaciju profita, već ono ostvaruje socijalne i političke ciljeve, i ekonomske ciljeve različite od maksimizacije profita.⁸ Država, kao nosilac ovlašćenja upravljanja, prisvajanja prinosa i raspolaganja resursima pored toga što nameće ciljeve poslovanja državnim preduzećima može ostvarivati neke svoje ciljeve davanjem beneficija ovim preduzećima. Takvo je npr.

⁷ "Oportunizam se se može izjednačiti sa samointeresom koji vodi prikrivanju, zabuni, zavođenju, prevari, laži i krađi" – Jovanović, A., (1998), "Uvod u ekonomsku analizu prava", Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, str.47

⁸ Takvi ciljevi su npr. smanjenje nezaposlenosti, kontrola cijena, regionalni razvoj...

pokrivanje gubitaka državnih preduzeća, pristup eksternim izvorima finansiranja po kamatnim stopama nižim od tržišnih, subvencionisanje, meko budžetsko ograničenje, onemogućavanje da se ovakva preduzeća likvidiraju. Ovakvo netržišno ponašanje uslovljava neefikasnu alokaciju resursa, jer se redistribucija vrši nezavisno od tržišta.

Oportunističko ponašanje menadžera državnih preduzeća je između ostalog posljedica činjenice da se kod preduzeća u državnom vlasništvu država – politička partija na vlasti javlja istovremeno u ulozi principala i agenta. Kako je već navedeno, kod privatnih preduzeća problem principal–agent svodi se na problem određivanja najefikasnijeg mehanizma kontrole rada menadžera – agenta od strane vlasnika – principala. Kod državnih preduzeća problem principal–agent se komplikuje iz prostog razloga što je država kao vlasnik državnog preduzeća, kojim upravljaju menadžeri državni činovnici istovremeno i agent i principal. Ona je principal preduzeću i agent javnosti. Ovo samo širi prostor menadžerima državnih preduzeća za oportunističko ponašanje.

5.2. Privatna korporacija i upravljanje

Savremenim ekonomskim tokovima dominiraju korporacije u kojima odluke donose privatni ekonomski akteri. To ipak ne znači da su se politički akteri odrekli mogućnosti da kontrolišu upotrebu resursa. Politički akteri (država) ne učestvuju u direktnom donošenju odluka u preduzeću, ali uvođenjem regulative i intervencijama na tržištu onemogućavaju privatne aktere – vlasnike, odnosno menadžere da slobodno upravljaju resursima. Tako država indirektno utiče na donesene odluke, odnosno usmjerava upotrebu resursa u određenom pravcu. Ciljevi uvođenja regulative mogu biti različiti, ali su uvijek neprofitni, jer je privatna korporacija, prirodno, endogeno usmjerena ka ostvarivanju profita. Kako ovakva regulacija utiče na odnose vlasnik-menadžer, odnosno na efikasnost korporacije? Drugim riječima, da li je uopšte potrebna bilo kakva regulacija korporativnog upravljanja (zakonska, berzanska, itd.), ili će slobodno tržište samo od sebe dovesti stvari u red?

Analiziraćemo dva slučaja: slobodno tržište bez državne intervencije, na kojem je pravo svojine potpuno, i apsolutno neograničeno, tj. vlasnik donosi odluku o načinu na koji će koristiti svoj resurs samo i isključivo shodno svojim interesima; i regulisano tržište sa državnom intervencijom.

• *Upravljanje korporacijom na slobodnom tržištu*

Pravo svojine, kako je već rečeno, podrazumijeva da vlasnik vrši kontrolu načina upotrebe resursa, odnosno vlasnik resurs drži, koristi i njime raspolaže. Ova tri ovlašćenja na slobodnom tržištu, bez državne intervencije su neograničena i ekskluzivno pripadaju vlasniku. Isključivo i samo vlasnik odlučuje šta će

učiniti sa resursom, kako će ga koristiti ili kome će ga ustupiti na korišćenje i pod kojim uslovima. Isto važi i za vlasnika akcije u korporaciji. Akcionari imaju ekskluzivno i neograničeno pravo kontrole nad korporacijom, a ne menadžeri. Pritom akcionari mogu određena ovlašćenja koja se odnose na odluke o svakodnevnom, operativnom poslovanju prenijeti na menadžere sklapajući ugovor sa njima. Mises (Mises) smatra da je uloga menadžera u korporaciji je uvijek podređena ulozi vlasnika.⁹ Angažovani menadžeri mogu uspješno upravljati poslovanjem korporacije, međutim u slobodnoj tržišnoj ekonomiji vlasnik je taj koji u krajnjem snosi odgovornost i kontroliše čitav proces.¹⁰

Ako vlasnik ipak nije zadovoljan načinom na koji menadžeri upravljaju, na raspolaganju mu stoje dvije mogućnosti: da otpusti menadžera, ukoliko ima značajnu moć prilikom donošenja odluka; odnosno da proda svoje akcije kada je njegova relativna moć u donošenju odluka mala (relativno malo učešće u vlasništvu). Drugim riječima, na slobodnom tržištu bez državne intervencije kontrola nad korporacijom i njenim aktivnostima je uvijek u rukama vlasnika, a ne menadžera, odnosno akcionari kontinuirano imaju kontrolu nad poslovanjem korporacije i radom menadžera koji upravljaju korporacijom.

Poštovanje i zaštita ugovora na slobodnom tržištu bez državne intervencije obezbjeđuje efikasan kontrolni mehanizam kojim se vlasnici štite od zloupotreba menadžera. U ekonomskoj teoriji postoje dva antagonistička shvatanja suštine ugovora i ugovornog odnosa.

Tako neki ekonomisti posmatraju ugovor kao igru nulte sume (ukoliko jedna strana dobija, druga mora da gubi). Međutim, ova tvrdnja ne važi na slobodnom tržištu. Uz odsustvo državne intervencije ugovori su slobodni, odnosno ugovorne strane dobrovoljno prihvataju uslove definisane ugovorom. Ugovorom se reguliše i odnos između principala i agenta, odnosno vlasnika i menadžera. Taj ugovor ne može eliminisati informacionu asimetriju u njihovom odnosu, no postavlja se pitanje da li će na slobodnom tržištu menadžeri tu asimetriju iskoristiti tako da djeluje u svoju korist, a na štetu vlasnika? Ovakvim ponašanjem će prekršiti ugovor na koji su dobrovoljno pristali, a koji objema stranama donosi korist. Drugim riječima, na slobodnom tržištu ugovor je uvijek igra pozitivne sume: obje ugovorne strane imaju koristi od ugovorne relacije, tako da racionalni menadžer neće djelovati protivno odredbama koje je sâm prihvatio, jer bi time radio u korist sopstvene štete.

Ugovorni mehanizam djelovaće samo ukoliko u društvu postoji takav institucionalni okvir koji obezbjeđuje zaštitu ugovora. To je posao države – da stvori institucionalni okvir koji će obezbijediti zaštitu svojinskih prava i poštovanje ugovora, a ne da nepotrebnom regulativom onemogućava vlasnike da resurse usmjeravaju prema sopstvenim interesima.

⁹ Mises, L. [1949] 1998: *Human Action*, Mises Institute Scholars' Edition, Auburn

¹⁰ Rothbard, M. (1995): *Economic Thought Before Adam Smith. Vol. 1. An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Edward Elgar Cheltenham, U.K.

Vlasnicima akcija na raspolaganju stoji još nekoliko instrumenata kontrole. Pored formalnih institucija koje su normirane pravnim aktima, na tržištu funkcionišu čak i efikasnija sredstva kontrole u vidu neformalnih institucija. To su pravila koja, iako nijesu formalno ustanovljena pravnim aktima, veoma snažno usmjeravaju ponašanje i vlasnika i menadžera. Takva je npr. **reputacija menadžera**, snažan instrument kako preventive da se menadžeri ne ponašaju protivno interesima vlasnika, tako i sankcije, kada do štetnog činjenja jednom i dođe. U želji da steknu i očuvaju dobru poslovnu reputaciju, menadžeri se ponašaju u interesu vlasnika. Dobra reputacija povećava njihovu cijenu na tržištu menadžera. Reputacija se stiče samo dobrim poslovnim rezultatima firme i poštovanjem obaveza prema investitorima. Vlasnici – akcionari ili njihovi predstavnici vrlo često govore loše u javnosti o menadžerima koji su radili protivno njihovim interesima. Uz to u uslovima slobodnog tržišta i poštovanja ugovora vlasnici će tužiti menadžera zbog nepoštovanja ugovornih obaveza.

Na slobodnom tržištu uvijek postoji **konkurencija među menadžerima**, kako **interna** (u okviru jedne firme menadžeri uvijek teže dospjeti na više nivoe menadžmenta), tako i **eksterna** (menadžeri teže da budu angažovani u što boljoj kompaniji). Pored ove konkurencije na tržištu rada, **konkurencija na tržištu roba i usluga** je ne manje efikasan mehanizam kontrole rada menadžera. Robe i usluge koje firma pruža potrošačima moraju zadovoljiti njihove potrebe. Ukoliko to nije slučaj na slobodnom tržištu bez državne intervencije potrošači neće kupovati njene robe i usluge, firma će bilježiti gubitke. Za akcionare, to je signal da se preispita kvalitet rada menadžera. Intervencionističke mjere na tržištu uvijek štite nečije interese dovodeći tako nekoga u bolji položaj u odnosu na drugog, što onemogućava djelovanje navedenih mehanizama kontrole.

Tržište korporativne kontrole je još jedno sredstvo disciplinovanja menadžera. O značaju ovog fenomena za tržišnu ekonomiju je uvidio i najviše o njemu pisao Henri Man (Henry Manne). On smatra da je preuzimanje kompanija na slobodnom, neregulisanom tržištu veoma korisno i da samo vodi većoj ekonomskoj efikasnosti. Loše upravljanje kompanijom manifestuje se kroz pad cijena akcija te kompanije na tržištu. Kada investitor – lovac na slabe firme, uvidi da je cijena akcija neke kompanije niža od potencijalno moguće, on može dati akcionarima te kompanije da otkupi njihove akcije po cijeni koja je nešto viša od tržišne, ali niža od potencijalno moguće. Kad uspije da ostvari vlasničku kontrolu nad preduzećem taj preduzetni investitor postavlja novi menadžment koji kvalitetom upravljanja uspijeva da poveća cijenu akcija na tržištu.

Od toga svi imaju koristi – investitor koji je preuzeo kompaniju; vlasnici koji su prodali akcije, jer su dobili cijenu koju su željeli, najčešće veću od one koja je u datom momentu postojala na tržištu; i vlasnici koji nijesu prodali svoje akcije, jer je sada njihova cijena, a time i bogatstvo kojim oni raspolažu poraslo. Država ima koristi jer je priliv njenom budžetu od poreza na dobit korporacije sada veća. Jedini takoreći gubitnici u ovoj situaciji su menadžeri koji su ranije upravljali korporacijom – ali je to samo rezultat lošeg kvaliteta njihovog rada. Dakle, tržište korporativne kontrole je veoma efikasan instrument kontrole rada menadžera,

jer čak i postojanje latentne pretnje neprijateljskog preuzimanja navodi menadžere na bolji rad, kako im ono ne bi donijelo otkaz, a time i uništenje poslovne reputacije.

Imajući u vidu sve ove mehanizme kontrole koji stoje na raspolaganju vlasnicima – akcionarima na slobodnom tržištu bez državne intervencije "agencijski problem" praktično ne postoji, odnosno postoje efikasni načini za rješavanje svih eventualno spornih situacija do kojih dolazi u relaciji principal (vlasnik)– agent (menadžer).

Na slobodnom tržištu, bez državne intervencije teorija Berla i Minsa ne funkcioniše jer nema odvajanja vlasništva od kontrole. Biznis ostvaruje svoj prirodni cilj – profit. Uloga države se svodi na kreiranje neophodnog okvira za razvoj biznisa – zaštita svojine i ugovora. Međutim država mnogo češće kroz zakone ograničava tržišne mogućnosti i pritisak konkurencije. Time ona želi da zadovolji neke svoje ciljeve koji nijesu vezani za biznis, poput socijalnih i političkih ciljeva. Sve ovo smanjuje performanse biznisa i koči ekonomski progres. Prevelika regulacija narušava primarnu ulogu biznisa – stvaranje profita. U biznisu ništa nije ispred profita! "To je njegova prirodna žila kucavica. Kao što svakom čovjeku ništa nije preče od njegovog sopstvenog života. Ali kao što činjenica da nam ništa nije draže od našeg života ne znači da zbog toga treba ubijati druge ljude da bi sačuvali svoj život, isto tako ne znači da u biznisu možete raditi svašta da bi ostvarili profit."¹¹

•Upravljanje privatnom korporacijom i državna intervencija

Državna intervencija, čak i ekonomiji sa potpuno ili dominantno privatnom svojinom, onemogućava vlasnike da koriste resurse tako da ostvare svoje interese. Bilo koji oblik intervencije smanjuje mogućnost izbora vlasnika, jer je u određenim uslovima vlasnik prinuđen da uradi ono što mu nameće regulativa. To je uvijek sredstvo prinude – vlasnik mora da koristi svoj resurs čak i protiv sopstvenih interesa, na način na koji ga inače ne bi koristio. Intervencija države na tržištu uvijek ograničava mogućnosti jednima, a donosi privilegije drugima. Ili, kako Mises kaže intervencija "donosi prednosti ograničenoj grupi ljudi, a nevolju svim ostalima, odnosno velikoj većini ostalih", tj. to je "privilegija jednima, na račun drugih"¹². Ovo uvijek rezultira konfliktom interesa, jer svaki pojedinac želi da baš on bude privilegovan, odnosno da regulacijama intervencije baš njemu donese ulogu "neto dobitnika", a ne "neto gubitnika"¹³. Konflikt leži u esenciji intervencionizma. On sputava vlasnika, ograničava ga i onemogućava da koristi ono što mu pripada na način na koji želi, te i prirodno vodi sukobu interesa jer neki pojedinci dobijaju na račun drugih. Za razliku od slobodnog tržišta, koje je ambijent u kome svaki pojedinac teži da zadovoljavajući potrebe i interese drugih

¹¹ Vukotić, V. (2004): *Politička ekonomija ekonomskih sloboda*, Zbornik radova sa Miločerskog ekonomskog foruma "Ekonomske slobode i poslovno okruženje", Budva

¹² Mises, L. [1949] 1998: *Human Action*, Mises Institute Scholars' Edition, Auburn, pp.199

¹³ Rothbard, M. [1962] 1993: *Man, Economy, and State*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp 769

ljudi na što bolji način zadovolji sopstveni interes, u ambijentu intervencionizma svaki pojedinac teži zadovoljenju sopstvenih interesa na štetu drugih!

Kada se shvati priroda intervencionizma, lakše je dati odgovor na pitanja kako se taj državni intervencionizam odražava na korporativno upravljanje. Da li državna intervencija podstiče ili onemogućava djelovanje mehanizama kontrole kojima investitori podstiču angažovane menadžere da rade u njihovu korist? Koji se problemi sada javljaju u korporativnoj principal-agent relaciji?

Primarni efekat državne intervencije u oblasti korporativnog upravljanja je ograničavanje vlasnika da slobodno koristi svojinska prava. Drugim riječima, uvođenjem regulative u oblast korporativnog upravljanja daje se veća moć menadžerima na račun smanjenja moći vlasnika, a time dolazi i do odvajanja vlasništva od upravljanja korporacijom. Tako nastaje svemoćna klasa menadžera, a smanjuje se uticaj vlasnika na upravljanje kompanijom. Vlasnici nijesu više u mogućnosti da koriste mehanizme kontrole rada menadžera, pa se ponašaju komotnije i češće krše svoje ugovorne obaveze. Ne poštuju interese vlasnika koji su im povjerili upravljanje kompanijom istovremeno tražeći novi način da izbjegnu primjenu regulacije.

Stoga, "agencijski problem" zaista postaje problem u regulisanoj ekonomiji, jer intervencionizam smanjuje moć vlasnika da kontroliše resurse čiji je vlasnik. Intervencija države u oblasti korporativnog upravljanja najčešće se javlja u obliku regulative kojom se nameću ograničenja finansijskim institucijama, anti-kartelske zakone, regulisanje preuzimanja preduzeća i stečaja, zabranu insajderske trgovine, ali posredno obuhvata i radno zakonodavstvo i oblast poreza.

II DIO: Zakonski i institucionalni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori

ANALIZA ZAKONSKOG I INSTITUCIONALNOG OKVIRA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

Analiza zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori obuhvata analizu normativnog sistema korporativnog upravljanja, analizu cjelokupnog pravnog okvira za poslovanje kompanija u Crnoj Gori i utvrđivanje predloga sa unapređenje regulative u skladu sa OECD principima i EU direktivama kompanijskog prava. U ovom dijelu Izvještaja prezentirani su rezultati ove analize do kojih je istraživački tim mahom došao putem desk istraživanja.

Analizom su obuhvaćeni propisi koji su direktno vezani za sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori; propisi koji nijesu direktno vezani za sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala, ali na njega mogu veoma značajno uticati. Poseban dio analize odnosi se na odredbe ovih propisa koje regulišu svojinska prava i njihovu zaštitu i efikasnost institucionalnih rješenja koja su uređena ovim propisima. Analiza sadrži i dio koji se odnosi na rad institucija koje neposredno ili posredno regulišu mehanizme korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori. Drugim riječima, analizirana su zakonska i institucionalna rješenja koja čine okosnicu sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Rezultati predstavljeni u ovom dijelu Izvještaja dobijeni su analizom usklađenosti postojećih zakonskih rješenja i regulatornih odredbi u vezi sa korporativnim upravljanjem u Crnoj Gori sa relevantnim međunarodnim standardima, analizom efikasnosti postojećih rješenja, dosadašnje prakse i problema u implementaciji zakona i propisa. Analiza postojećih zakonskih rješenja vrši se sa stanovišta njihove usaglašenosti sa strateškim opredjeljenjem Crne Gore da razvija pravni i institucionalni ambijent povoljan za razvoj biznisa i usmjeren na zaštitu svojinskih prava, kao i sa stanovišta međusobne usklađenosti zakonskih propisa koji uređuju okvire korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Integralni dio prezentovane analize čine i Izvještaja su i preporuke za poboljšanje efikasnosti analiziranih zakonskih i institucionalnih rješenja u skladu sa relevantnim međunarodnim standardima i praksom.

U ovom dijelu Izvještaja predstavljeni su rezultati analize zakona koji neposredno regulišu oblast korporativnog upravljanja i poslovanje na tržištu kapitala: Zakona od hartijama od vrijednosti i njegove usklađenosti sa IOSCO principima; analize Zakona o privrednim društvima koja tretira i stepen njegove usklađenosti sa OECD principima korporativnog upravljanja; analize Zakona o investicionim fondovima i Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima. Pored toga, analizira se i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava i dat je komparativni pregled regulative koja tretira ovu oblast u zemljama Evropske unije.

Pored zakona koji direktno određuju regulatorni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori u ovom dijelu projekta analizirana su i zakonska rješenja koja posredno utiču na efikasnost upravljanja akcionarskim društvima: Zakon o izvršnom postupku, Zakon o parničnom postupku, poreski zakoni, Zakon o bankama, a integralni dio ovog dijela Izvještaja je i analiza rada institucija koje neposredno ili posredno utiču na efikasnost sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori: Komisije za hartije od vrijednosti, berzi, Centralne depozitarne agencije i sl.

Imajući u vidu stratešku opredijeljenost Crne Gore ka razvoju povoljnog biznis ambijenta i zaštiti svojinskih prava poseban dio analize zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori odnosi se na propise koji regulišu svojinska prava i njihovu zaštitu.

Generalni zaključak do kojeg je došao istraživački tim je da su zakonski i institucionalni mehanizmi koji uređuju oblast korporativnog upravljanja u Crnoj Gori na visokom nivou u odnosu na međunarodne standarde i praksu razvijenih zemalja, međutim još uvijek postoji prostor za poboljšanja te su u tom smislu definisane preporuke koje se tiču svakog od analiziranih propisa i institucija.

1. ANALIZA ZAKONA O HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI CRNE GORE

Zakonom o hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG" br. 59/00) koji je stupio na snagu 04.01.2001. godine, uređena su, u skladu sa međunarodno priznatim principima, pitanja koja na sveobuhvatan način obezbjeđuju funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, tj: izdavanje hartija od vrijednosti i trgovanje tim hartijama, prava i obaveze subjekata na tržištu hartija od vrijednosti i organizacija, djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

Na osnovu ovog zakona u Crnoj Gori su za četiri i po godine u potpunosti uspostavljene sve institucije tržišta hartija od vrijednosti: Komisija za hartije od vrijednosti, Centralna Depozitarna Agencija, berze i ovlašćeni učesnici – brokeri i dileri. Takođe, implementirani su elektronski sistemi trgovanja na obje berze i elektronski sistem registra, kliringa i saldiranja transakcija hartijama od vrijednosti u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji. U potpunosti je podzakonskim aktima normativno zaokružen sistem funkcionisanja tržišta kapitala u Crnoj Gori. Dosadašnje funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti pokazalo je da su donijeti propisi i osnovane institucije uspostavljeni i u potpunosti prilagođeni potrebama i da ne sprječavaju dalji nesmetan razvoj ovog tržišta.

Međutim, od stupanja na snagu Zakona o hartijama od vrijednosti, pojavio se niz razloga koji uslovljavaju neophodne izmjene i dopune ovog zakona, tako da je Zakon izmijenjen 2006. godine sa ciljem da se ostvari željena harmonizacija i usvajanje svjetski priznatih standarda u vezi sa poslovanjem hartijama od vrijednosti.

Ovim zakonom uređuju se vrste hartija od vrijednosti, izdavanje i trgovanje tim hartijama, prava i obaveze subjekata na tržištu hartija od vrijednosti i organizacija, djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

1.1) Usklađenost regulative o hartijama o vrijednosti sa principima IOSCO-a

IOSCO (International Organization of Securities Commission) je međunarodna organizacija komisija za hartije od vrijednosti. Redovni članovi IOSCO-a su regulatori tržišta kapitala iz 110 država širom svijeta. Regulatorni organi tržišta kapitala su se učlanili u IOSCO sa ciljem da:

- Međusobno sarađuju kako bi promovisali visoke standarde regulative u cilju održavanja pravičnih, efikasnih i jakih tržišta;
- Razmjenjivali informacije o svojim odgovarajućim iskustvima u cilju promocije razvoja domaćih tržišta kapitala;
- Ujedinili svoje napore za ustanovljavanje standarda i efektivnog nadzora nad međunarodnim transakcijama hartijama od vrijednosti;

- Pružili međusobnu pomoć u promovisanju integriteta tržišta putem rigorozne primjene standarda i efektivnog sprovođenja protiv prekršioaca.

Komisija za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore primljena je u punopravno redovno članstvo Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrijednosti (IOSCO) na XXX Godišnjoj konferenciji, koja je održana u Kolombu, Šri Lanka, u periodu od 04-07. aprila 2005 godine.

Učlanjenje u svojstvu redovnog člana u IOSCO omogućava bržu i efikasniju saradnju sa državama članicama IOSCO-a i uvođenje međunarodnih standarda u regulisanju domažeg tržišta kapitala. Komisija za hartije od vrijednosti je podnijela aplikaciju da postane potpisnica Multilateralnog memoranduma o saradnji IOSCO-a. Verifikacioni tim IOSCO-a je pozitivno ocijenio aplikaciju, pa je Komisija za hartije od vrijednosti februara 2009. godine postala puna potpisnica ovog Memoranduma, koji je do sada potpisalo svega 50-tak država članica IOSCO. Potpisivanje Multilateralnog Memoranduma o saradnji i razmjeni informacija sa IOSCO-om potvrđuje sposobnost Komisije za hartije od vrijednosti da obezbijedi poštovanje i postupanje u skladu sa regulativom hartija od vrijednosti. Takođe, time se priznaje kapacitet i spremnost Komisije za hartije od vrijednosti da pruži najveću moguću pomoć u cilju olakšavanja regulatornog nadzora inostranih regulatora.

Učlanjenje u IOSCO je potvrda da Crna Gora ispunjava osnovne ciljeve i principe regulative hartija od vrijednosti. IOSCO je formulisao 30 principa regulative koji su zasnovani na 3 osnovna cilja i to:

- Zaštita investitora;
- Obezbjedenje pravičnih, efikasnih i transparentnih tržišta;
- Smanjenje sistemskog rizika.

Principi regulative tržišta hartija od vrijednosti, grupisani su u osam kategorija:

- I. Principi koji se odnose na regulatorni organ,
- II. Principi samoregulative,
- III. Principi za primjenu regulative hartija od vrijednosti,
- IV. Principi za saradnju pri nadzoru,
- V. Principi za emitente,
- VI. Principi za šeme kolektivnog investiranja,
- VII. Principi za tržišne posrednike,
- VIII. Principi sekundarnog tržišta.

I. Principi koji se odnose na regulatorni organ su:

Princip I: Nadležnost regulatornog organa treba da bude jasno i objektivno definisana. Sposobnost regulatornog organa da svoju funkciju obavlja odgovorno, pravično i efikasno biće potpomognuta jasnim

definisanjem njegovih nadležnosti, po mogućnosti utvrđenih zakonom; saradnjom između organa odgovornih za pojedine segmente tržišta; adekvatnom pravnom zaštitom regulatornog organa i njihovih zaposlenih koji na adekvatan način izvršavaju svoje funkcije i ovlašćenja

Jedan od osnovnih principa IOSCO zahtijeva da nadležnost regulatornog organa treba da bude jasno i objektivno definisana. Nadležnost Komisije kao regulatornog organa je jasno postavljena članom 8 Zakona o hartijama od vrijednosti koji taksativno propisuje nadležnosti Komisije. Komisija je nadležna za: 1) donošenje pravila o sprovođenju ovog zakona, kada je za to ovlašćena; 2) vršenje nadzora nad primjenom ovog zakona i svih pravila donijetih na osnovu njega; 3) davanje odobrenja za javnu ponudu hartija od vrijednosti i evidentiranje emisija hartija od vrijednosti čija se prodaja ne vrši javnom ponudom; 4) vršenje nadzora nad sprovođenjem javne ponude hartija od vrijednosti; 5) davanje dozvola za rad i davanje saglasnosti na odgovarajuća akta tržištima hartija od vrijednosti, ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti i Centralnoj Depozitarnoj Agenciji; 6) davanje dozvola za rad i davanje saglasnosti na odgovarajuća akta kolektivnih investicionih šema osnovanih u skladu sa posebnim zakonom; 7) davanje saglasnosti na odluku o imenovanju izvršnih direktora licima kojima izdaje dozvolu za rad; 8) vođenje registara i drugih evidencija u skladu sa odredbama ovog zakona u koje zainteresovana lica slobodno mogu izvršiti uvid; 9) određivanje opštih uslova koje moraju ispuniti fizička lica koja se profesionalno bave trgovanjem hartijama od vrijednosti; 10) promovisanje i podsticanje visokih standarda zaštite interesa investitora u hartije od vrijednosti i integriteta ovlašćenih učesnika; 11) kontrolu sprovođenja poslovanja lica koja se profesionalno bave trgovanjem hartijama od vrijednosti, uključujući suspenziju i oduzimanje dozvola za rad; 12) preduzimanje mjera i obezbjeđivanje funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti, na redovan i pošten način, uz transparentno informisanje; 13) utvrđivanje načina i obima trgovanja na tržištu hartija od vrijednosti; 13a) utvrđivanje najviše vrijednosti provizija i drugih naknada koje za svoje usluge naplaćuje berza, kada ocijeni da njihova visina destimuliše razvoj tržišta hartija od vrijednosti; 13b) bliže uređivanje emitovanja i prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti 14) briše se ("Službeni list, RCG", br. 28/2006); 15) preduzimanje aktivnosti u cilju očuvanja interesa lica koja su uložila u hartije od vrijednosti i spriječavanje nezakonite, nečasne i neispravne prakse u poslovima sa hartijama od vrijednosti; 16) preduzimanje mjera, vršenje kontrole i istraživanja radi spriječavanja zloupotreba na tržištu hartija od vrijednosti; 17) saradnju sa drugim srodnim institucijama u Republici i van nje; 18) preduzimanje ostalih mjera i obavljanje drugih poslova u skladu sa zakonom.

Kriterijumi za utvrđivanje nadležnosti Komisije i regulatorna ovlašćenja Komisije su sasvim jasno postavljena. Normativne nadležnosti Komisije su sasvim jasno postavljene, jer Komisija nema generalna ovlašćenja za usvajanje normativnih akata, već može samo usvajati normativna akta na koja je izričito ovlašćena zakonom. Kriterijum je postavljen i zadovoljen članom 9 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje koja pravila je Komisija ovlašćena da donese (Vidi: član 9 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Proces donošenja akata Komisije, u skladu sa principima IOSCO-a je transparentan. Svoja pravila Komisija objavljuje u Službenom listu, a 14 dana prije usvajanja Komisija je obavezna da objavi na svojoj Internet

stranici sa pozivom zainteresovanim licima da daju primjedbe i sugestije (Vidi: član 9 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip II: Regulatorni organ treba da bude operativno nezavisan i odgovoran u izvršavanju svojih funkcija i ovlašćenja. Samostalnost regulatornog organa biće posebno ojačana stabilnim izvorom finansiranja. Kada regulatorni organ ostvaruje odgovornost kroz vladu ili neku posebnu agenciju, povjerljivost i komercijalno osjetljiva priroda informacija koje posjeduje regulatorni organ mora se posebno zaštititi. Zaštita mora da obezbijedi da se te informacije ne upotrijebe ili objelodane na neodgovarajući način.

Regulatorni organ treba da bude operativno nezavisan i odgovoran u izvršavanju svojih funkcija i ovlašćenja. Samostalnost Komisije kao regulatornog organa je ojačana na dva načina:

- Političkom samostalnošću: Komisija za svoj rad odgovora samo Skupštini RCG. Ovakav status Komisije je garantovan odredbom članom 7 stav 1 i 3 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da je Komisija organizacija Republike Crne Gore, sa svojstvom pravnog lica, osnovana radi uređivanja i nadzora izdavanja hartija od vrijednosti i njihove trgovine. U obavljanju poslova utvrđenih zakonom, Komisija je samostalna i nezavisna i odgovorna za svoj rad Skupštini Republike Crne Gore (Vidi: član 7 stav 1 i 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).
- Finansijskom samostalnošću: Članom 19. Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da se sredstva za rad Komisije ostvaruju iz: 1) naknada koje se plaćaju uz podnošenje zahtjeva Komisiji; 2) naknada koje se plaćaju za registraciju i prenos hartija od vrijednosti kod lica ovlašćenog za registraciju hartija od vrijednosti. Ovim članom propisano je i da je Komisija ovlašćena da samostalno utvrđuje visinu naknada i da se Komisija može finansirati iz drugih izvora. S obzirom da se ne finansira iz budžeta Republike Crne Gore, Komisija za hartije od vrijednosti je finansijski samostalna.

Nezavisnost Komisije kao regulatornog organa ogleda se ne samo u nezavisnosti od Vlade i u finansijskoj nezavisnosti, već i u samostalnosti od interesa učesnika na tržištu. Ova nezavisnost, zahtijevana II principom IOSCO-a je garantovana članom 11 stav 4 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da članovi Komisije ne mogu biti: 1) lica izabrana, imenovana ili zaposlena u državnim organima; 2) članovi organa upravljanja i rukovođenja, izvršni organi i sekretari emitenata hartija od vrijednosti; 3) akcionari i zaposleni berze, ovlašćenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i Centralne Depozitarne Agencije; 4) lica koja su međusobno u braku ili u srodstvu u pravoj ili pobočnoj liniji do trećeg stepena.

Ovaj princip IOSCO-a zahtijeva da Komisija ima stabilan i stalan izvor prihoda dovoljan za zadovoljavanje njenih regulatornih i operativnih potreba. Ovaj princip je zadovoljen članom 19 Zakona o hartijama od vrijednosti.

Nezavisnost i autonomnost Komisije za hartije od vrijednosti je garantovana članom 7 Zakona o hartijama od vrijednosti.

Princip IOSCO-a zahtijeva da proces donošenja odluka Komisije kao regulatornog organa bude u dovoljnoj mjeri transparentan. Ovaj princip je ispoštovan članom 10 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da se na postupke pred Komisijom primjenjuju odredbe zakona kojim je uređen opšti upravni postupak. Ovakvim propisivanjem se svakom podnosiocu zahtjeva pred Komisijom garantuju osnovna procesna prava i postupanje u skladu sa odredbama Zakona o opštem upravnom postupku. Strankama se garantuje ostvarenje osnovnih procesnih principa: principa istine, principa saslušanja stranke, princip slobodne ocjene dokaza, princip zaštite prava građana i zaštite javnog interesa, princip dvostepenosti, princip pomoći stranci.

Odluke Komisije su podložne preispitivanju u skladu sa međunarodnim standardima. Član 10 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje da se protiv rješenja Komisije stranka može pokrenuti upravni spor kod nadležnog suda, tako da je ispoštovan zahtjev da se odluke Komisije donose uz poštovanje razumnih proceduralnih garancija.

Princip III: Regulatorni organ treba da ima adekvatna ovlašćenja i instrumente, kao i sposobnost da izvršava svoje funkcije i sprovodi svoja ovlašćenja. To se posebno odnosi na pitanje davanja dozvola za rad učesnicima na tržištu, nadzora nad njihovim radom, kontrole i utvrđivanja činjenica, kao i primjenu odgovarajućih mjera u slučaju da neko od učesnika krši pravila i posluje na nezakonit način.

Komisija kao regulatorni organ ima adekvatna ovlašćenja i instrumente, kao i sposobnost da izvršava svoje funkcije i sprovodi svoja ovlašćenja. Principi IOSCO-a zahtijevaju da Komisija kao regulatorni organ ima ovlašćenja za:

- izdavanje dozvola za rad učesnicima na tržištu: Komisija je ovlašćena na davanje dozvole za rad berzi (član 46 Zakona o hartijama od vrijednosti); ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti (član 63 i 66 Zakona o hartijama od vrijednosti); društvima za upravljanje investicionim fondovima i investicionim fondovima (član 14 i 34 Zakona o investicionim fondovima);
- nadzor nad njihovim radom (glava XI Zakona o hartijama od vrijednosti),
- kontrolu i utvrđivanje činjenica (član 110 i 111 Zakona o hartijama od vrijednosti),
- kao i primjenu odgovarajućih mjera u slučaju da neko od učesnika krši pravila i posluje na nezakonit način (član 20 Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti, "Službeni list, RCG", br. 16/01 i 18/03)

Princip IV: Regulatorni organ treba da usvoji jasne i konzistentne regulatorne procedure, koje su dosljedno primijenjive, razumljive, transparentne, fer i pravične. U formiranju regulatorne politike, regulatorni organ treba da:

- Obezbiјedi da su propisi koje namjerava da usvoji dostupni javnosti prije usvajanja;
- Javno objavi svoju regulatornu politiku;
- Pridržiava se standarda pravičnosti u sprovođenju regulatorne procedure;
- Prilikom koncipiranja regulative vodi računa o troškovima koji se nameću učesnicima u ostvarivanju poštovanja pravila.

Jasnost i konzistentnost regulatornog procesa obezbijedena je postupanjem Komisije u skladu sa pravilima opšteg upravnog postupka.

U cilju usklađivanja sa ovim principom ISOCO-a Zakonom o hartijama od vrijednosti je propisano da je Komisija obavezna da nacрте svojih pravila objavi na Internet stranici najmanje 14 dana prije usvajanja sa pozivom zainteresovanim licima da daju primjedbe, predloge ili sugestije (Vidi: član 9 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

U cilju pridržavanja standarda javnosti prilikom formiranja regulatorne politike Komisija je ovlašćena da Komisija može izdati uputstva, biltene, mišljenja i druge relevantne izjave koje se smatraju potrebnim za sprovođenje ovog zakona (Vidi: član 9 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti).

U skladu sa principom da regulatorni organi takođe treba da imaju aktivnu ulogu u edukaciji investitora i drugih učesnika u tržištima kapitala, Komisija vrlo aktivno organizuje obuku za sticanje zvanja brokera, dilera, investicionih menadžera i investicionih menadžera penzionih fondova. Tokom proteklih 5 godina, održano je 30 kurseva za sticanje zvanja, na kojima je preko 888 lica steklo odgovarajuće znanje. Edukativnu funkciju Komisija ostvaruje publikacijom mišljenja Komisije, koja nemaju obavezujuće dјejstvo, ali zato u velikoj mjeri utiču na poslovanje učesnika.

Princip V: Zaposleni u regulatornom organu treba da se pridržavaju najviših profesionalnih standarda, uključujući i odgovarajuće standarde povjerljivosti. Zaposleni treba da dobiju jasne smjernice u pogledu vođenja regulatorne politike, uključujući:

- Izbјegavanje konflikata interesa (uključujući uslove pod kojima zaposleni mogu trgovati hartijama od vrijednosti);
- Odgovarajuću upotrebu informacija, pridržavanje mjera povjerljivosti, tajnosti i zaštite ličnih podataka dobijenih tokom izvršavanja ovlašćenja i obavljanja dužnosti;
- Pridržavanje konceptu pravičnosti u primjeni procedure.

U cilju pridržavanja najviših profesionalnih standarda izmjenama Zakona o hartijama od vrijednosti je posebna član posvećen sukobu interesa. Odredbom člana 15 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je

da su članovi Komisije i zaposleni u stručnoj službi Komisije dužni da se pridržavaju najviših profesionalnih standarda i da postupaju u skladu sa etičkim kodeksom koji utvrdi Komisija, u cilju izbjegavanja mogućeg sukoba interesa (Vidi: član 15 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Pridržavanje standarda povjerljivosti regulisano je članom 18 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da su članovi ili bivši članovi i zaposleni ili bivši zaposleni u Komisiji obavezni da čuvaju informacije do kojih dođu u toku rada Komisije ili na drugi način, koje, u skladu sa propisima, predstavljaju službenu tajnu (Vidi: član 18 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti), pri čemu ova zabrana prestaje nakon što ta informacija prestane da bude službena tajna, u skladu sa kriterijumima koje Komisija utvrdi svojim aktom (Vidi: član 18 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Povjerljivost informacija obezbijeđena je i propisivanjem da članovi ili bivši članovi i zaposleni ili bivši zaposleni u Komisiji ne smiju davati savjete u vezi sa investiranjem u hartije od vrijednosti ili davati mišljenje o povoljnosti i nepovoljnosti kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti (Vidi: član 18 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti), a ova zabrana prestaje nakon prestanka obavljanja funkcije ili poslova u Komisiji.

II Principi samoregulative

Principi samoregulative odnose se na ulogu samoregulatornih organizacija (SRO).

Iako su aktivnosti SRO često ograničene važećim ugovorima i pravilima, SRO mogu imati značajan doprinos u ostvarivanju regulative tržišta hartija od vrijednosti, jer mogu uspostaviti poštovanje etničkih standarda koji stoje izvan opsega državne regulative. Takođe, SRO mogu ponuditi značajna stručna znanja vezana za poslovanje i praksu na tržištu, i mogu biti u stanju da brže i fleksibilnije odgovore na promjenjive tržišne uslove nego što bi to mogao državni organ.

Principi koji se odnose na samoregulativu su:

Princip VI: Regulatorni režim treba na odgovarajući način da koristi Samoregulatorne organizacije (SRO), koje su, u mjeri koja odgovara veličini i kompleksnosti tržišta, odgovorne za određeni direktni nadzor u području njihovih nadležnosti,

Zakon o hartijama od vrijednosti omogućava dormiranje samoregulatornih organizacija koje su podložne nadzoru Komisije za hartije od vrijednosti. Član 77 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje da ovlašćeni učesnici mogu, radi ujednačavanja poslovanja i primjene međunarodnih standarda pri obavljanju poslova u trgovini hartijama od vrijednosti, zaštite investitora u hartije od vrijednosti i drugih korisnika njihovih usluga i efikasnog prometa hartija od vrijednosti, osnivati svoje organizacije (Vidi član 77 stav 1), kao i da se samoregulatorne organizacije osnivaju kao pravna lica (Vidi: član 77 stav 4).

Nadležnosti samoregulatornih organizacija ustanovljene su stavom 2 člana 77 koji propisuje da samoregulatorne organizacije mogu za svoje članove: 1) utvrđivati pravila obavljanja poslova ovlaštenih učesnika; 2) utvrđivati standarde obavljanja trgovine hartijama od vrijednosti; 3) prikupljati i objavljivati informacije i rezultate istraživanja; 4) utvrđivati vrstu i stepen kvalifikacija za lica zaposlena kod ovlaštenih učesnika, i organizovati obuku.

Princip IOSCO-a zahtijeva da samoregulatorne organizacija imaju odgovarajuća regulatorna ovlaštenja. Odredbom člana 77 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da samoregulatorne organizacije mogu donositi pravila i standarde za poslovanje svojih članova, koja se odnose na: 1) kvalifikacije zaposlenih lica; 2) spriječavanje manipulisanja cijenama hartija od vrijednosti; 3) sadržaj i oblik dokumentacije i izvještaja; 4) minimalni kapital i tehničke uslove potrebne za obavljanje djelatnosti; 5) prijem, istupanje i isključivanje iz samoregulatorne organizacije; 6) podjelu i način međusobnog plaćanja troškova i provizija; 7) zaštitu interesa korisnika usluga, uključujući i procedure podnošenja žalbi ili zahtjeva za obeštećenje protiv članova samoregulatorne organizacije; 8) obaveze prema korisnicima usluga i drugim licima po osnovu gubitaka uzrokovanih greškama, propustima i nezakonitim radnjama članova samoregulatornih organizacija, njihove uprave ili zaposlenih; 9) nadzor primjene pravila i standarda, uspostavljanje organa nadzora i proceduru izvještavanja o nalazima; 10) izricanje i primjenu mjera za narušavanje pravila i standarda (Vidi: član 77 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip VII: SRO treba da budu predmet nadzora regulatornog organa i da se pridržavaju standarda pravičnosti i povjerljivosti pri izvršavanju svojih nedležnosti i povjerenih odgovornosti.

Samoregulatorne organizacije mogu donositi pravila i standarde za poslovanje svojih članova, a podvrgnute su nadzoru Komisije za hartije od vrijednosti, jer član 77 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje da Komisija daje saglasnost na ugovor o osnivanju, statut i pravila samoregulatornih organizacija (Vidi: član 77 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti).

III Principi za primjenu regulative hartija od vrijednosti

Princip VIII: Regulatorni organ treba da ima opsežna ovlaštenja za pregled, istraživanje i nadzor nad poslovanjem hartijama od vrijednosti. Regulatorni organ treba da ima mogućnosti da traži dostavljanje informacija ili da obavlja neposrednu kontrolu poslovanja kad smatra da je to neophodno radi obezbjeđivanja poštovanja relevantnih standarda. U nekim oblastima, npr. u trgovini na berzi, upotreba tehnologije je neophodna za efikasnu kontrolu. U drugim oblastima, uključujući kontrolu brokera, kontrolu treba vršiti i posredno i neposredno.

Regulatorni organ treba da ima opsežna ovlašćenja za pregled, istraživanje i nadzor nad poslovanjem hartijama od vrijednosti. Ovlašćenja Komisije da traži informacije propisana su odredbom člana 108 Zakona o hartijama od vrijednosti, kojim je propisano da je Komisija ovlašćena da traži pismenim putem od lica kojima je dala dozvolu za rad da dostavljaju informacije koje se odnose na njihovo poslovanje u skladu sa ovim zakonom, u vrijeme i na način koji odredi (Vidi: član 108 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Komisija kao regulatorni organ u skladu sa principima IOSCO-a ima široka ovlašćenja za pribavljanje informacija. Ovlašćenja Komisije na pribavljanje informacija u vezi sa transakcijama propisana su Zakonom o hartijama od vrijednosti. Ovim zakonom je propisano da Komisija može zahtijevati dostavljanje informacija o pribavljanju, otuđenju ili držanju hartija od vrijednosti od: 1) lica registrovanog kao vlasnika hartije od vrijednosti; 2) lica za koje opravdano smatra da je vlasnik hartije od vrijednosti; 3) lica za koje opravdano smatra da ima prava iz hartija od vrijednosti; 4) lica za koje opravdano smatra da je pribavilo ili otuđilo hartiju od vrijednosti, ili 5) lica kome je izdala dozvolu za rad (Vidi: član 109 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Ovlašćenja Komisije da vrši kontrolu su propisana članom 110 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da Komisija može nenajavljeno izvršiti kontrolu poslovanja lica koje ima ili je imalo dozvolu za rad, koje posluje ili je poslovalo u skladu sa odredbama ovog zakona, pravilima donijetih na osnovu ovog zakona ili uslovima iz dozvole (Vidi: član 110 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Ovlašćenja Komisije da vrši kontrolu su dodatno osnažena izmjenama Zakona o hartijama od vrijednosti koji sada u stavu 3 člana 110 Zakona o hartijama od vrijednosti izričito propisuje da lice čije poslovanje podliježe kontroli dužno je da ovlašćenom licu omogućiti uvid u registre i druge evidencije potrebne za ostvarivanje kontrole i obezbijediti da njegovi zaposleni pruže neophodne informacije (Vidi: član 110 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip IX: Regulatorni organ treba da ima adekvatna ovlašćenja u oblasti primjene regulative. Složen karakter transakcija hartijama od vrijednosti i sofisticiranost ulaganja u zajedničke fondove ili derivate zahtijevaju rigorozno sprovođenje propisa o hartijama od vrijednosti. Investitori su posebno izloženi riziku u pogledu neadekvatnog ponašanja tržišnih posrednika i ostalih učesnika.

Komisija kao regulatorni organ ima adekvatna ovlašćenja za primjenu propisa. Pored generalnog ovlašćenja propisanih članom 109 i 110 Zakona o hartijama od vrijednosti, ovlašćenja Komisije da vrši kontrolu propisana su Pravilima o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 16/01 i 18/03). Članom 2 ovih pravila propisano je da kontrolu poslovanja lica Komisija vrši: po sopstvenoj inicijativi ili na inicijativu člana Komisije, na predlog vlasnika hartije od vrijednosti ili potencijalnog investitora u hartije od vrijednosti, berze, ovlašćenog učesnika, Centralne Depozitarne Agencije ili na zahtjev drugog nadležnog organa.

Ovlašćenja Komisije za primjenu propisa ne obuhvataju ovlašćenja na primjenu novčanih kazni, ali je Komisija ovlašćena da donese: 1) rješenje o isključenju iz trgovine na berzi određenih hartija od vrijednosti; 2) rješenje o zabrani kotiranja na berzi određenih hartija od vrijednosti; 3) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da trguje sa određenim hartijama od vrijednosti; 4) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da upravlja portfeljom hartija od vrijednosti; 5) rješenje o javnom objavljivanju da ovlašćeni učesnik krši propise u poslovanju sa hartijama od vrijednosti; 6) rješenje kojim se upravnom odboru kontrolisanog lica predlaže razriješenje direktora tog lica; 7) rješenje o poništenju rješenja o odobrenju prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti; 8) rješenje o suspendovanju, odnosno oduzimanju dozvole za rad berzi, ovlašćenom učesniku ili Centralnoj Depozitarnoj Agenciji; 9) druga odgovarajuća rješenja o preduzimanju mjera.

Ovlašćenja Komisije da vrši kontrolu odnose se ne samo na ovlašćene učesnike na tržištu već i na druga lica. Tako je članom 111 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano da lice za koje istražitelj opravdano vjeruje ili očekuje da posjeduje ili kontroliše dokument koji sadrži informaciju važnu za istraživanje dužno je da: 1) dostavi istražitelju dokument koji on zatraži, u vrijeme i na mjestu određenom od strane istražitelja; 2) na zahtjev istražitelja pruži objašnjenje ili dodatne informacije u vezi sa traženim dokumentom; 3) se odazove na poziv istražitelja i na pitanja istražitelja koja se odnose na predmet istraživanja odgovara istinito i na najbolji način (Vidi: član 111 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip X: Regulatorni sistem treba da osigura djelotvorno i uvjerljivo sprovođenje ovlašćenja za pregled, istraživanje, nadzor i primjenu regulative. Generalno, ova ovlašćenja za sprovođenje propisa ne treba da obuhvataju, odnosno da umanjuju, prava privatnih lica na djelovanje. Privatna lica treba da budu u stanju da traže sopstvene pravne lijekove (uključujući, na primjer, tužbi za nadoknadu štete ili odštetu zbog nekonkretnog izvršenja neke obaveze).

U skladu sa principima IOSCO-a propisima se obezbjeđuje djelotvorno i uvjerljivo sprovođenje ovlašćenja za pregled, istraživanje, nadzor i primjenu regulative, jer se kontrola može pokretati uvijek kada Komisija sprovođenje kontrole smatra cjelishodnim. Takođe, putem elektronskog nadzora trgovanja na berzi Komisija može uočiti nepravilnosti u poslovanju i preduzeti odgovarajuće mjere.

Prava lica protiv kojih Komisija sprovodi postupak garantovana su odredbom Zakona o hartijama od vrijednosti, koji zahtijeva da Komisija svoje postupke sprovodi u skladu sa odredbama Zakona o opštem upravnom postupku. Pravila Komisije garantuju prava trećih lica, jer je članom 19 pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti propisano da nakon sprovedene neposredne kontrole, Komisija na licu mjesta, ili najkasnije u roku od tri dana od dana okončanja neposredne kontrole, sastavlja zapisnik o izvršenoj kontroli i dostavlja ga kontrolisanom licu, zbog stavljanja primjedbi (Vidi: član 19 Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti).

IV Principi regulative koji se odnose na saradnju pri nadzoru

Principi regulative koji se odnose na saradnju pri nadzoru su:

Princip XI: Regulatorni organ treba da ima ovlaštenje da, u vršenju nadzora, sarađuje sa drugim domaćim i stranim institucijama i da razmjenjuje potrebne informacije. U slučaju institucionalne podjele regulatornih ovlašćenja u jednoj jurisdikciji ili gdje se zakon o hartijama od vrijednosti preklapa sa drugim zakonima te jurisdikcije, kao i u slučajevima prevara ili pranja novca, neophodna je saradnja između dva ili više domaćih regulatornih organa, uključujući i sudske organe.

Regulatorni sistem Crne Gore ne zabranjuje Komisiji da razmjenjuje informacije u vezi sa svim pitanjima koja proizilaze iz vršenja njenih ovlašćenja i odgovornosti u skladu sa nadležnostima propisanim Zakonom o hartijama od vrijednosti.

Komisija je ovlašćena da sve informacija o pitanjima iz svoje nadležnosti razmjenjuje sa inostranim regulatorima bez potrebe za dodatnim odobrenjem od bilo kog državnog organa, čime je u potpunosti zadovoljen ovaj princip IOSCO-a.

Međunarodna saradnja je regulisana putem bilateralnih memoranduma o saradnji koje je Komisija potpisala sa regulatornim organima iz okruženja. Takođe, Komisija je pokrenula postupak za potpisivanje multilateralnog sporazuma o saradnji pred IOSCO-om i potpisala multilateralni memorandum o saradnji sa IOSCO-om februara 2009 godine.

Komisija može pružiti informacije inostranom regulatoru, kao i domaćem organu, čak i ukoliko taj organ nije zahtijevao dostavljanje informacija. Ovlašćenje Komisije da dostavlja ove podatke je izričito propisano članom 29 Memoranduma koji je Komisija potpisala sa inostranim regulatorima, a kojim je propisano da regulator kojem su dostavljene ove informacije može da ih upotrebljava, uz obavezu da čuva tajnost podataka, kao i da ih može dati damo sudskim organima u cilju pokretanja odgovarajućih sudskih ili administrativnih postupaka.

Princip XII: Regulatorni organi treba da uspostave mehanizme razmjene informacija, koji će utvrditi način razmjene informacija sa domaćim i stranim institucijama.

Komisija kao regulatorni organ uspostavlja mehanizme razmjene informacija, kojim se utvrđuje način razmjene informacija sa domaćim i stranim institucijama putem zaključivanja memoranduma o saradnji.

Princip XIII: Regulatorni sistem jedne zemlje treba da predvidi i mogućnost asistencije od strane inostranih regulatornih organa u cilju provjere domaćeg regulatornog sistema i sposobnosti vršenja regulatorne funkcije od strane domaćeg regulatornog organa.

Ovaj princip je u potpunosti ispoštovan, s obzirom da je potpisanim memorandumima o saradnji saradnja postavljena na vrlo širokoj osnovi koja omogućava da se informacije dostavljaju čak i ukoliko informacija koju traži inostrani regulator ne ukazuje na moguće kršenje propisa.

V Principi regulative koji se odnose na emitente

Princip XIV: Trebalo bi da se u potpunosti, blagovremeno i precizno objavljuju finansijski rezultati i ostale informacije koje su od materijalnog značaja za donošenje odluka investitora. Investitori treba da imaju pristup informacijama koje su im potrebne da bi mogli donositi investicione odluke. Te informacije odnose se na sadržinu oglašavanja i informacije o eminentima, ponudama hartija, listingu, periodičnim izvještajima i izvještajima o materijalnim događanjima, preuzimanju ili promjenama u kontroli kompanija, ili promjenama u pravima vezanim za neke hartije od vrijednosti kojima se javno trgovalo.

Zakon o hartijama od vrijednosti obezbjeđuje potpuno, blagovremeno i precizno objavljivanje finansijskih rezultata i ostalih informacija koje su od materijalnog značaja za donošenje odluka investitora. Kako bi se obezbijedilo da su investitorima na raspolaganju sve informacije neophodne za donošenje informisane odluke, u članu 28 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da: "Registrovani emitent: 1) dostavlja Komisiji kopiju godišnjeg računa, nakon njegovog usvajanja na skupštini akcionara, i kopiju izvještaja revizora u skladu sa zakonom; i 2) dostavlja svakom vlasniku hartija od vrijednosti odgovarajući finansijski izvještaj, ukoliko to Komisija odredi."

Zakon o hartijama u članovima 34-44 propisuje definiciju prospekta, odgovornost za netačan ili obmanjujući prospekt, dužnost emitenta da sačini dodatni prospekt u skladu sa promijenjenim okolnostima. Takođe, emitent je obavezan da sačini prospekt koji predstavlja realnu sliku o imovini i obavezama, gubitku i dobitku, finansijskom položaju i perspektivama emitenta, kao i o pravima sadržanim u hartijama od vrijednosti na koje se odnosi prospekt.

Sadržina prospekta propisana je članom 3 Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 06/01 i 23/03) kojom je propisano da prospekt mora sadržati podatke o: 1) hartijama od vrijednosti koje se emituju; 2) pravnom statusu i kapitalu emitenta; 3) poslovnoj aktivnosti emitenta; 4) finansijskoj poziciji emitenta; 5) odgovornim licima emitenta; i 6) razvoju i perspektivama emitentovog poslovanja.

Kada se hartije emitenta uvrštavaju na kotaciju berze, emitent je obavezan da sačini prospekt koji sadrži podatke propisane pravilima berze.

Princip XV: Emitent treba da se fer i pravično odnosi prema vlasnicima hartija od vrijednosti.

Zakon o hartijama od vrijednosti i Zakon o privrednim društvima sadrže različite odredbe koje imaju za cilj zaštitu prava akcionara. Pravo na jednak tretman akcionara propisano je članom 30 stav 2 Zakona o privrednim društvima koji propisuje da: "Svaki akcionar društva ima ona prava koja mu daju akcije koje posjeduje. Prema svim akcionarima postupa se jednako u jednakim okolnostima."

Pravo akcionara da glasa regulisano je Zakonom o privrednim društvima koje priznaje akcionaru pravo da prisustvuje skupštinama akcionara i da glasa; priznaje pravo da svaka akcija ima jedna glas, izuzev u slučaju izbora člana odbora direktora. Statutom društva se može propisati da se izdaje posebna klasa akcija – akcije bez prava glasa, ali u svim okolnostima, vlasnici iste klase akcija imaju ista prava.

Glavne odluke na skupštinama akcionara se prema Zakonu o privrednim društvima usvajaju prostom većinom glasova prisutnih akcionara, izuzev kada Zakon izričito propisuje drugu većinu.

Princip XVI: Računovodstveni i revizorski standardi koje emitent primjenjuje treba da budu u skladu sa međunarodno priznatim standardima. Uporedivost i pouzdanost finansijskih informacija su od presudnog značaja za donošenje odluka. Cilj finansijskih izvještaja jeste da pruže informacije o finansijskom stanju, rezultatima rada, bilansu i promjenama u vlasništvu kapitala preduzeća. Finansijski izvještaji treba da budu opsežni, konzistentni, relevantni, pouzdani, i uporedivi. Računovodstveni i revizorski standardi su neophodni čuvari pouzdanosti finansijskih informacija.

Svi računovodstveni i revizorski standardi odgovaraju međunarodnim standardima u ovoj oblasti, jer je članom 3 Zakona o računovodstvu i reviziji ("Službeni list, RCG", br. 06/02) propisano da se finansijski izvještaji sačinjavaju u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima.

VI Principi za šeme kolektivnog investiranja

Termin kolektivne investicione šeme obuhvata licencirane "otvorene fondove" koji otkupljuju svoje jedinice ili akcije, bilo kontinuirano ili periodično. Takođe, taj termin obuhvata "zatvorene fondove", čijim se akcijama ili jedinicama trguje na tržištu hartija od vrijednosti. Dalje, on obuhvata "unit investment" trustove i ugovorne modele investiranja.

Zakonska forma kolektivnih investicionih šema varira u zavisnosti od jurisdikcije, međutim, u svim jurisdikcijama one postaju sve važnije sredstvo pomoću koga investitori postižu diverzifikaciju i smanjuju rizik investiranja. Principi koji se odnose na šeme kolektivnog investiranja su:

Princip XVII: Nadzorni sistem treba da uspostavi standarde u pogledu kvalifikovanosti i načela vezanih za osobe koje žele da rukovode šemom kolektivnog investiranja.

Skupština Crne Gore usvojila je Zakon o investicionim fondovima ("Službeni list, RCG", br. 49/04). Ovim zakonom ustanovljen je osnovni regulatorni okvir za poslovanje investicionih fondova u Crnoj Gori. U skladu sa međunarodnim standardima, Zakonom se ustanovljavaju određeni kriterijumi za društva koja nastoje da obavljaju poslove upravljanja zatvorenim investicionim fondom kao šemom kolektivnog investiranja. Zakon propisuje da:

- Novčani dio osnovnog kapitala društva za upravljanje koje upravlja samo jednim investicionim fondom ne može biti manji od 125.000 EUR (Vidi: član 10 stav 1 Zakona o investicionim fondovima);
- Član 13 Zakona o investicionim fondovima zahtijeva da Društvo za upravljanje od Komisije dobije dozvolu za obavljanje djelatnosti upravljanja investicionim fondom, a da bi je dobilo društvo za upravljanje podnosi Komisiji: 1) ugovor o osnivanju društva za upravljanje; 2) statut društva za upravljanje; 3) poslovni plan za upravljanje investicionim fondom za sljedeće tri godine; 4) dokaze osnivača da su uplatili iznos novčanog dijela osnovnog kapitala propisan ovim zakonom; 5) dokaze o kadrovskoj, tehničkoj i organizacionoj osposobljenosti društva za upravljanje; 6) predlog za imenovanje članova odbora direktora i izvršnog direktora; 7) dokaze o namjeri zapošljavanja dva investiciona menadžera; 8) druge podatke i dokaze.

Kršenje odredbi o obavljanju poslova društva za upravljanje sankcionisano je kaznenim odredbama Zakona koje propisuje da će se novčanom kaznom od pedesetstrukog do tristostrukog iznosa minimalne zarade u Republici kazniće se društvo za upravljanje, ako započne obavljanje djelatnosti upravljanja investicionim fondom prije nego što od Komisije dobije dozvolu za rad, odnosno prekrši odredbe člana 13 stav 1 Zakona o investicionim fondovima.

Kršenje odredbi Komisija sankcioniše i javnim objavljivanjem da inostrano društvo za upravljanje prodaje jedinice inostranih kolektivnih investicionih šema bez dozvole Komisije kao domaćeg regulatornog organa.

Komisija za hartije od vrijednosti je odgovorna za sprovođenje odredbi Zakona, kao i podzakonskih propisa donijetih na osnovu ovog Zakona. U tom cilju Komisija je ovlašćena za:

- davanje dozvole za rad i registraciju kolektivnih investicionih šema, davanje i oduzimanje dozvole za rad društvima za upravljanje i investicionim fondovima (Vidi: član 13, 14 i 34 Zakona o investicionim fondovima);
- vršenje nadzora i kontrole nad poslovanjem kolektivnih investicionih šema i društava za upravljanje na rutinskoj osnovi, direktno ili indirektno, kad god nađe da postoji potreba za vršenjem kontrole i preduzimanjem mjera; a u vezi sa vođenjem poslovnih knjiga, finansijskih izvještaja i davanjem saopštenja; objavljivanjem izvještaja koji se odnose na aktivnosti društva za upravljanje i investicionog fonda, uključujući promociju i reklamu; razmatranjem žalbi

akcionara investicionog fonda i, s tim u vezi, zahtijevanja od društva za upravljanje da ispravi eventualne nepravilnosti u poslovanju.

- Komisija vrši: posrednu kontrolu – pregledom izvještaja o poslovanju društva za upravljanje i investicionog fonda koji se dostavljaju Komisiji i pribavljanjem informacija na drugi način; ili neposrednu kontrolu – uvidom u poslovne knjige i drugu dokumentaciju koja se odnosi na poslovanje društva za upravljanje, investicionog fonda i depozitarnih banaka u vezi sa poslovanjem investicionog fonda (Vidi: član 9 Pravila o bližim uslovima, načinu i postupku vršenja nadzora poslovanja društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova, "Službeni list, RCG", br. 68/04)

Trajan nadzor obuhvata razmatranje i kontrolisanje, tromjesečnih, polugodišnjih i godišnjih izvještaja. Rutinska i trajna kontrola najčešće obuhvata neposrednu kontrolu investicionih fondovima. Komisija za hartije od vrijednosti ima jasna regulatorna ovlaštenja u vezi sa kontrolom poslovanja kolektivnih investicionih šema.

Zakon o investicionim fondovima sadrži odredbe koje imaju za cilj minimizaciju konflikta interesa. Član 15 zakona propisuje da se sredstva, obaveze, potraživanja, prihodi i rashodi i druga prava društva za upravljanje vode se odvojeno od sredstava, obaveza, potraživanja, prihoda i rashoda i drugih prava investicionog fonda. Takođe, član 20 Zakona propisuje ograničenja ulaganja imovine tako da Društvo za upravljanje ne može biti, posredno ili neposredno, vlasnik akcija ili udjela sljedećih pravnih lica: 1) drugog društva za upravljanje; 2) brokera ili dileru koji za društvo za upravljanje obavlja poslove posredovanja u trgovini sa hartijama od vrijednosti iz portfelja investicionog fonda; 3) svojih akcionara; 4) drugog fonda; 5) osiguravajućeg društva kod kojeg je fond osiguran.

Princip XVIII: Nadzorni sistem treba da obezbijedi pravila koja se odnose na pravne forme i strukturu šeme kolektivnog ulaganja, kao i na zaštitu sredstava klijenata i njihovom odvojenom vođenju od sredstava investicione kompanije koja upravlja tom šemom kolektivnog investiranja.

Interesi investitora u kolektivne investicione šeme su u potpunosti zaštićeni Zakonom i podzakonskim propisima Komisije. Na taj način, Zakon zahtijeva da:

- Društvo za upravljanje ima oblik akcionarskog društva ili društvo sa ograničenom odgovornošću koje se osniva radi osnivanja i upravljanja investicionim fondom i ne može obavljati drugu djelatnost; tako i Investicioni fond mora biti akcionarsko društvo koje se osniva radi javnog prikupljanja novčanih sredstava i ulaganja prikupljenih sredstava u hartije od vrijednosti, novčane depozite i nekretnine, u skladu sa ovim zakonom.
- Društvo za upravljanje priprema i objavljuje godišnji i periodični izvještaj o poslovanju društva za upravljanje i investicionim fondom kojim upravlja. Periodični izveštaji o poslovanju društva za

upravljanje i investicionog fonda kojim upravlja pripremaju se za periode januar-mart, januar-jun, januar-septembar i januar-decembar tekuće godine.

- Odvojeno vođenje sredstava propisano je članom 15 Zakona koji propisuje da se sredstva, obaveze, potraživanja, prihodi i rashodi i druga prava društva za upravljanje vode se odvojeno od sredstava, obaveza, potraživanja, prihoda i rashoda i drugih prava investicionog fonda.
- Pouzdano vođenje sredstava obezbijeđeno je odredbom člana 24 Zakona koja propisuje da je Društvo za upravljanje dužno da sa bankom koja ima dozvolu za rad od Centralne banke Crne Gore zaključi ugovor kojim ovlašćuje tu banku za obavljanje poslova u vezi sa novčanim poslovanjem investicionog fonda

Usvojenim odredbama se u potpunosti obezbjeđuju pravila koja se odnose na pravne forme i strukturu šeme kolektivnog ulaganja, kao i na zaštitu sredstava klijenata i njihovom odvojenom vođenju od sredstava investicione kompanije koja upravlja tom šemom kolektivnog investiranja.

Princip XIX: Regulatora treba da, na istim principima kao i za emitente, obezbijedi objavljivanje informacija o statusu i poslovanju šeme kolektivnog investiranja, kako bi investitori mogli da procijene održivost te šeme i vrijednost njihovog učešća u šemi.

Pravni okvir zahtijeva da sva pitanja od suštinskog značaja za procjenu kolektivnih investicionih šema budu objelodanjena i da o njima investitor bude upoznat na razumljiv način. Član 18 Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine investicionih fondova ("Službeni list, RCG", br. 64/05) propisuje da je društvo za upravljanje dužno da objavi utvrđene mjesečne i godišnje vrijednosti imovine fonda i vrijednosti akcije fonda, kao i godišnju neto vrijednost imovine fonda i neto vrijednost akcije fonda, u roku od dva dana od njihovog odobrenja od strane nadzornog odbora, najmanje u jednom dnevnom listu koji izlazi na cijeloj teritoriji Republike.

Članom 2 Pravila o o sadržini i objavljivanju izvještaja o poslovanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova ("Službeni list, RCG", br. 68/04) propisano je da je društvo za upravljanje dužno pripremiti i objaviti godišnji i periodični izvještaj o poslovanju društva za upravljanje investicionim fondom i investicionog fonda kojim upravlja. Godišnji i periodični izvještaj o poslovanju društva za upravljanje i investicionog fonda priprema i objavljuje društvo za upravljanje, sa sadržajem u skladu sa obaveznim elementima utvrđenim u prilogima 1, 2 i 3, koji su sastavni dio ovih pravila. Periodični izvještaji o poslovanju društva za upravljanje i investicionog fonda pripremaju se za periode januar-mart, januar-jun, januar-septembar i januar-decembar tekuće godine.

Odredbom člana 4 istih Pravila propisano je da je društvo za upravljanje dužno godišnji izvještaj društva za upravljanje i investicionog fonda kojim upravlja dostaviti Komisiji za hartije od vrijednosti najkasnije četiri mjeseca po završetku poslovne godine. Takođe, stavom 2 je propisano da je Društvo za upravljanje dužno da

periodični izvještaj društva za upravljanje i investicionog fonda kojim upravlja dostavi Komisiji najkasnije 30 dana od isteka perioda za koji se izvještaj podnosi. Dakle, javnost se obavještava na regularnoj osnovi.

Princip XX: Regulatorna treba da obezbijedi postojanje odgovarajuće i transparentne metodologije za procjenu vrijednosti sredstava uložениh u šemu kolektivnog investiranja, kao i metodologiju formiranja cijena i načina otkupa jedinica u šemi kolektivnog investiranja.

Regulativom je obezbijedena odgovarajuća i transparentna metodologija za procjenu vrijednosti sredstava uložениh u šemu kolektivnog investiranja. Komisija je na osnovu Zakona o investicionim fondovima usvojila i objavila Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine investicionih fondova ("Službeni list, RCG", br. 68/04).

VII Principi za tržišne posrednike.

Termin "tržišni posrednik" generalno obuhvata one koji rukovode individualnim portfeljima, izvršavaju naloge, posluju hartijama od vrijednosti ili ih distribuiraju, kao i obezbjeđuju relevantne informacije potrebne za trgovanje hartijama od vrijednosti. Ti principi su:

Princip XXI: Regulatorna treba da obezbijedi poštovanje minimuma standarda poslovanja tržišnih posrednika. Davanje dozvola za rad i nadzor nad poslovanjem tržišnih posrednika treba da uspostave minimalne standarde poslovanja za učesnike na tržištu i da obezbijede konzistentnost tretmana za sve posrednike u sličnoj situaciji.

Da bi se omogućilo investitorima da bolje štite sopstvene interese, regulatorni organ treba da uspostavi pravila kojima se obezbjeđuje da javnost ima pristup relevantnim informacijama što se odnose na ovlaštenog učesnika – npr. vrsta date licence, obim odobrenih aktivnosti, identitet menadžmenta i onih koji su ovlašćeni da rade u ime tržišnog posrednika

Zakon o hartijama od vrijednosti u Glavi VI sadrži veoma detaljne odredbe koje uspostavljaju standarde za tržišne učesnike koji obavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti, a koji su definisani članom 62 Zakona o hartijama. Ovim članom je propisano da poslovi sa hartijama od vrijednosti koje obavljaju ovlašćeni učesnici, u smislu ovog zakona, su: 1) posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđ račun), uz naplatu provizije (brokerski poslovi); 2) trgovina hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni (dilerski poslovi); 3) upravljanje portfeljom hartija od vrijednosti koje pripadaju drugom licu (poslovi investicionog menadžera); 4) preuzimanje cijele nove emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta ili garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca (poslovi preuzimanja emisije – *underrighting-a*); 5) davanje investitoru ili potencijalnom investitoru savjeta o prednostima kupovine,

prodaje, upisa ili preuzimanja hartija od vrijednosti (poslovi investicionog savjetnika); 6) drugi poslovi za koje Komisija odredi da predstavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti.

Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje da poslove sa hartijama od vrijednosti ne može obavljati nijedno lice koje nije od Komisije dobilo dozvolu za rad u skladu sa ovim zakonom, kao i da se dozvolom za rad utvrđuju poslovi sa hartijama od vrijednosti kojima se ovlašćeni učesnik može baviti (Vidi: član 65 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti). Davanje dozvole za rad i uslovi koje je potrebno ispuniti definisani su članovima 62-76 Zakona o hartijama od vrijednosti.

Minimalni uslovi koje je potrebno ispuniti da bi ovlašćeni učesnik dobio dozvolu za rad propisani su članom 68 koji propisuje da: zahtjev za dobijanje dozvole za rad ovlašćenog učesnika podnosi se u formi i na način koji utvrdi Komisija, uz uplatu propisane naknade i sadrži: 1) informacije o uslugama koje ponosilac zahtjeva namjerava da pruža; 2) informacije o poslovima koje podnosilac zahtjeva namjerava da obavlja, o licima koja podnosilac zahtjeva namjerava da zaposli i o licima sa kojima namjerava da uspostavi poslovnu saradnju; 3) određenje mjesta na kojima je moguće ostvariti uvid u tehničko-tehnološku opremljenost za obavljanje poslova za koje se traži dozvola. Uz zahtjev za dobijanje dozvole za rad, ovlašćeni učesnici – pravna lica Komisiji dostavljaju: 1) ugovor o osnivanju; 2) statut; 3) opis poslova i plan rada za naredne dvije godine; 4) podatke o licima s posebnim ovlašćenjima i odgovornostima; 5) podatke i dokaze u vezi osnivačkog uloga i ispunjavanja drugih uslova u zavisnosti od vrste poslova, kadrovske, tehničke, finansijske i organizacione sposobnosti za obavljanje poslova za koje se traži dozvola za rad.

Ovlašćenja Komisije za davanje dozvole za rad sadržana su u članu 69 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da Komisija izdaje dozvolu za rad ovlašćenom učesniku kada ocijeni da ispunjava propisane uslove. Članom 71 Zakona o hartijama propisano je da Komisija može licu kome je dala dozvolu izmijeniti ili oduzeti ovlašćenja data dozvolom za rad, ili propisati dodatne uslove.

U skladu sa standardima IOSCO-a, ovlašćeni učesnici su obavezni da odmah prijave Komisiji sve značajne izmjene u okolnostima koje utiču na licencu. Ova dužnost obavještenja propisan je članom 76 koji glasi: "Kada ovlašćeni učesnik prestane da obavlja poslove na koje se dozvola odnosi ili nastane bilo koja promjena podataka koji se unose u registar dužan je da, najkasnije u roku od sedam dana, dostavi Komisiji pismeno obavještenje o nastaloj promjeni".

Zakonom su postavljeni uslovi u pogledu minimalnog kapitala ovlašćenog učesnika. Tako je članom 67 Zakona propisano da: Minimalan iznos novčanog dijela osnovnog kapitala iznosi: za investicionog savjetnika 10.000 EUR; za brokera 25.000 EUR; za dila i investicionog menadžera 125.000 EUR; za obavljanje poslova preuzimanja emisije 250.000 EUR

Princip XXII: Trebalo bi definisati adekvatnu strukturu kapitala za tržišne posrednike koja bi odražavala rizike koje oni preduzimaju u svom poslovanju.

Zahtjevi u pogledu minimalnog kapitala postavljeni su članom 67 Zakona o hartijama od vrijednosti. Kako bi se obezbijedila kapitalna adekvatnost ovlašćenih učesnika, Zakonom je u članu 79 propisano da "Komisija može, u cilju zaštite investitora, propisati iznos finansijskih sredstava koje ovlašćeni učesnici moraju obezbijediti tokom poslovanja, radi obavljanja poslova sa hartijama od vrijednosti za koje su dobili dozvolu za rad." Ova odredba se može široko tumačiti na način da ovlašćuje Komisiju da donese pravila kojima će regulisati držanje finansijskih sredstava od strane ovlašćenih učesnika.

U cilju kontrole poslovanja ovlašćenih učesnika, oni su obavezni da dostave Komisiji izvještaje o reviziji. Članom 84 Zakona o hartijama propisano je da: "Ovlašćeni učesnik za svaku finansijsku godinu priprema bilans uspjeha, bilans stanja i druge finansijske izvještaje koji sadrže podatke koje propiše Komisija. Ovlašćeni učesnik je dužan da, najkasnije u roku od četiri mjeseca od završetka finansijske godine, Komisiji dostavi godišnji račun sa izvještajem ovlašćenog revizora sa mišljenjem". U skladu sa standardima IOSCO-a, ova odredba omogućava da se iznos kapitala ovlašćenog učesnika može utvrditi u svakom trenutku.

Shodno članu 83-86 Zakona o hartijama od vrijednosti, ovlašćeni učesnici su obavezni da imenuju revizora i podnesu revizorski izvještaj. Član 83 propisuje da je ovlašćeni učesnik dužan da, najkasnije u roku od mjesec dana od dana dobijanja dozvole za rad, imenuje ovlašćenog revizora (Vidi: član 83 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Dodatna obezbjeđenja sadržana su u članu 86 zakona o hartijama koji daje Komisiji ovlašćenje da imenuje revizora ovlašćenog učesnika kada 1) ovlašćeni učesnik ne imenuje ovlašćenog revizora; 2) ovlašćeni revizor ne sačini odgovarajući izvještaj o reviziji; 3) ovlašćeni učesnik ne dostavi Komisiji izvještaj ovlašćenog revizora; 4) utvrdi postupanje suprotno odredbama čl. 79, 80 i 82 ovog zakona. Komisija može imenovati revizora da izvrši reviziju i podnese izvještaj za sve ili pojedine podatke iz knjiga, računa ili registara ovlašćenog učesnika (Vidi: član 86 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip XXIII: Od tržišnih posrednika, u cilju zaštite interesa klijenata, treba da se zahtijeva poštovanje i sprovođenje standarda o unutrašnjoj organizaciji i načinu obavljanja poslova. Ovi principi, takođe, treba da smanje rizik gubitaka za investitore izazvane nemarnošću ili nelegalnim ponašanjem, ili zbog neadekvatne strukture kapitala.

Standardi poslovanja i unutrašnje organizacije koji imaju za cilj da zaštite interese klijenata i obezbijede odgovarajuće upravljanje rizikom propisani su Zakonom o privrednim društvima koji u članu 34 propisuje organe akcionarskog društva i njihove nadležnosti. S obzirom da se svi ovlašćeni učesnici moraju osnovati kao akcionarska društva, oni moraju imati obavezne organe akcionarskog društva: skupštinu, odbor direktora i izvršnog direktora. Takođe, Zakon o privrednim društvima zahtijeva da izvršni direktor i druga lica budu odgovorna za poslovodstvo društva i postupaju s pažnjom dobrog privrednika nakon što im se povjeri rukovođenje društvom od strane odbora direktora (Vidi: član 46 stav 5 Zakona o privrednim

društvima). Pravila unutrašnje organizacije i kontrole samostalno utvrđuju ovlašćeni učesnici i podnose Komisiji prilikom dobijanja dozvole za rad.

Princip XXIV: Regulativa bi trebala da uspostavi procedure za minimiziranje negativnih efekata u slučaju neuspjeha odnosno bankrota tržišnog posrednika, sa namjerom da se smanji šteta ili gubitak po investitora, kao i da se smanji rizik po cjelokupni sistem tržišta kapitala.

U cilju minimiziranja negativnih efekata stečaja ovlašćenog učesnika, Zakonom o hartijama od vrijednosti se propisuje poseban način vođenja sredstava klijenata. Zakon, članom 82 stav 1 Zakona o hartijama propisano je da je ovlašćeni učesnik obavezan da novčana sredstva koja mu doznači klijent radi plaćanja hartija od vrijednosti drži na odvojenom računu ili odvojenim računima (račun klijenta), koji su posebno u tu svrhu otvoreni kod ovlašćenih institucija (Vidi: član 82 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Odvojenost sredstava klijenata od sredstava ovlašćenog učesnika propisana je članom 82 stav 3 koji propisuje da su sredstva na računima klijenta vlasništvo klijenta a nipošto ovlašćenog učesnika, ne ulaze u imovinu ovlašćenog učesnika, ni u likvidacionu ili stečajnu masu, niti se mogu upotrijebiti za naplatu potraživanja prema klijentu (Vidi: član 82 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

VIII Principi regulative koji se odnose na sekundarno tržište

Princip XXV: Regulatorni organ treba da ima ovlaštenja po pitanju davanja odobrenja za osnivanje i rad sistema trgovanja (berzi i drugih uređenih tržišta hartija od vrijednosti). Pored tradicionalno organizovanih berzi, sekundarna tržišta obuhvataju razne oblike vanberzanskih tržišnih sistema. Ovi sistemi obuhvataju elektronske "oglasne table" i "vlasničke sisteme" razvijene od strane posrednika, koji tipično nude svoje usluge drugim brokerima, bankama i institucionalnim investitorima koji ispunjavaju standarde za poslovanje na tim sistemima.

Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje da su berze pod nadzorom Komisije za hartije od vrijednosti. Članom 46 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da pravno lice ne može osnovati ili poslovati kao berza, ukoliko za to nije dobilo dozvolu za rad od Komisije, niti u nazivu može koristiti riječi berza ili berzanski.

Nadležnost berze za obavljanje poslova sa hartijama do vrijednosti propisana je članom 47 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da berza mora imati organizaciju i opremu i ispunjavati tehničke uslove koji omogućuju da svi učesnici u trgovini na berzi: 1) mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i primati ponude za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti; 2) imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrijednosti kojima se trguje i da svi mogu prodavati, odnosno kupovati hartije od vrijednosti pod jednakim uslovima.

Nadalje, član 52 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje opšte kriterijume za davanje dozvole za rad berzi na sljedeći način: "Podnosilac zahtjeva obavezan je da ispuni sljedeće uslove: 1) da obezbijedi propisani minimalni osnovni kapital; 2) da statutom, kao jedinu djelatnost, utvrdi obavljanje poslova tržišta hartija od vrijednosti; 3) da obezbijedi tehničko-tehnološku opremljenost za obavljanje poslova tržišta hartija od vrijednosti; 4) da navede najmanje tri člana koja će biti uključena u poslovanje sa hartijama od vrijednosti; 5) da predloži pravila i procedure koje obezbjeđuju obavljanje poslovanja na redovan način i uz neophodnu zaštitu investitora; 6) da predloži aktivnosti u vezi sa – saldiranjem i plaćanjem u poslovanju hartijama od vrijednosti u cilju ostvarivanja transakcija na tržištu hartija od vrijednosti, njihovog registrovanja i objavljivanja; – istraživanjem tržišta; – efikasnim nadzorom i kontrolom načina sprovođenja njegovih pravila, ovog zakona i pravila donijetih na osnovu ovog zakona; – razmatranjem prigovora i žalbi na obavljanje transakcija bilo kojeg njenog člana; 7) da predloži pravila koja će omogućiti razrješavanje situacije u slučaju kada član berze nije u mogućnosti da izvrši svoju obavezu iz jednog ili više ugovora."

Kapitalni census za osnivanje propisan je članom 51 koji glasi: Novčani dio osnovnog kapitala berze mora iznositi najmanje 100.000 EUR.

Komisija je ovlaštena da vrši nadzor nad berzom u skladu sa IOSCO standardima. Član 59 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje da u cilju zaštite investitora, Komisija može naložiti berzi da izvrši izmjenu pravila berze uz utvrđivanje potrebnih izmjena i datuma njihovog stupanja na snagu (Vidi: član 59 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip XXVI: Trebalo bi da postoji kontinuirani nadzor nad radom sistema trgovanja hartijama od vrijednosti, čiji je cilj da se primjenom adekvatnih i fer pravila osigura integritet poslovanja učesnika različitih tržišta.

Zakonom o hartijama od vrijednosti omogućeno je Komisiji da vrši kontinuirani nadzor nad poslovanjem svih učesnika na tržištu. Integritet poslovanja i primjena adekvatnih i fer pravila, kao i adekvatno poslovanje berzi osigurani su pravilima berze na koja Komisija daje saglasnost u skladu sa članom 57 Zakona o hartijama (Vidi: član 57 stav 6 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip XXVII: Regulativa bi trebala unaprijediti transparentnost poslovanja na sekundarnom tržištu. Transparentnost se može definisati kao stepen do koga se informacije o trgovanju (one koje se odnose na period prije i poslije trgovanja) javno objavljuju u realnom vremenu.

S obzirom da je ustanovljen elektronski sistem trgovanja, on omogućava svakom učesniku na tržištu da stekne blagovremene informacije kako prije trgovanja, tako i poslije trgovanja. Informacija o zaključenim transakcijama mogu se pružiti na istoj osnovi svim učesnicima.

Princip XXVIII: Regulativa treba da je kreirana tako da može otkriti manipulacije i ostale zloupotrebe u trgovanju. Regulisanje trgovanja na sekundarnom tržištu treba da zabrani manipulacije na tržištu, ponašanje koje izaziva nedoumicu, insajder trgovanje i drugo prevarantsko ponašanje koje može da ugrozi sistem utvrđivanja cijene, da izvrši uticaj na cijene i/ili da dovede investitora u neopravdano nepovoljan položaj.

Regulativa hartija od vrijednosti formulisana je na način da spriječava zloupotrebe na tržištu. Glava IX, članovi 102-108 posvećeni su zloupotrebama na tržištu. Manipulacije na tržištu regulisane su članom 103. koji propisuje: "Zabranjeno je izazivati ili uticati da se izazove ili učiniti bilo koju radnju u cilju izazivanja netačne predstave ili sticanja pogrešnog zaključka o: 1) obimu trgovanja određenim hartijama od vrijednosti na određenom tržištu; 2) postojanju tržišta, odnosno o cijeni takvih hartija od vrijednosti."

Manipulacije cijenom regulisane su članom 104 Zakona o hartijama koji glasi: "Zabranjeno je zadržati, povećati, smanjiti ili izazvati promjene u tržišnoj cijeni hartije od vrijednosti putem kupovine ili prodaje te hartije kojom se ne izvrši promjena vlasništva nad tom hartijom ili fiktivnom transakcijom"

Netačne ili obmanjujuće izjave koje utiču na transakcije sa hartijama od vrijednosti regulisane su članom 106 koji glasi: "Nijedno lice ne može, direktno ili indirektno, u cilju izazivanja prodaje ili kupovine hartija od vrijednosti bilo kog emitenta, u vezi sa tim hartijama ili u vezi sa poslovanjem ili prethodnim ili budućim rezultatima poslovanja emitenta, dati: 1) izjavu koja je, u vrijeme i u uslovima kada je data, netačna ili obmanjujuća u odnosu na bilo koju materijalnu činjenicu i za koju je to lice znalo ili trebalo da zna da je netačna ili obmanjujuća; 2) izjavu koja se, zbog neiznošenja materijalne činjenice, smatra netačnom ili obmanjujućom i za koju je to lice znalo ili trebalo da zna da je iz razloga neiznošenja te činjenice ta izjava netačna ili obmanjujuća."

Inajder trejding i povlašćene informacije su regulisane članom 102 Zakona koji propisuje da: "Nijedno lice, bilo da posluje sa hartijama od vrijednosti ili savjetuje drugo lice, ne može u poslovanju hartijama od vrijednosti koristiti saznanja o: 1) neobjavljenim informacijama koje mogu dati prednost u odnosu na druge učesnike u trgovini hartijama od vrijednosti; 2) informacijama koje mogu, ukoliko se objave, značajno uticati na cijenu hartija od vrijednosti (povlašćena informacija)."

Ovim članom je uvedena zabrana korišćenja povlašćenih informacija, koja se po Zakonu odnosi na: 1) direktora, ovlaštenog radnika ili zaposlenog emitenta čijim se hartijama od vrijednosti trguje; 2) lica koja su u profesionalnoj vezi sa tim emitentom; 3) lica koja pribave takvu informaciju od lica iz tačaka 1 i 2 ovog stava.

Posao sa hartijama od vrijednosti sklopljen korišćenjem povlašćenih informacija ne smatra se nevažecim.

Princip XXIX: Regulatoriva treba da teži smanjenju rizika neplaćanja za izvršene transakcije i remećenja efikasnog izvršavanja obaveza na tržištu.

Zakon o hartijama od vrijednosti u članu 98 propisuje da Centralna Depozitarna Agencija osniva garantni fond, kao i da sredstva garantnog fonda čine sredstva obaveznih uplata članova Centralne Depozitarne Agencije. Pravila o utvrđivanju obaveznih uplata i njihovoj visini donosi Centralna Depozitarna Agencija, na osnovu prethodno pribavljene saglasnosti Komisije (Vidi: član 98 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Princip XXX: Sistemi za kliring i saldiranje transakcija hartijama od vrijednosti treba da budu podvrgnuti nadzoru regulatornog organa i kreirani tako da se osigura njihova pravičnost i efikasnost, kao i da se smanji sistemski rizik. Sistemi kliringa i saldiranja su sistemi koji obezbjeđuju proces za podnošenje i razmjenu podataka ili dokumenata kako bi se izračunale obaveze učesnika u sistemu, omogućilo izvršenje ovih obaveza i proces za transfer sredstava i hartija od vrijednosti. Svi učesnici na tržištu treba da budu upoznati sa pravilima i operativnim procedurama po kojima se obavljaju kliring i saldiranje.

Kliring, saldiranje i registracija hartija od vrijednosti regulisane su Glavom VIII (članovi 87-101) Zakona o hartijama od vrijednosti. Nadalje, procedure kliringa i saldiranja regulisane su Pravilima Centralne Depozitarne Agencije. Dakle, sva pravila o proceduri kliringa i saldiranja su na raspolaganju tržišnim učesnicima.

Shodno članu 89 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti Centralna Depozitarna Agencija obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama i druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti.

Prema članu 90 i 91 Zakona o hartijama od vrijednosti, Centralna Depozitarna Agencija je pod direktnim nadzorom Komisije za hartije od vrijednosti, koji propisuje da Komisija može, u cilju zaštite investitora, izdavati uputstva u vezi sa načinom poslovanja Centralne Depozitarne Agencije.

Opšti kriterijumi koje CDA terba da zadovolji da bi dobila dozvolu za obavljanje poslova saldiranja propisani su članom 90 Zakona o hartijama koji propisuje: Komisija izdaje dozvolu za rad Centralnoj Depozitarnoj Agenciji na osnovu podnjetog zahtjeva, kada ocijeni da podnosilac zahtjeva ispunjava sljedeće uslove: 1) da mu je jedina djelatnost registrovanje dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, obavljanje poslova kliringa i saldiranje sklopljenih transakcija s tim hartijama i drugih poslova u vezi sa tim; 2) da ima minimalni iznos novčanog dijela osnovnog kapitala 250.000 EUR; 3) da ima adekvatna sredstva za efikasnu kontrolu i sprovođenje svojih pravila; 4) da obezbijedi tehničko-tehnološku opremljenost za obavljanje poslova kliringa, saldiranja i registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti.

Detaljniji uslovi sadržani su u Pravilima o izdavanju dozvole za rad Centralnoj Depozitarnoj Agenciji ("Službeni list, RCG", br. 02/01)

1.2) Analiza efikasnosti postojećih rješenja u Zakonu o hartijama od vrijednosti

Zakonom o hartijama od vrijednosti propisan je postupak izdavanja i trgovanja hartijama od vrijednosti, prava i obaveze subjekata na tržištu hartija od vrijednosti i organizacija, djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

Zakonodavac se prilikom propisivanja ovih pitanja opredijelio se za veoma pogodan pristup – samo najbitnija pitanja su utvrđena Zakonom, dok su Komisiji za hartije od vrijednosti data vrlo široka regulatorna ovlaštenja:

- Npr. Zakonom je Komisiji dato ovlaštenje da propisuje sadržaj i postupak odobrenja prospekta za javnu ponudu emisije akcija, pri čemu je Zakonom propisan samo opšti pojam prospekta kao i da prospekt sadrži informacije neophodne da investitor može stvoriti realnu sliku o imovini i obavezama, gubitku i dobitku, finansijskom položaju i perspektivama emitenta, kao i o pravima sadržanim u hartijama od vrijednosti na koje se odnosi prospekt. Komisiji je dato ovlaštenje da propisuje bližu sadržinu prospekta (Vidi: član 34 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).
- Npr. postupak kontrole poslovanja ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i mjere koje Komisija, kao regulatorno tijelo, može preduzeti u postupku kontrole nijesu propisane Zakonom već podzakonskim propisima Komisije na čije donošenje je Komisija ovlašćena zakonom. Vidi: Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br.28/07).

Ovakav pristup zakonodavca se pokazao veoma djelotvornim, jer propisivanje podzakonskim aktima omogućava fleksibilnije propisivanje prilagođeno potrebama učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.

Izmjenama i dopunama Zakona o hartijama od vrijednosti usvojenim 2006. godine regulisana su izvjesna pitanja u vezi sa hartijama od vrijednosti koja su u velikoj mjeri doprinijela osnaživanju prava učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Osnovna pitanja koja su uređena izmjenama i dopunama Zakona o hartijama od vrijednosti su:

- **Transparentnost Komisije kao regulatornog i nadzornog organa:** U skladu sa osnovnim principom da se Zakonom o hartijama od vrijednosti propisuju samo osnovna pitanja, a da se Komisiji daju značajna regulatorna ovlaštenja, izmjenama Zakona o hartijama od vrijednosti se, u skladu sa savremenim međunarodnim standardima, propisuje obaveza Komisije da nacрте pravila objavi na svojoj Internet stranici, najkasnije 14 dana prije usvajanja, sa pozivom zainteresovanim licima da daju primjedbe, predloge ili sugestije. Ovom odredbom se u skladu sa savremenim principima postiže da u formiranju zakonodavne

politike, regulatorni organ mora imati procese za konsultaciju sa javnošću i javno otkrivati svoju politiku. Položaj Komisije kao regulatornog organa je ovim propisivanjem dodatno osnažen, a sa osnaživanjem pravnog položaja Komisije su i prava učesnika na tržištu bolje zaštićena. Prava učesnika na tržištu su učinjena izvjesnijim i sigurnijim, jer je propisano da Komisija u svom radu primjenjuje odredbe Zakona o opštem upravnom postupku, tako da su prava učesnika u postupku potpuno zaštićena i učinjena izvjesnim (Vidi: član 10 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

- **Zatvorena ponuda hartija od vrijednosti:** Dok je Zakon o hartijama od vrijednosti propisivao kao pravilo da se emisija akcija obavlja na osnovu javne ponude hartija od vrijednosti i uzak krug izuzetaka, izmjenama Zakona su precizno uređene situacije, tj. uslovi pod kojima emitent može emisiju akcija i drugih hartija od vrijednosti obavljati uz prospekt, uz skraćeni prospekt, kao i situacije kada emitent emisiju hartija od vrijednosti može obavljati bez prospekta; Uvođenjem zatvorene javne ponude u zakonom propisanim slučajevima se smanjuju troškovi emitenta prilikom emisije akcija zatvorenom ponudom. Ovakvo zakonsko uređivanje je u velikoj mjeri krojeno prema interesima učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i predstavlja značajan iskorak u pravcu daljeg razvoja interesa učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, jer se odstupa od principa obavezne javne ponude u slučaju potrebe emitenta za novim kapitalom koji je usvojen osnovnim Zakonom o hartijama od vrijednosti. Međutim, zakonsko rješenje je išlo putem taksativnog nabiranja učesnika koji se smatraju profesionalnim investitorima u smislu člana 44a i definisano da se profesionalnim investitorima u smislu ovog zakona, smatraju: investicioni fondovi, penzionirani fondovi, ovlašćeni učesnici koji obavljaju dilerske poslove, banke i društva za osiguranje; Ovakvo nabiranje nije potrebno s obzirom na ostvareni stepen razvoja tržišta kapitala, a nije ni cjelishodno s obzirom da nije obuhvatilo pojmom profesionalnih investitora društva za upravljanje investicionim, kao ni društva za upravljanje dobrovoljnim penzioniranim fondovima.

- **Propisivanjem praga uspješnosti u skladu sa odlukom o emisiji:** Zakonodavac je imao u vidu da je jedna od osnovnih funkcija razvoja tržišta kapitala ostvareni nivo edukacije učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Shodno tome, zakonodavac je odstupio od rješenja da prag uspješnosti emisije utvrđuje samim zakonom, već je propisao da je emitent taj koji odlukom o emisiji treba da utvrdi prag uspješnosti emisije.

- **Trgovanje inostranim hartijama od vrijednosti:** Globalizacija tržišta kapitala i potreba da se ostvari slobodno kretanje kapitala Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o hartijama od vrijednosti posebna glava posvećena je trgovanju hartijama od vrijednosti sa elementom inostranosti. Zakonodavac je u cilju jačanja konkurentnosti tržišta kapitala usvojio ispravan pristup jer je propisao da nerezidenti mogu slobodno kupovati i prodavati domaće i strane hartije od vrijednosti u Republici, u skladu propisima kojima je uređeno poslovanje hartijama od vrijednosti, kao i da nerezidenti mogu slobodno izdavati hartije od vrijednosti u Republici, na način utvrđen propisima kojima je uređeno poslovanje hartijama od vrijednosti. Usvajanje navedenog rješenja će trgovanje hartijama od vrijednosti učiniti konkurentnim, jer će nepostojanje ograničenja za ulaganje u hartije od vrijednosti privući veliki broj investitora. Međutim, u cilju

potpune implementacije navedenog zakonskog pristupa, potrebno je ukloniti ovlaštenje Komisije da zahtijeva od emitenta da prospekt dopuni posebnim podacima od značaja za tržište Republike. Ovakvo propisivanje se u praksi može pokazati i kao negacija zakonom usvojenog principa da Komisija priznaje prospekte za javnu ponudu hartija od vrijednosti odobrene od strane nadležnih organa zemalja članica OECD-a i zemalja sa čijim nadležnim organom za nadzor nad poslovanjem sa hartijama od vrijednosti Komisija ima zaključen ugovor o saradnji. Naime, pravilima Komisije je potrebno urediti, s obzirom da ovo pitanje nije uređeno zakonom, koje podatke i u kojim slučajevima Komisija može zahtijevati od emitenta, kako Komisija o ovim podacima ne bi odlučivala na ad hoc osnovi od slučaja do slučaja. Zahtjevi Komisije, ukoliko se pokažu kao prestrogi mogli bi u velikoj mjeri obesnažiti osnovnu odredbu o priznavanju prospekta.

1.3) Pitanja koja bi trebalo regulisati u cilju poboljšanja postojećih zakonskih rješenja

Osnovna pitanja koja bi Zakon u obliku izmjena i dopuna Zakona o hartijama od vrijednosti trebao urediti su:

a) Imajući u vidu sve veću globalizaciju tržišta hartija od vrijednosti potrebno je izvršiti izmjene zakona kako bi se preciznije definisali uslovi za trgovanje stranim hartijama od vrijednosti na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, uslovi za emisiju stranih emitenata kao i postupanje Komisije za hartije od vrijednosti u vezi sa prospektom za javnu ponudu hartija od vrijednosti stranih emitenata. Rješenje koje je usvojeno našim pravom može se pokazati štetnim po poslovanje stranih emitenata na domaćem tržištu hartija od vrijednosti. Stoga pravila Komisije treba formulisati liberalno u skladu sa pravilima EU kojima je osnovni cilj olakšavanje trgovanja inostranim hartijama od vrijednosti. U budućem pravnom uređenju ovog pitanja, treba prospekte inostranih emitenata priznavati bez zahtijevanja posebnog odobrenja od strane domaće Komisije. Svakako, posebne uslove treba propisati samo ukoliko su ispunjeni uslovi da je emitent dobio odobrenje prospekta od stranog regulatora, da ga objavljuje u krakom roku poslije prvog objavljivanja u državi u kojoj je odobren. Među ovim dodatnim podacima koje Komisija zaista treba da zahtijeva, su podaci o poreskom sistemu, s obzirom da su oni osobeni za svaku državu (Vidi član 112d).

b) Uslovi za emisiju domaćih pravnih lica u inostranstvu Zakon o hartijama od vrijednosti samo na načelan način propisuje da rezidenti mogu slobodno izdavati hartije od vrijednosti u inostranstvu. Zakon o hartijama ne propisuje posebna ograničenja za izdavanje hartija od vrijednosti u inostranstvu, i izdavanje ovih hartija uslovljava dužnošću emitenta da o namjeri prekogranične emisije obavezno prethodno obavijesti Komisiju, i obavezom da, u roku od osam dana od dana isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti, Komisiji dostavi podatke o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrijednosti u inostranstvu. Ovakvo zakonsko uređenje jeste liberalno, ali je u izvjesnom smislu nedorečeno. Naime, Zakonom o hartijama od vrijednosti nije definisana pravna priroda ovog obavještenja domaće Komisije za hartije od vrijednosti prije

otpočinjanja emisije u inostranstvu. S obzirom da se zakonodavac opredijelio za pojam "obavještenje", to obavještenje Komisiji za hartije od vrijednosti ne bi trebalo da ima pravnu prirodu dozvole domaće Komisije za hartije od vrijednosti, a samim tim Komisija za hartije od vrijednosti ne bi bila ovlašćena da preduzima bilo kakve pravne radnje u vezi sa prekograničnom emisijom, bez obzira da li se kao kupci javljaju domaća ili strana fizička ili pravna lica. Npr. postavlja se pitanje da li je emitent obavezan da domaćoj Komisiji dostavi nacrt prospekta koji će podnijeti inostranoj Komisiji na odobrenje. Takođe, zakon nije propisao obavezu emitenta da domaći regulatorni organ obavještava o svim podacima o kojima obavještava inostranog regulatora, što bi bilo cjelishodno, već samo obavezu emitenta da Komisiji dostavi podatke o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrijednosti u inostranstvu.

c) Postupak utvrđivanja uspješnosti emisije: Kad je riječ o subjektu koji pokreće postupak utvrđivanja uspješnosti emisije, Zakon se opredijelo za dosta strog pristup prema emitentu, pa ne obavezuje emitenta, već banku ili drugo pravno lica preko koga se vrši upis i uplata hartija od vrijednosti, da u roku od osam dana od isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti, obavijesti Komisiju o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrijednosti (Vidi: član 39 Zakona o hartijama od vrijednosti). Pravilima Komisije je ovaj strog pristup zakonodavca ublažen, jer je propisano da je sâm emitent ovlašćen da obavijesti Komisiju o vrijednosti i broju prodatih akcija, radi utvrđivanja uspješnosti emisije akcija (Vidi: član 15 Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti). Tako se naše pravo nalazi na raskrnici, srednjoj liniji između onih zakonodavstava koja ne omogućavaju emitentu da podnese zahtjev za uspješnost, već tu obavezu daju bankama u određenom roku i onih koje ipak imaju povjerenja u emitenta i obavezuju samog emitenta na podnošenje zahtjeva za utvrđivanje uspješnosti emisije.

Obaveza banke, odnosno emitenta, da Komisiji dostavi obavještenje o uspješnosti emisije Zakonom o hartijama od vrijednosti oročena je na rok od 8 dana počev od isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti, dok Komisija u daljem roku od 30 dana utvrđuje uspješnost emisije. Uporednopravno posmatrano, taj rok može biti i kraći (npr. po Zakonu o hartijama od vrijednosti Mađarske taj rok iznosi svega tri dana, ako je emisija uspjela, odnosno sedam dana ako nije). Svakako, rok za postupanje emisije u postupku za utvrđivanje uspješnosti emisije iznosi 30 dana i nepotrebno je dug, pa ga treba skratiti. Skraćenje roka je naročito značajno zbog potrebe vraćanja uloga u slučaju neuspjehe emisije (Ovdje se kao poseban problem javlja odredba člana 41 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti koja propisuje da "Ako javna ponuda akcija ne uspije, emitent je obavezan obezbijediti povraćaj uplaćenih iznosa sredstava u roku od osam dana od dana isteka roka za upis i uplatu", dakle, početak roka za povraćaj uplaćenih sredstava vezuje za istek roka za upis i uplatu akcija, a ne za dan donošenja rješenja o uspješnosti emisije. Dakle, u ovakvom slučaju, rješenje o uspješnosti ima samo deklarativno dještvo. U cilju postizanja pravne izvjesnosti bilo bi oportunistički da se: rok za obavještenje o ishodu emisije skрати sa 8 na npr. 3 dana od isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti; da se propiše da je Komisija obavezna da rješenje donese u roku od 8 dana od dana podnošenja zahtjeva; da se emitent obaveže da u slučaju neuspjehe emisije objavi rezultat javne ponude na isti način na koji je objavio javni poziv, a rok za povraćaj uloga veže za rok od 8 dana od dana

objavljivanja rezultata emisije. Ovakvim propisivanjem se postiže pravna izvjesnost i sigurnost kako emitenta tako i investitora u hartije od vrijednosti.

d) Objavljivanje rezultata emisije: Ni Zakon o hartijama od vrijednosti ni Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 34/07) ne propisuju obavezu emitenta da ishod emisije objavi u dnevnim novinama. U slučaju uspješnosti emisije, objavljivanje rezultata emisije možda i nije neophodno. Međutim, u cilju bolje zaštite svojinskih prava na tržištu hartija od vrijednosti, bilo bi poželjno Pravilima o sadržini prospekta Komisije za hartije od vrijednosti propisati obavezu emitenta da objavi obavještenje o ishodu emisije, u istim novinama u kojima je objavio javni poziv, u slučaju kada je emisija akcija neuspješna, zajedno sa uputstvom kupcima kako dalje da ostvare svoja prava (npr. da se investitori obavijeste da imaju pravo na povraćaj uloga, kako i gdje će se povraćaj izvršiti, itd.)

e) Utvrditi izričito postupanje emitenta sa viškom uplaćenih akcija na osnovu javne ponude, tj. sa akcijama koje prevazilaze odobreni obim emisije, kako se ne bi na trgovanje hartijama od vrijednosti morale primijeniti zakonske odredbe koje važe za javnu ponudu u robnom prometu. Naime, Zakon o hartijama od vrijednosti je na konfuzan način definisao pojam javne ponude. Naime, dok jednim članom propisuje da se emisija vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti vrši putem javne ponude osim u slučajevima utvrđenim ovim zakonom (Vidi: član 33 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti), Zakon o hartijama od vrijednosti drugim stavom istog člana propisuje da je javna ponuda hartija od vrijednosti prodaja na osnovu javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrijednosti (Vidi: član 33 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti). Ovakvim zakonodavnim definisanjem je stvoreno jedno konfuzno pravno rješenje. Naime, osnovna svrha zakonodavnog definisanja javne ponude kao "javnog poziva" jeste da se emitentu omogući da odbije prispjele ponude u slučaju kada prispjele ponude prevazilaze odobreni obim emisije. Međutim, zakonskim rješenjem bi trebalo emitentu izričito omogućiti da ističe osim javnog poziva i javnu ponudu emisije akcija. Načelno, emitentu isticanje javne ponude nije zabranjeno zakonom, što znači da je dozvoljeno, jer ako je emitentu omogućeno da ističe javni poziv koji ga manje obavezuje, nužno bi trebalo da mu je omogućeno da ističe javnu ponudu koja je za njega obavezujuća, jer se time u značajnoj mjeri više štite interesi investitora u hartije od vrijednosti. Međutim, Pravila Komisije, u skladu sa usvojenim zakonskim definisanjem javne ponude kao ponude na osnovu javnog poziva, govore samo o oglasu o javnom pozivu za upis i uplatu hartija od vrijednosti, a ne i u javnoj ponudi. U cilju bolje zaštite interesa investitora, Pravilima Komisije kao podzakonskim aktom kojem je prepušteno definisanje sadržaja prospekta za javnu ponudu i cjelokupnog postupka emisije, potrebno je izričito naglasiti ovakvu pravnu mogućnost emitenta.

S obzirom na pravila Zakona o obligacionim odnosima koja važe za javnu ponudu u robnom prometu, to bi bilo neophodno u cilju postizanja pravne izvjesnosti i zaštite svojinskih prava na tržištu hartija od vrijednosti propisati obavezu emitenta da u samom prospektu odredi način postupanja sa viškom upisanih

akcija. Naime, ni Zakon o hartijama od vrijednosti ni Pravila Komisije o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti ne propisuju obavezu emitenta da u samom prospektu, odnosno javnom pozivu propišu način postupanja emitenta sa viškom uplaćenih hartija od vrijednosti. Kako zakonsko rješenje da li je u pitanju javna ponuda emitenta, ili samo javni poziv emitenta ulagačima, i nije sasvim izvjesna – to je pravno uređivanje ovog pitanja od primarnog značaja. Regulisanje postupanja sa viškom uplaćenih akcija je značajno ne samo zbog značaja pravne sigurnosti investitora, već i zbog pravnog položaja emitenta.

Najzad, s obzirom da Zakonom o hartijama od vrijednosti nijesu propisane posebne odredbe o odgovornosti emitenta u ovom slučaju, na njega bi se primjenjivale odredbe člana 35 stav 2 Zakona o obligacionim odnosima koji propisuje da je uputilac javnog poziva dužan da nadoknadi štetu svakom ponudiocu kome ne prihvati ponudu ako mu je ovaj ponudu učinio u skladu sa uslovima iz poziva (Vidi: član 35 stav 2 Zakona o obligacionim odnosima). Ukoliko je, pak, emitent istakao javnu ponudu on nije vezan ponudom u dijelu u kome prihvati premašuju njen obim (npr. broj ponuđenih hartija), jer tada nema saglasnosti volja. Kako bi pravni položaj i emitenta i investitora bio izvjestan, to se Pravilima Komisije emitent mora obavezati da u prospektu, odnosno javnom pozivu unaprijed odredi način postupanja sa viškom uplaćenih hartija od vrijednosti, i roku u kojem će uplaćeni višak biti vraćen ulagačima, način na koji će se vršiti raspodjela uplaćenog viška akcija, itd. Tek propisivanjem ovakve obaveze emitenta položaj emitenta i investitora čini izvjesnim, i njegova prava su u potpunosti zaštićena.

f) U svjetlu sve većeg razvoja tržišta hartija od vrijednosti potrebno je izvršiti izmjene kako bi se emitentima omogućilo da izdaju **pokrivene (obezbjedene) emisije hartija od vrijednosti**. Zakon o hartijama od vrijednosti ne predviđa mogućnost izdavanja pokrivenih (obezbjedenih) emisija hartija od vrijednosti, ali ih ni ne zabranjuje. Stoga ostaje otvoreno pitanje da li je u našem pravu dozvoljeno obezbjeđenje imovinskih prava iz akcija stvarnopravnim ili ličnim sredstvima obezbjeđenja. Neka prava zabranjuju izričito obezbjeđenje dužnosti emitenta na isplatu dividende bankarskom garancijom, osiguranje, jemstvom ili drugim sličnim sredstvima obezbjeđenja. Ostaje otvoreno pitanje da li je našim Zakonom o privrednim društvima dozvoljeno izdavanje obezbjeđenih (pokrivenih) emisija. Zakon o privrednim društvima propisuje samo da "Društvo neće davati zajmove ili obezbjeđivati drugu vrstu finansijske podrške licu koje namjerava da kupi akcije društva, osim u slučaju sprovođenja povlašćene prodaje akcija zaposlenima u društvu." (Vidi: član 60 stav 9 Zakona o privrednim društvima). Smisao ove odredbe ostaje nejasan (npr. nejasno je da li emitent – banka smije davati zajmove svojim akcionarima, i na koji način će se tumači i u praksi primjenjuje ova odredba, jer "namjera" odnosno "motiv" po odredbama Zakona o obligacionim odnosima ne ulazi u kauzu i ne čini pravni posao ništavim), a nejasno je i da li je zakonodavac ovom

odredbom imao namjeru da zabrani garantovanje obaveza iz emisije akcija na drugi način osim izdavanjem povlašćenih akcija.

Svakako, pravno je dozvoljeno garantovanje obaveza za izdavanje obligacionopravnih hartija od vrijednosti. Međutim, u našem pravu je obezbjeđenje hipotekom pravno tehnički teško izvodljivo. Naime, uknjiženje hipoteke zahtijeva upis u zemljišno knjičnom ulošku opterećene nepokretnosti, da bi se ona uspostavila. Zbog načela specijalnosti hipoteke koje je usvojeno u našem pravu ime i adresa svakog kupca hartije od vrijednosti i visina njegovog potraživanja mora da se uknjiži u teretni list uloška hipotekovane nepokretnosti da bi postao hipotekarni povjerilac. Ako u emisiji ima veliki broj kupaca, treba obaviti veliki administrativni posao da bi se upisalo pravo na hipotekovanoj nepokretnosti. Kako naše pravo ne uređuje jedinstven sistem zaštite imalaca obligacionih hartija, postaje nejasno kako bi sudovi postupali u parnicama zbog neispunjenja emitentovih obaveza. Zbog toga je potrebno zakonski regulisati efikasnije sisteme obezbjeđivanja emisije i zaštite ulagača.

Poseban je slučaj neregulisanost položaja trećeg lica koje je npr. jamac ili garant za emisiju. Naš Zakon o hartijama od vrijednosti ne govori ništa o pravnom položaju garanta emisije, tj. ne propisuje da li se lice koje garantuje za ispunjenje obaveza po emisiji može smatrati solidarno odgovornim zajedno sa emitentom, ili se pak garant smatra dužnikom drugog reda. Zakonom o obligacionim odnosima propisano je da jamac za obaveze iz ugovora u privredi odgovara kao jamac platac (solidarno sa dužnikom) ukoliko nije drugačije ugovorenom. Nije sasvim izvjesno da li se u našem pravu ugovor o prodaji hartija od vrijednosti smatra ugovorom o privredi, jer se po Zakonu o obligacionim odnosima samo ugovori između privrednih subjekata u vezi sa njihovom djelatnostima smatraju ugovorima o privredi. Stoga, ukoliko sa ciljnim tumačenjem sudovi nijesu spremni da prošire pojam ugovora o privredi, Zakonom o hartijama od vrijednosti treba definisati pravni položaj lica koje garantuje za ispunjenje obaveza po hartijama od vrijednosti.

g) Zakonom o hartijama od vrijednosti propisane su samo tzv. jednokratne emisije. Naime, Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje da "Upis hartija od vrijednosti iz javne ponude može trajati najviše tri mjeseca od dana objavljivanja oglasa o javnom pozivu za upis i uplatu hartija od vrijednosti." (Vidi: član 38 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Zakonom o hartijama od vrijednosti je propisano da, izuzetno od pravila da javna ponuda može trajati najduže tri mjeseca, Komisija može u određenim slučajevima utvrditi rok duži od propisanog. Zakon o hartijama od vrijednosti dozvoljava samo da ovaj rok može samo da prekorači krajnji zakonski rok emisije utvrđen zakonom (što proizilazi užim tumačenjem navedene zakonske odredbe), ali ne dozvoljava da emitent u emisiji unaprijed ne odredi rok emisije. S obzirom da se akcionarstvo razvilo u dovoljnoj mjeri od perioda usvajanja Zakona o hartijama od vrijednosti 2000. godine, nema potrebe da se investitori u hartije od vrijednosti štite propisivanjem krajnjeg roka emisije. Stoga bi zakonom navedenu odredbu trebalo ostaviti samo kao dispozitivnu, a omogućiti emitentu da emituje i tzv. stalne emisije. Takođe, zakonska pravila bi trebalo da omogućavaju emitentima i da: utvrde da emisija hartija počinje ne danom dobijanja odobrenja od strane regulatornog organa, odnosno objavljivanja prospekta, već od dana u kome je stvarno počela prodaja investorima; da ne odrede ukupan obim emisije,

odnosno investicionog poduhvata koji se finansira emisijom; da ne odrede cilj emisije; pravo emitenta da nema obavezu utvrđivanja uspješnosti emisije i povraćaja uloga njenim ulagačima, ali utvrditi obavezu emitenta da redovno, u propisanom vremenskom intervalu, obavještava o bilansu emisije; utvrditi da emisija prestaje istekom roka, ako je krajnji rok emisije utvrđen, nego i odustankom emitenta od emisije, prestankom emisije, zabranom regulatora. Svakako za ovu emisiju postoje posebna ograničenja. Tako direktiva o prospektu propisuje da stalnu emisiju može da koristi samo "kreditna institucija" što znači banka ili druga finansijska organizacija slična banci, ali samo pod uslovom da redovno objavljuje godišnje obračune i da se nalazi pod zvaničnim nadzorom, radi zaštite štednje (Vidi: član 5. Direktive).

S obzirom da se tržište hartija od vrijednosti, prema sadašnjim regulatornim rješenjima pokazuje kao konkurentno, potrebno je izmjenama Zakona kojima bi se propisalo pravo emitenta na stalnu emisiju, tržište hartija od vrijednosti učiniti još atraktivnijim i privući strane emitente.

h) Odustanak od emisije: Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje da emitent može odustati od emisije akcija ako su nastupile nepredviđene okolnosti koje onemogućavaju emisiju ili ostvarivanje ciljeva emisije, najkasnije u roku od 30 dana od dana prijema rješenja Komisije kojim je odobrena ta emisija (Vidi: član 41 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti). Ni Zakon o hartijama od vrijednosti ni Pravila Komisije za hartije od vrijednosti ne propisuju obavezu emitenta da objavi odustanak od emisije na isti način na koji je objavio prospekt, iako je to objavljivanje nužno u cilju zaštite interesa investitora. S obzirom da su posljedice odustanka od emisije iste kao i kod neuspješne emisije (što je na odgovarajući način i potvrđeno članom 16 Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti) pa je, u cilju, zaštite interesa investitora i osiguranja prava na povraćaj uložених sredstava neophodno precizno propisati rokove za njihovo ostvarenje.

i) Nadzor nad postupkom javne ponude: Zakon o hartijama od vrijednosti ovlašćuje Komisiju da vrši nadzor nad postupkom javne ponude hartija od vrijednosti (Vidi: član 42 stav 1). S obzirom da stalni cilj nadzora Komisije treba da bude održavanje reda u trgovini hartijama od vrijednosti i zaštita ulagača, onda nije jasno zbog čega se članom 42 i 43 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje ovlašćenje Komisije da vrši nadzorna ovlašćenja nad emitentnom (član 42 stav 2 propisuje da, Ako Komisija, pri sprovođenju nadzora, ustanovi nepravilnosti pri sprovođenju postupka javne ponude, naložiće emitentu da ustanovljene nepravilnosti otkloni; član 42 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje da je emitent dužan da otkloni ustanovljene nepravilnosti itd.). Iz ovako stilizovanih zakonskih odredbi proizilazi da fizička lica - s obzirom da ne mogu biti emitenti, ne mogu da narušavaju nesmetano poslovanja hartijama, kao i da radnje fizičkih lica – kupaca – nijesu predmet Komisijinog nadzora.

Članom 44 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da ako emitent ne otkloni ustanovljene nepravilnosti, Komisija poništava rješenje za javnu ponudu (Vidi: član 44 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Ovakva imperativna zakonska odredba je dobra u najvećem broju slučajeva. Međutim, u postupku nadzora mogu se pojaviti nepravilnosti samo na strani nekih kupaca emisije, a ne na strani

emitenta, tako da se poništenje cijele emisije pojavljuje kao preoštra i necjelishodna sankcija od strane Komisije. Zbog toga bi Zakonom o hartijama od vrijednosti trebalo propisati i druge mjere koje bi Komisiji trebalo da budu na raspolaganju u postupku vršenja nadzora:

- mjera privremene zabrane prodaje akcija u emisiji licima kod kojih su uočene nezakonitosti (npr. samo kod pojedinih banaka), a ne samo mjera privremene obustave cijele emisije koja je Komisiji na raspolaganju u skladu sa članom 43 Zakona o hartijama, a koja je posljedica prethodnog stava da se nadzor nad postupkom javne ponude odnosi samo na emitenta;
- mjera trajne zabrane prodaje hartija u emisiji određenim ulagačima u slučaju da su nepravilnosti koje su kod njih uočene neotklonjive ili da ih nijesu otklonili u određenom roku;
- mjera objavljivanja podataka o uočenim nepravilnostima tokom ili poslije emisije, kad god Komisija preduzimanje takve mjere ocijeni cjelishodnim.

j) Odgovornost za prospekt Zakon o hartijama od vrijednosti posebnim pravilima propisuje odgovornost za neistinit i netačan prospekt, dok za sve ostale slučajeve važe opšta pravila o odgovornosti.

Zakon u članu 37 stav 2 kao uslov za naknadu štete propisuje da je podatak u prospektu neistinit, netačan ili nepotpun. Bilo bi neophodno, u cilju zaštite interesa investitora u hartije od vrijednosti, Zakonom propisati kada se smatra da je prospekt nepotpun. Tumačeći odrebu člana 37 stav 2 koja propisuje da se naknada štete može tražiti "zbog nepotpunog podatka predviđenog članom 34 ovog zakona" proizilazi da je prospekt nepotpun samo ukoliko ne sadrži podatke propisane pravilima Komisije. Ovakvo zakonsko rješenje ne odgovara potrebama učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, jer se npr. ne bi smatralo da je postupak nepotpun ukoliko ne sadrži podatak o nekoj činjenici koja nije propisana propisima Komisije, ali koja je razumno potrebna za donošenje odluke u vezi sa investiranjem. Kako je osnovna svrha propisivanje pravila o odgovornosti za neistinit i netačan prospekt da se izbjegne primjena opštih pravila o odgovornosti, to je neophodno da se **zakonom o hartijama koji je lex specialis definiše kada se prospekt smatra nepotpunim**.

Odredbom člana 37 stav 2 se odgovornost za neistinit i netačan prospekt odnosi samo na lice "koje stekne hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta i pretrpi štetu." Zakon o hartijama od vrijednosti ne zahtijeva da je podatak koji je neistinit, netačan ili nepotpun "bitan" odnosno "značajan", što proširuje krug situacija koje se mogu pojaviti kao činjenični osnov koji daje pravo na naknadu štete. Međutim, pravo na naknadu štete se priznaje samo licu koje "stekne hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta", što znači da sudovi od investitora **moraju tražiti dokaz postojanja dvije uzročne veze**: prvo, da je netačnost, neistinitost ili nepotpunost prospekta navela investitora da stekne određene hartije od vrijednosti, i drugo: da postoji uzročna veza između skrivanja podataka u prospektu ili njihovog netačnog prikazivanja i nastale štete (npr. pada vrijednosti akcija). Položaj investitora kao tužilaca ovim je pretjerano otežan, pa bi bilo cjelishodnije da se zakonodavac opredijelio da ustanovi pretpostavku da je lice steklo hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta, jer je osnovna svrha prospekta upravo u obavještanju investitora. Ovim je procesni položaj investitora u velikoj mjeri otežan i njegovo pravo na

naknadu štete opterećuje brojnim teretima u vezi sa dokazivanjem. Stoga bi Zakonom o hartijama od vrijednosti potrebno bilo ustanoviti zakonsku pretpostavku da je lice steklo hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta.

Određivanje lica koje ima pravo na naknadu štete, takođe, nije uređeno na zadovoljavajući način. Naime, odredba da pravo na naknadu štete imaju samo lica koja "steknu hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta", što bi značilo samo ono lice koje akcije stekne u primarnoj emisiji, jer je samo ono steklo hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta. Pravo na naknadu štete se odriče daljim sticaocima akcija, što je nelogično i sasvim neopravdano rješenje. Emitentovu odgovornost ne treba ograničavati samo na kupca akcija u primarnoj emisiji, već je opredijeliti prema svakom imaoocu hartija. U ostalom, ostalim imaocima hartija emitent odgovara prema opštim pravilima o deliktnoj odgovornosti, jer Zakon o obligacionim odnosima predviđa odgovornost svakog štetnika drugom licu, osim ako dokaže da štetu nije skrivio (Vidi: član 154 Zakona o obligacionim odnosima).

Odgovornost za štetu u slučaju promijenjenih okolnosti regulisana je članom 35 Zakona o hartijama od vrijednosti koji obavezuje emitenta da "svaku novu važnu činjenicu ili netačnost u prospektu koja može uticati na cijenu hartije od vrijednosti, a koja nastane ili za koju se sazna u periodu od objavljivanja prospekta do isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti", navede ili ispravi u dodatku prospekta, koji mora biti dostupan javnosti na isti način kao i prospekt (Vidi član 35 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Kod odgovornosti u slučaju promijenjenih okolnosti zahtijeva se da je podatak koji nije naveden ili je izmijenjen "važan", što se ne zahtijeva kada je riječ o odgovornosti za neistinit i netačan prospekt (Vidi: član 37 Zakona o hartijama od vrijednosti). Osnovni nedostatak odgovornosti zbog promijenjenih okolnosti, međutim, sadržan je u stavu 2 ovog člana koji propisuje da: "lice koje je izvršilo upis i uplatu hartija od vrijednosti prije objavljivanja dodatka prospekta može odustati od upisa tih hartija i tražiti povraćaj uplaćenih sredstava". Naime, ovim se definiše pravo na poništaj ugovora lica koje je izvršilo kupovinu prije objavljivanja dodataka prospekta, a ne priznaje nikakvo pravo licu koje je steklo nakon objavljivanja prospekta. Ovakvo pravo nesumnjivo pripada ne samo licu koje je hartije od vrijednosti steklo prije objavljivanja dodatnog prospekta (pravo na poništaj) i koje Zakon o hartijama od vrijednosti priznaje, već i licu koje je hartije od vrijednosti steklo nakon objavljivanja prospekta, u kojem slučaju to lice ima pravo na jednostrani raskid ugovora zbog promijenjenih okolnosti.

Zakon ni u regulisanju prava lica koje je steklo hartije od vrijednosti prije objave prospekta, ni lica koje je steklo hartije od vrijednosti poslije objave prospekta ne priznaje pravo na naknadu štete. Naime, član 35 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje samo pravo da odustane od upisa tih hartija i traži povraćaj uplaćenih sredstava, ali ne i pravo na naknadu štete. Međutim, i u slučaju raskida i u slučaju poništaja ugovora imalac hartije ima pravo da traži naknadu štete po opštim pravilima deliktnog prava.

Određivanje kruga odgovornih lica naš zakonodavac je riješio nabrojanjem kruga lica koja su odgovorna za podatke iz prospekta, među kojima navodi: emitenta, ponuđača, odgovorno lice emitenta ili ponuđača ili bilo koje drugo lice koje je odgovorno za prospekt. Određivanje kruga odgovornih lica zakonodavac je riješio

dosta široko i time izašao u susret interesima investitora. Međutim, prilikom tog određivanja zakonodavac je upotrijebio pojam "odgovorno lice emitenta ili ponuđača", tako da nije sasvim jasno da li je pojmom "odgovorno lice" obuhvaćen samo izvršni direktor emitenta koji treba da vodi računa i da se stara o zakonitosti poslovanja emitenta, ili se pod pojmom "odgovornog lica" mogu obuhvatiti i članovi odbora direktora.

k) Saglasnosti na odluku o imenovanju izvršnih direktora lica kojima Komisija izdaje dozvolu za rad

Zakonom o hartijama od vrijednosti propisana je nadležnost Komisije da daje saglasnost na imenovanje izvršnih direktora brokera, dilera, berzi i CDA, i društava za upravljanje investicionim fondovima, s obzirom da njima izdaje dozvolu za rad (Članom 8 stav 1 tačka 7 propisano je da je Komisija nadležna za davanje saglasnosti na odluku o imenovanju izvršnih direktora licima kojima izdaje dozvolu za rad).

Komisija je izmjenama Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti propisala da su ovlašćeni učesnici obavezni da podnesu zahtjev za davanje saglasnosti na izvršnog direktora čim istom istekne mandat, čak i kada se za izvršnog direktora imenuje isto lice. Takođe, istim Pravilima je propisano i da mandat vršioca dužnosti izvršnog direktora može trajati najviše tri mjeseca, poslije čega je ovlašćeni učesnik obavezan da podnese zahtjev za davanje saglasnosti na imenovanje izvršnog direktora.

Kako ovim Pravilima nijesu obuhvaćeni ostali subjekti kojima Komisija izdaje dozvolu za rad, to nije jasno zbog čega se Komisija opredijelila da ova stroža pravila o imenovanju izvršnih direktora primijeni samo kada je riječ o ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti – brokerskim i dilerskim kućama.

S obzirom da Komisija ovim propisivanjem vrši svoja regulatorna ovlašćenja data članom 8. Zakona o hartijama od vrijednosti, to bi bilo potrebno da ova ovlašćenja ona obavlja na isti način prema svim subjektima kojima izdaje dozvolu za rad.

Jednoobraznost koja je veoma važna zbog načela pravne jednakosti neizostavno je potrebno ostvariti.

Komisija, međutim, ni jednim svojim aktom nije propisala koje je uslove neophodno ispuniti da bi neko lice dobilo saglasnost na imenovanje od strane Komisije. Kako je ova saglasnost neophodna, i kako su propisani dosta rigorozni rokovi kojih se moraju pridržavati ovlašćeni učesnici kada je riječ o imenovanju izvršnih direktora (zahtjev za davanje saglasnosti mora se podnijeti u roku od 8 dana od dana imenovanja), to bi u cilju postizanja pravne izvjesnosti na tržištu kapitala kada je riječ o svim učesnicima propisati uslove koje lice mora ispuniti da bi dobilo saglasnost na imenovanje.

Svakako, pravilima Komisije bi ove uslove trebalo postaviti na objektivan način, tj. vezati ih za visoku stručnu spremu ili odgovarajuće stručne kvalifikacije, sposobnost i iskustvo potrebno za vođenje poslova,

odnosno isključiti mogućnost da jedno lice bude izvršni direktor ili član odbora direktora u npr. dva brokerska društva. Takođe, ovim pravilima je potrebno precizno definisati uslove pod kojima je Komisija ovlašćena da odbije saglasnost na imenovanje izvršnog direktora, kako se nepropisivanje ne bi pretvorilo u sasvim proizvoljno davanje, odnosno odbijanje saglasnosti na imenovanje izvršnih direktora.

Sa druge strane, Zakonom o hartijama od vrijednosti nijesu propisane pravne posljedice odbijanja davanja saglasnosti od strane Komisije za hartije od vrijednosti, pa je u tom smislu potrebno izvršiti izmjene Zakon o hartijama od vrijednosti. Izmjenama bi trebalo definisati ili da je odobrenje Komisije radnja koja prethodi imenovanju, dakle – neophodan prethodni uslov da bi neko lice bilo imenovano za izvršnog direktora društva (u kojem slučaju bi Komisija za hartije od vrijednosti davala odobrenje na imenovanje, a ne saglasnosti) ili bi morale biti definisane pravne posljedice radnji koje preuzme imenovani izvršni direktor ovlašćenog učesnika koji nije dobio saglasnost na imenovanje od strane Komisije.

Takođe, Pravilima Komisije definisano je da saglasnost važi do isteka mandata, što znači da lice koje je dobilo saglasnost za imenovanje na funkciju izvršnog direktora jedne brokerske kuće, mora ponovo podnijeti saglasnost na imenovanje ako prije kraja mandata počne obavljati funkciju izvršnog direktora druge brokerske kuće. Potrebno je preispitati potrebu postojanja ovakvog rješenja u Pravilima Komisije.

l) Obveza izvještavanja s ciljem povećanja transparentnosti tržišta

Obaveza emitenta za kontinuirano izvještavanje propisana je članom 27 Zakona o hartijama od vrijednosti kojim je propisano da je emitent hartija od vrijednosti koje se javno nude dužan da izvještava Komisiju, osnivače emitenta, druge vlasnike istih hartija od vrijednosti i javnost uopšte o informacijama koje: 1) omogućavaju procjenu finansijske pozicije emitenta ili njegovog dijela; 2) mogu izazvati nelojalno trgovanje tim hartijama od vrijednosti; 3) potencijalno mogu uticati na tržišnu cijenu tih hartija od vrijednosti.

Odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti potrebno je, osim same obaveze emitenta na kontinuirano izvještavanje, propisati i sankciju za nepostupanje emitenta u skladu sa obavezom kontinuiranog izvještavanja.

Takođe, članom 57 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da se "Uslovi za kotaciju na listama berze uređuju se posebnim pravilnikom o kotaciji". U cilju povećanja transparentnosti poslovanja na tržištu Zakonom o hartijama od vrijednosti je potrebno propisati uslove za uvrštavanje hartija od vrijednosti na berzansku kotaciju, a berzama ostaviti samo propisivanje bližih uslova.

m) Zabrane sticanja učešća preko utvrđenog procenta

Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje da pojedini akcionar Centralne Depozitarne Agencije može imati akcija sa pravom glasa koje predstavljaju najviše 35% od ukupnog broja glasova akcionara (Vidi: član 89 stav

3 Zakona o hartijama od vrijednosti). Zakon je definisao postojanje ove zabrane, ali nije definisao sankciju u slučaju da određeno pravno ili fizičko lice stekne više od 35% ukupnog broja glasova CDA. Tako ostaje nejasno da li propisivanje ove zabrane ima za posljedicu ništavnost pravnog posla ili suspendovanje ostvarivanja glasačkih prava.

n) Preduzimanje mjera Komisije u postupku kontrole

Članom 22 Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 28/07) propisane su mjere koje Komisija može donijeti u postupku kontrole i to: 1) rješenje o isključenju iz trgovine na berzi određenih hartija od vrijednosti; 2) rješenje o zabrani kotiranja na berzi određenih hartija od vrijednosti; 3) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da trguje sa određenim hartijama od vrijednosti; 4) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da upravlja portfeljom hartija od vrijednosti; 5) rješenje o javnom objavljivanju da ovlašćeni učesnik krši propise u poslovanju sa hartijama od vrijednosti; 6) rješenje kojim se upravnom odboru kontrolisanog lica predlaže razriješenje direktora tog lica; 7) rješenje o poništenju rješenja o odobrenju prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti; 8) rješenje o suspendovanju, odnosno oduzimanju dozvole za rad berzi, ovlašćenom učesniku ili Centralnoj Depozitarnoj Agenciji; 9) druga odgovarajuća rješenja o preduzimanju mjera.

Ovako propisane nadzorne mjere u nekim slučajevima nijesu dovoljne za spriječavanje nezakonitosti na tržištu, a posebno za zaštitu interesa korisnika finansijskih usluga i investitora. U tu svrhu, postojeće mjere treba izmijeniti i uvesti nove mjere poput, na primjer: zabrane raspolaganja imovinom ovlašćenog društva, izvanrednu reviziju poslovanja ovlašćenog društva radi vjerodostojnog uvida u stvarno finansijsko stanje istog, itd.

2. ANALIZA ZAKONA O PRIVREDNIM DRUŠTVIMA

Zakon o privrednim društvima objavljen je 8.02.2002.godine, a stupio je na snagu 16.02.2002.godine. Njime su uređeni oblici obavljanja privrednih djelatnosti i njihova registracija.

U primjeni zakona uočeni su određeni nedostaci i nepreciznosti koje dovode do različitog tumačenja i primjene određenih odredbi zakona. Praksa i primjena zakona ukazala je na određene nepreciznosti i pravne praznine u zakonu tako da su izvršene izmjene i dopune u cilju njihovog eliminisanja. Zakon o privrednim društvima je nakon usvajanja mijenjan dva puta – jednom 2007. i jednom 2008. godine. (Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima 17/07 i 16/08) Osim toga, izvršeno je dalje prilagođavanje direktivama kompanijskog prava EU, na koje se odnose odredbe zakona (prva, druga, treća, šesta, jedanaesta i dvanaesta direktiva korporativnog upravljanja). Posebna pažnja posvećena je principima OECD o korporativnom upravljanju, i njihovoj implementaciji u odredbe ovog zakona, iako su principi dobrovoljni, u mjeri u kojoj su ti principi predmet ovog zakona.

Izvršene su određene dopune Zakona koje treba da olakšaju osnivanje akcionarskih društava (simultano osnivanje, tj. osnivanje bez raspisivanja javnog poziva za upis i uplatu akcija), omogućeno je postojanje jednočlanih akcionarskih društava, pojednostavljen je postupak smanjenja kapitala. Poboľšan je status akcionara, pogotovu manjinskih.

2.1) Usklađenost Zakona o privrednim društvima sa OECD principima korporativnog upravljanja

Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) promoviše politiku predviđenu:

- da se postigne najveći održivi ekonomski rast i zaposlenost, kao i povećanje životnog standarda u zemljama članicama, uz održavanje finansijske stabilnosti, te da se na taj način doprinese razvoju svjetske ekonomije;
- da u procesu ekonomskog razvoja doprinese zdravoj ekonomskoj ekspanziji u zemljama članicama kao i u zemljama koje nisu članice; i
- da doprinese ekspanziji svjetske trgovine na multilateralnoj, nediskriminatornoj osnovi u skladu sa međunarodnim obavezama.

OECD Principi korporativnog upravljanja odobreni su od strane OECD ministara 1999. godine i od tada predstavljaju mjerilo za kreatore politike, investitore, korporacije i druge zainteresovane strane širom svijeta. Njima je unaprijeđen program korporativnog upravljanja i obezbijedene su posebne smjernice za zakonske i regulatorne inicijative kako u zemljama OECD-a tako i u zemljama van OECD-a. Forum za

finansijsku stabilnost označio je *Principe* kao jedan od 12 ključnih standarda za valjane finansijske sisteme. *Principi* takođe pružaju osnovu za širok program saradnje između zemalja OECD-a i onih koje su van njega, i čine podršku komponenti izveštaja Svjetske banke/MMF o poštovanju standarda i propisa (ROSC) vezanoj za korporativno upravljanje.

U ovom izvještaju analizirane su sljedeće grupe principa korporativnog upravljanja OECD-a:

- I. Prava akcionara i ključne funkcije vlasništva,
- II. Jednak tretman akcionara,
- III. Uloga drugih zainteresovanih strana u korporativnom upravljanju,
- IV. Objavljivanje podataka i transparentnost,
- V. Odgovornost odbora.

I PRAVA AKCIONARA I KLJUČNE FUNKCIJE VLASNIŠTVA

A) Osnovna prava akcionara uključuju pravo na: 1) pouzdane metode registracije vlasništva, 2) prenos akcija drugima, 3) dobijanje relevantnih informacija o korporaciji na vreme i na redovnoj osnovi, 4) učestvovanje i glasanje na skupštini akcionara, 5) izbor članova odbora i 6) učestvovanje u profitu korporacije.

Pravni sistem Crne Gore obezbjeđuje pouzdane metode registracije vlasništva. U skladu sa OECD kriterijumima ustanovljen je centralni registar akcija gdje se vode podaci o vlasništvu investitora nad akcijama. Zakonom o hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 59/00 i 48/06) propisano je: "Hartije od vrijednosti emitovane u skladu sa odredbama ovog zakona moraju biti registrovane kod Centralne Depozitarne Agencije, koja se osniva i posluje u skladu sa ovim zakonom. Prava i obaveze iz hartija od vrijednosti nastaju momentom registracije kod Centralne Depozitarne Agencije." (Vidi: član 5. Zakona o hartijama od vrijednosti).

Dodatni kriterijum koji dalje osnažuje primjenu osnovnih akcionarskih prava i doprinosi ostvarenju osnovnog prava akcionara na obezbjeđenje pouzdanih metoda registracije vlasništva nad akcijama ustanovljen je pravilom da se: "Vlasnikom dematerijalizovane hartije od vrijednosti smatra se vlasnik računa kod Centralne Depozitarne Agencije na kojem se vodi hartija od vrijednosti, koji to svojstvo stiče registracijom hartija od vrijednosti." (Vidi: član 100 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti) i principom da se izvod iz registra Centralne Depozitarne Agencije smatra jedinim i isključivim dokazom o vlasništvu nad hartijama od vrijednosti. (član 100 st. 1 i 2. Zakona o hartijama od vrijednosti). Prenos vlasništva nad dematerijalizovanom hartijom od vrijednosti vrši se prenosom sa računa na račun u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji (član 101. Zakona o hartijama od vrijednosti).

Pravni sistem Crne Gore obezbjeđuje osnovno pravo akcionara na slobodan prenos akcija drugima. Naime Zakonom o privrednim društvima ("Službeni list, RCG", br. 06/02) nijesu propisana nikakva ograničenja u vezi sa pravom akcionara da slobodno prenese svoje akcije, već je pravo akcionara da proda ili pokloni sve ili

tek dio svojih akcija eksplicitno utvrđeno kao imovinsko pravo akcionara (Vidi: član 31 stav 1 tačka 5 Zakona o privrednim društvima). Slobodan prenos akcija je osnažen i ustanovljen odredbom Zakona o privrednim društvima kojom je propisano da: "Akcije koje emituje društvo moraju biti u potpunosti uplaćene prije nego se izdaju njihovim vlasnicima" (Vidi: član 53 stav 1 Zakona o privrednim društvima).

Ni Zakonom o hartijama od vrijednosti nijesu propisana nikakva ograničenja za prenos vlasništva nad akcijama.

Pravni sistem Crne Gore obezbjeđuje osnovno pravo akcionara na učestvovanje i glasanje na skupštini akcionara, izbor članova odbora i učestvovanje u profitu korporacije.

Skupština akcionara je, shodno Zakonu o privrednim društvima organ ovlašten da bira i razrješava članove Odbora. Naime, Zakonom o privrednim društvima propisano je da je isključivo pravo skupštine akcionara da bira članove odbora direktora (Vidi: član 35 stav 2 tačka 2 Zakona o privrednim društvima).

Skupština akcionara, shodno Zakonu, ima ovlaštenje da imenuje revizora godišnjeg računa i da daje saglasnost na naknadu revizora, zahtijeva dodatne informacije i donosi konačnu odluku o godišnjem račun-u izvještaju. Odredbom člana 35 stav 2 tačka 2 Zakona o privrednim društvima propisano je da je isključivo pravo skupštine akcionara da odobrava imenovanje revizora. Revizor može pripremiti dodatni pisani izvještaj koji je odbor direktora dužan da dostavi (skupštini), na propisan način, a taj izvještaj se razmatra na sazvanoj skupštini ili na sljedećoj skupštini zavisno od slučaja (Vidi: član 47 stav 7 Zakona o privrednim društvima).

Zakonom o privrednim društvima je u potpunosti priznato i zaštićeno pravo akcionara da učestvuje u profitu korporacije. U skladu sa OECD preporukama, skupština akcionara donosi odluku o isplati dividende, a pravo akcionara na dividendu osnaženo je i daljim zakonskim odredbama po kojima su kompaniji postavljeni uslovi za isplatu dividene. Naime, odredbom člana 63 stav 4 Zakona o privrednim društvima propisano je da se dividende jedino mogu isplaćivati iz akumuliranog neto profita, što podrazumijeva da se mogu raspoređivati samo godišnje – nakon usvajanja završnog računa. Dividende se, po pravilu, isplaćuju u novcu. Dividende se, takođe, mogu isplatiti u obliku akcija društva ili drugih hartija od vrijednosti. (Vidi: član 63 stav 5 Zakona o privrednim društvima). Dalji uslovi za isplatu dividende, u potpunosti saglasni sa OECD principima korporativnog upravljanja propisani su odredbama člana 63 stava 4 Zakona o privrednim društvima koji glasi: Dividende se mogu jedino isplaćivati ako neto vrijednost aktive nije manja od vrijednosti osnivačkog kapitala i pod uslovom da isplata dividende neće smanjiti neto vrijednost imovine ispod osnivačkog kapitala, i iz akumuliranog neto profita (Vidi: član 63 stav 4 Zakona o privrednim društvima). Na ovaj način se u potpunosti štiti pravo akcionara na učestvovanje u dobiti korporacije, kao i položaj povjerioca društva.

OECD principi korporativnog upravljanja zahtijevaju da akcionari budu ovlašćeni na srazmjernu isplatu

dividende i dijela nakon likvidacije društva, kao i obezbjeđivanje prava nekih akcionara na prioriteto pravo na isplatu dividende. Odredbama Zakona o privrednim društvima su ispoštovani ovi principi korporativnog upravljanja propisivanjem da akcionar ima imovinsko pravo da da dobije dio preostale imovine društva nakon likvidacije (Vidi: član 31 stav 1 tačka 2 Zakona o privrednim društvima) i odredbom: "Akcionari koji imaju povlašćene akcije imaju pravo na prvenstvo isplate dividende i raspodjele ostatka imovine nakon likvidacije društva, u odnosu na obične akcije (član 54 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Pravo na isplatu dividende nakon likvidacije priznato je i vlasnicima običnih akcija" (Vidi: član 54 stav 2 Zakona o privrednim društvima).

B) Akcionar ima prava da učestvuje u odlučivanju, a i da bude dovoljno obaviješten, o fundamentalnim promjenama u korporaciji, kao što su: 1) promjena statuta ili drugog sličnog dokumenta kompanije, 2) odobrenje novih akcija, i 3) vanredne transakcije koje u suštini rezultiraju prodajom kompanije.

Pravni sistem Crne Gore obezbjeđuje pravo akcionara da budu obaviješteni i glasaju u vezi sa fundamentalnim korporativnim promjenama kao što je izmjena statuta, pitanja dokapitalizacije i izvanrednih transakcija kao što je prodaja značajnog dijela imovine kompanije, spajanje ili restrukturiranje kompanije, dobrovoljne likvidacije ili bilo kakvog ograničavanja ili izmjena posebnih prava koja se vezuju za bilo koje klase akcija.

Akcionarima je u potpunosti priznato pravo da budu obaviješteni o fundamentalnim korporativnim promjenama i to:

- izmjenama statuta – Član 35 stav 2 tačka 1 Zakona o privrednim društvima propisuje da je isključivo pravo skupštine akcionara da vrši izmjene i dopune statuta društva;
- povećavanju ili smanjivanju kapitala društva utvrđenog statutom – Član 35 stav 2 tačka 6 Zakona o privrednim društvima;
- donošenju odluka o dobrovoljnoj likvidaciji društva, restrukturiranju ili podnošenju predloga za pokretanje stečajnog postupka – Član 35 stav 2 tačka 7 Zakona o privrednim društvima;
- ograničavanju ili ukidanju prioriteto prava akcionara da upišu akcije ili steknu zamjenjive obveznice, uz saglasnost dvotrećinske većine glasova akcionara na koje se ta odluka odnosi. Član 35 stav 2 tačka 12 Zakona o privrednim društvima;

Pravo akcionara da donosi odluku o odobrenju novih emisija akcija osnaženo je utvrđivanjem prava postojećih akcionara utvrđivanjem prava preče **kupovine** prilikom emisije novih akcija u srazmjeri postojećeg vlasništva, kao i dodatnom odredbom da pravo preče kupovine može biti ograničeno ili ukinuto samo odlukom skupštine. Odredbom član 53 stav 2 Zakona o privrednim društvima propisano je da Kada se kapital povećava novčanim ulozima, akcije moraju biti ponuđene po osnovu prava preče kupovine postojećim akcionarima, srazmjerno broju akcija koje posjeduju (Vidi: član 53 stav 2 Zakona o privrednim društvima). Kako se ovo pravo akcionara ne bi pretvorilo u svoju suprotnost, propisano je da je isključivo pravo skupštine akcionara je da ograniči ili ukine prioriteto pravo akcionara da upišu akcije ili steknu

zamjenjive obveznice, uz saglasnost dvotrećinske većine glasova akcionara na koje se ta odluka odnosi (Vidi: član 35 stav 2 tačka 12 Zakona o privrednim društvima)

Akcionar ima prava da učestvuje u odlučivanju o preduzimanju vanredne transakcije koje u suštini rezultiraju prodajom kompanije. To je priznato pravnim okvirom kojim su uspostavljene osnove korporativnog upravljanja, jer su ustanovljeni mehanizmom zaštite manjinskih akcionara koji su glasali protiv odluke u vezi sa fundamentalnim korporativnim promjenama koje su usvojena kvalifikovanom većinom glasova. One se sastoje u pravu akcionara da proda svoje akcije kompaniji po cijeni koja je utvrđena nezavisnom procjenom. Naime, odredbama Zakona o privrednim društvima propisano je da u slučajevima kada sud smatra opravdanim ili kada zahtijevaju nezadovoljni akcionari, sud može utvrditi da se njihove akcije otkupe za novčana sredstva. Zahtjev za rješavanje sporova oko cijene akcija nezadovoljni akcionari mogu podnijeti nadležnom sudu, u roku od 30 dana od dana objavljivanja plana restrukturiranja (Vidi: član 23 stav 21 Zakona o privrednim društvima).

C) Akcionar bi trebalo da ima priliku da efektivno učestvuje i glasa na skupštinama i da bude informisan o pravilima, uključujući i procedure glasanja, koja se primjenjuju na skupštinama akcionara: 1) akcionar treba da bude snadbjeven dovoljnim i na vrijeme datim informacijama o datumu, lokaciji, dnevnom redu održavanja skupštine akcionara, kao i potpunom i na vrijeme datom informacijom o kojim će se pitanjima odlučivati na skupštini; 2) akcionarima treba obezbijediti, uz razumna ograničenja, mogućnost da postavljaju pitanja odboru i postavljaju tačke na dnevni red skupštine; 3) akcionari treba da imaju mogućnost da glasaju lično ili u odsustvu i jednako pravo bi trebalo davati glasovima datim bilo lično, bilo u odsustvu. 4) Akcionari treba da imaju mogućnost da glasaju lično ili u odsustvu i jednako pravo bi trebalo davati glasovima datim bilo lično, bilo u odsustvu.

Pravnim sistemom Crne Gore je u potpunosti implementirano pravo akcionara da učestvuju i glasaju na skupštinama akcionara. Ovo pravo je najprije osnaženo propisivanjem obaveze sazivanja i održavanja skupštine akcionara. Obaveza održavanja skupštine akcionara propisana je odredbom: "Akcionarsko društvo dužno je da održi skupštinu jednom godišnje" (Vidi: član 36 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Obaveza sazivanja je Zakonom o privrednim društvima bolje regulisana od obaveze održavanja, jer je obaveza sazivanja utvrđena i vezana za određeni rok. Naime, Zakonom je propisano da Odbor direktora saziva redovnu godišnju skupštinu akcionara u roku od tri mjeseca nakon završetka svake finansijske godine, sa izuzetkom prve godine od osnivanja društva. (Vidi: član 36 stav 3 Zakona o privrednim društvima).

Osim utvrđivanja obaveze na sazivanje i održavanje skupštine akcionara, pravo akcionara da učestvuju i glasaju na skupštinama akcionara osnaženo je i utvrđivanjem prava predsjednika odbora i akcionara da zahtijevaju sazivanje vanredne skupštine. Odredbama Zakona o privrednim društvima priznato je pravo da sazovu vanrednu skupštinu akcionarima koji posjeduju više od jedne petine glasačkih prava (Vidi: član 40 stav 2 Zakona o privrednim društvima).

Pravo akcionara da učestvuju i glasaju na skupštinama akcionara osnaženo je безусловnim priznavanjem ovog prava akcionarima odredbom da akcionari imaju pravo da prisustvuju svim skupštinama akcionara i da glasaju, ukoliko ovim zakonom ili statutom nije drukčije određeno (Vidi: član 32 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Zakon o privrednim društvima ne sadrži nikakva ograničenja prava akcionara da prisustvuju skupštini, a ograničenja prava glasa na skupštini postoji samo ako akcionar posjeduje akcije bez prava glasa. (Npr. odredbom člana 39 stav 7 Zakona o privrednim društvima propisano je da skupština akcionara donosi odluke većinom glasova zastupljenih akcija, osim u slučajevima kada se za donošenje odluka zahtijeva druga većina. U smislu ove odredbe, ako su akcije zastupljene putem punomoćnika, smatra se kao da su vlasnici tih akcija prisutni na skupštini; odredbom člana 20 stav 8 Zakona o privrednim društvima propisano je da kvorum za osnivačku skupštinu čini dvije trećine akcija koje daju pravo glasa i čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića; vidi i član 24 stav 2 tačka 2; član 50 stav 1 tačka 2).

Pravo na glasanje na skupštini osnaženo je i propisivanjem kvoruma za održavanje skupštine koji je ustanovljen zakonom. Po odredbama Zakona o privrednim društvima propisani kvorum za osnivačku skupštinu čini dvije trećine akcija koje daju pravo glasa i čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića (Vidi: član 20 stav 8 Zakona o privrednim društvima).

Pravo na glasanje na skupštini osnaženo je i propisivanjem većine potrebne za usvajanje valjane odluke na skupštinama akcionara. Osnivačka skupština akcionara bira organe upravljanja, izvršne organe društva i revizora, odobrava ugovore zaključene od strane osnivača i usvaja statut društva. O ovim pitanjima osnivačka skupština odlučuje dvotrećinskom većinom prisutnih. Osnivačka skupština, ukoliko nije drukčije određeno ovim zakonom ili ugovorom o osnivanju, donosi odluke o drugim pitanjima iz svoje nadležnosti većinom akcija sa pravom glasa čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića (Vidi: član 20 stav 9 i 10 Zakona o privrednim društvima). Skupština akcionara donosi odluke većinom glasova zastupljenih akcija, osim u slučajevima kada se za donošenje odluka zahtijeva druga većina (Vidi: član 39 stav 7 Zakona o privrednim društvima). Kvalifikovana većina zahtijeva se za: odluku o restrukturiranju (Vidi: član 22 stav 4 Zakona o privrednim društvima); odluka o sticanju imovine od osnivača ili akcionara društva, u roku od dvije godine od dana registracije društva, a za koje je predloženo plaćanje iznosa većeg od jedne desetine akcionarskog kapitala (Vidi: član 50 stav 1 tačka 2 Zakona o privrednim društvima). Odluka o ograničavanju prava preče kupovine (Vidi: član 56 stav 4 Zakona o privrednim društvima); odluka o povećanju kapitala (Vidi: član 57 stav 3 i 7 Zakona o privrednim); odluka o smanjenju osnovnog kapitala (Vidi: član 59 stav 1 Zakona o privrednim društvima); odluka o likvidaciji (Vidi: član 24 stav 2 tačka 3 Zakona o privrednim društvima) odluka o emitovanju zamjenljivih obveznica (Vidi: član 56 stav 2 Zakona o privrednim društvima).

Najznačajnija odredba kojim se štiti pravo akcionara da efektivno učestvuje i glasa na skupštinama akcionara sastoji se u propisivanju prava akcionara u vezi sa povredom prava održavanja skupštine akcionara. Naime, Zakonom o privrednim društvima propisano je da privredni sud može poništiti odluke

skupštine akcionara na osnovu tužbe akcionara, članova odbora direktora ili izvršnog direktora, ako nijesu poštovane odredbe ovog zakona o sazivanju i održavanju skupštine akcionara (Vidi: član 41 stav 1 tačka 3 Zakona o privrednim društvima)

Akcionar treba da bude snabdjeven dovoljnim i na vrijeme datim informacijama o datumu, lokaciji, dnevnom redu održavanja skupštine akcionara, kao i potpunom i na vrijeme datom informacijom o kojim će se pitanjima odlučivati na skupštini.

Pravo akcionara da bude snabdjeven dovoljnim i na vrijeme datim informacijama o datumu, lokaciji, dnevnom redu održavanja skupštine akcionara, kao i potpunom i na vrijeme datom informacijom o kojim će se pitanjima odlučivati na skupštini osnaženo je propisivanjem postupaka koji se primjenjuju prilikom obavještenja akcionara o održavanju skupštine akcionara i dnevnom redu skupštine, kao i propisivanjem dovoljnog vremenskog perioda od obavještanja do skupštine.

Po odredbama Zakona o privrednim društvima propisano je da se obavještenje dostavi najkasnije 30 dana prije dana održavanja skupštine. Obavještenje se dostavlja putem pošte, a za društva koja imaju 100 i više akcionara, odbor direktora je dužan da obavještenje o sazivanju skupštine objavi dva puta u najmanje jednom dnevnom listu koji se izdaje u Republici. Obavještenje o sazivanju skupštine sadrži: 1) mjesto održavanja skupštine; 2) datum i vrijeme održavanja skupštine; 3) dnevni red skupštine sa obavještenjem gdje akcionari mogu dobiti dodatne informacije o dnevnom redu (Vidi: član 36 stav 6 i 7 Zakona o privrednim društvima).

Akcionarima treba obezbijediti, uz razumna ograničenja, mogućnost da postavljaju pitanja odboru i postavljaju tačke na dnevni red skupštine.

Pravo akcionara da, uz razumna ograničenja, postavljaju pitanja odboru i postavljaju tačke na dnevni red skupštine, osnaženo je propisivanjem načina utvrđivanja dnevnog reda, načina na koji se mogu vršiti izmjene dnevnog reda od strane direktora ili ustanovljene većine akcionara. Odredbom člana 37 stav 3 Zakona o privrednim društvima propisano je da akcionari koji posjeduju najmanje jednu desetinu akcionarskog kapitala imaju pravo da zahtijevaju proširenje dnevnog reda skupštine (Vidi: član 37 stav 3 Zakona o privrednim društvima)

Treba olakšati djelotvorno učešće akcionara u donošenju bitnih odluka iz sfere korporativnog upravljanja, kao što su predlaganje i izbor članova odbora. Treba omogućiti akcionarima da iznesu svoja stanovišta o politici naknade za članove odbora i ključne rukovodioce. Komponenta naknade za članove odbora i zaposlene u vidu akcija treba da podleže odobrenju od strane akcionara.

Osnovno pravo akcionara da bira članove odbora priznato je Zakonom, jer je skupština isključivo nadležna da donosi odluku o izboru odbora direktora (Vidi: član 35 stav 2 tačka 2 Zakona o privrednim društvima), i da utvrđuje nadoknadu za njihov rad (Vidi: član 35 stav 2 tačka 4 Zakona o privrednim društvima).

Akcionari koji posjeduju najmanje jednu desetinu akcionarskog kapitala imaju pravo predlaganja kandidata za članove odbora direktora (član 42 stav 9 Zakona o privrednim društvima).

Principi zahtevaju objavljivanje politike nagrađivanja članova odbora. Ovaj princip je ispoštovan Zakonom o privrednim društvima koji propisuje da ako član odbora direktora zaključi ugovor sa društvom o naknadi za njegov rad u odboru, ili je u radnom odnosu sa društvom, sve bitne odredbe tih ugovora moraju se prikazati u godišnjem finansijskom izvještaju društva (Vidi: član 42 stav 8 Zakona o privrednim). Takođe, ovo pravo akcionara je potvrđeno i još jednom odredbom Zakona o privrednim društvima koja propisuje da su članovi Odbora direktora obavezni da prijave skupštini akcionara svaku korist ili privilegiju koju imaju u društvu, pored naknade za svoj rad (Vidi: član 44 stav 3 tačka 6) Zakona o privrednim društvima).

Akcionari treba da imaju mogućnost da glasaju lično ili u odsustvu, i jednako pravo bi trebalo davati glasovima datim bilo lično, bilo u odsustvu.

Ni jedna zakonska odredba ne zahtijeva lično prisustvo akcionara na skupštini, već se zahtijeva za ostvarenje prava glasa da su akcionari lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno da su glasali putem glasačkih listića. Štoviše, odredbom člana 39 stav 6 Zakona o privrednim društvima propisano je da skupština akcionara donosi odluke većinom glasova zastupljenih akcija, osim u slučajevima kada se za donošenje odluka zahtijeva druga većina. U smislu ove odredbe, ako su akcije zastupljene putem punomoćnika, smatra se kao da su vlasnici tih akcija prisutni na skupštini; odredbom člana 20 stav 8 Zakona o privrednim društvima propisano je da kvorum za osnivačku skupštinu čini dvije trećine akcija koje daju pravo glasa i čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića; (Vidi npr. član 20 stav 8 i 10; član 24 stav 2; član 50 stav 1 tačka 2; član 56 stav 2;).

Okvir korporativnog upravljanja, po principima, treba da obezbijedi da opunomoćenici glasaju u skladu sa datim uputstvom, a treba objelodaniti i način na koji će glasati opunomoćenici bez datog posebnog uputstva. Zakon o privrednim društvima ne sadrži detaljne odredbe o načinu ostvarivanja prava punomoćnika, osim načelne odredbe da akcionar ima pravo da opunomoći drugo lice da glasa kao njegov punomoćnik na skupštini akcionara ili da obavlja druge pravne radnje. Punomoćje mora biti ovjereno. Revizor društva ne može djelovati kao punomoćnik (Vidi: član 33 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Međutim, izmjenama Zakona o privrednim društvima detaljnije je propisan način ostvarivanja prava glasa preko punomoćja. Zakon propisuje: "Jedno fizičko ili pravno lice može biti punomoćnik više akcionara. Ukoliko nije izričito navedeno u punomoćju da je dato za jednu sjednicu i ponovljene sjednice skupštine akcionara, smatra se da je punomoćje dato za sve sjednice skupštine akcionara koje se održavaju do trenutka opoziva punomoćja. Punomoćnik je dužan da postupa u skladu sa datim uputstvom, a ako punomoćje ne sadrži uputstvo punomoćnik će glasati savjesno, po svom nahođenju i u najboljem

interesu akcionara koji je dao punomoćje. Punomoćje može biti u svakom trenutku opozvano. Smatra se da je punomoćje opozvano i ako akcionar lično glasa na sjednici skupštine akcionara".

D) Struktura kapitala i aranžmani koji omogućavaju određenim akcionarima da ostvare kontrolu disproportionalnu njihovim akcijama treba da budu saopšteni.

S obzirom da je jedan od osnovnih mehanizama koji omogućavaju ostvarenje disproportionalne kontrole izdavanje akcija sa višestrukim pravom glasa, Zakon o privrednim društvima propisuje izričito da svaka akcija daje jedan glas na skupštini akcionara (Vidi: član 32 stav 2 Zakona o privrednim društvima). Zakonom se, dalje, ne ustanovljavaju nikakva ograničenja broja glasova na skupštini nezavisno od broja glasova koje akcionar zaista posjeduje. Akcije bez prava glasa mogu se izdavati, ali kao preferencijalne.

E) Treba dozvoliti da tržište kontrole korporacija funkcioniše na efikasan i transparentan način.

Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava propisane su procedure akvizicije i kontrole korporacija na tržištima kapitala. Zakonom o hartijama od vrijednosti propisan je zahtjev da se obavijesti kompanija – emitent i Komisija za hartije od vrijednosti ukoliko investitor stekne značajno učešće u kompaniji u određenom roku. Zakonom o hartijama od vrijednosti je propisano da kada fizičko ili pravno lice, sticanjem ili otuđenjem hartija od vrijednosti, pribavi ili izgubi glasačka prava na sjednici skupštine akcionarskog društva i kad zbog toga sticanja ili otuđenja srazmjerni broj glasova kojima raspolaže postane veći ili padne ispod: 10%, 20%, 33% ili 50%, Centralna Depozitarna Agencija je obavezna o toj promjeni obavijestiti emitenta i Komisiju u roku od sedam dana od dana sticanja vlasničkih prava nad akcijama (Vidi: član 30 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Procedure obavještenja i sankcija za nepostupanje u skladu sa zakonom ustanovljenim procedurama propisane su i Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava. Suspendovanje prava glasa propisano je kao sankcija samo u Zakonu o preuzimanju akcionarskih društava.

Ovaj princip korporativnog upravljanja i ova prava akcionara su osnažena pravilom da akcionari koji su glasali protiv odluke o spajanju, velikom pripajanju ili prodaji imaju pravo da prodaju akcije kompaniji. Odredbama Zakona o privrednim društvima je propisano da akcionar koji je glasao protiv ili nije prisustvovao skupštini koja je usvojila ugovor o spajanju ili povjerilac društva, u roku od tri mjeseca od dana objavljivanja ugovora o spajanju u "Službenom listu, RCG", može tražiti da sud poništi spajanje ukoliko nijesu poštovane bitne odredbe postupka spajanja i ako povjeriocima, na njihov zahtjev, nije obezbijeđena odgovarajuća zaštita potraživanja, a spajanjem je bitnije ugroženo namirenje njihovih potraživanja (Vidi: član 22 a stav 20 Zakona o privrednim društvima).

U skladu sa osnovnim principom da izumi protiv preuzimanja firme ne smiju štititi menadžment od polaganja računa, propisuju se određena ograničenja kako odbor direktora ili skupština akcionara koja je

predmet preuzimanja nebi osujetili preuzimanje. Komparativna iskustva pokazuju da, ukoliko je kompanija podvrgnuta dobrovoljnom ili obaveznom preuzimanju, odbor direktora, bez ovlašćenja od strane akcionara (a) ne može izdavati nove akcije ili opcije koje daju pravo na kupovinu tih akcija koje nijesu u potpunosti uplaćene i u skladu sa pravom preče kupovine akcionara (b) ne može preduzeti transakcije čiji je objekat ili efekat da suštinski izmijeni stuktururu kompanije i/ili obaveze kompanije; ili (c) preduzeti transakciju koja nema punu ili valjanu naknadu.

Navedeni zahtjevi su u potpunosti ispoštovani Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava.

F) Treba omogućiti ostvarenje prava na vlasništvo svim akcionarima, uključujući i institucionalne investitore.

Zakon o privrednim društvima je koncipiran na način da prihvata osnovna prava akcionara (jedna akcija jedan glas, 5% većinu za ostvarivanje osnovnih prava akcionara, usvajanje principa o obavještanju svih akcionara o finansijskom poslovanju kompanije i sl., čime omogućava ostvarivanje prava vlasništva akcionara u potpunosti.

G) Treba omogućiti akcionarima, uključujući i institucionalne akcionare, da se između sebe konsultuju o pitanjima u vezi sa njihovim osnovnim pravima kao akcionara na način definisan Principima, uz izuzetke kojima se spriječava zloupotreba.

Zakon o privrednim društvima omogućava akcionarima da sačine sporazum o glasanju i time se konsultuju u vezi sa njihovim osnovnim pravima i načinom njihovog ostvarivanja. Sporazum akcionara o glasanju je ugovor/sporazum između izvjesnog broja akcionara društva sa ciljem da se unaprijed odredi kako da glasaju po osnovu svojih akcija, na određeni način i o određenim pitanjima na skupštini akcionara, bilo da je zaključen uz podršku organa društva, kluba (udruženja) akcionara ili samoorganizovanjem akcionara. Sporazum obavezuje samo akcionare koji su ga potpisali.

II JEDNAK TRETMAN AKCIONARA

Korporativno upravljanje treba da osigura jednak tretman svih akcionara, uključujući i manjinske i inostrane akcionare. Svi akcionari treba da imaju priliku da ostvare zadovoljenje kod narušavanja njihovih prava.

A) Svi akcionari iz iste klase treba da budu tretirani jednako.

1. U okviru jedne klase svi akcionari treba da imaju ista glasačka prava. Svi investitori treba da mogu da dobiju informacije o glasačkim pravima koja pripadaju svim klasama akcija prije nego što ih kupe. Svaka promjena glasačkih prava treba da bude predmet glasanja.

Zakonom o privrednim društvima je omogućeno i zaštićeno pravo akcionara da, u okviru iste klase akcija, imaju ista glasačka prava. Zakonom o privrednim društvima je propisano da svaka akcija daje jedan glas na skupštini akcionara (Vidi: član 32 stav 2 Zakona o privrednim društvima). Ovo dabome da ne znači da se ne mogu izdavati akcije bez prava glasa, već da se, ako se izdaju akcije sa pravom glasa, svaka akcija mora nositi samo jedan glas. Akcije društva mogu biti podijeljene na obične i povlašćene akcije, klasifikovane prema pravima koje daju. Povlašćene akcije su akcije koje daju prvenstvo isplate dividende i raspodjele ostatka imovine nakon likvidacije društva, u odnosu na obične akcije (Vidi: član 54 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Akcije se klasifikuju prema pravima koje daju. Prava su utvrđena statutom društva ili posebnim pravnim aktom koji se donosi kada se emituju nove akcije (Vidi: član 52 stav 7 Zakona o privrednim društvima).

Osim priznavanja prava na dodjeljivanje različitih prava u zavisnosti od klase akcija koje posjeduju, Zakonom je zaštićeno pravo akcionara da sve izmjene u pravu glasanja različitih klasa akcija (koje uvijek neizostavno zahtijevaju izmjenu Statuta kompanije) zahtijevaju odluku kvalifikovane većine onih akcionara na koje se promjena odnosi. Naime, Zakonom o privrednim društvima je propisano da se prava vlasnika povlašćenih akcija i postupak promjene tih prava moraju utvrditi, prije izdavanja tih akcija, u statutu društva ili u posebnom pravnom aktu koji se objavljuje prilikom emisije tih akcija (Vidi: član 54 stav 3 Zakona o privrednim društvima). Osim propisivanja da se prava vlasnika i postupak promjene moraju utvrditi u statutu ili odluci o emisiji, Zakon o privrednim društvima dalje propisuje da, kada je društvo izdalo akcije različitih klasa, odluka skupštine akcionara uslovljena je posebnom odlukom svake klase akcionara čija su prava ugrožena (Vidi: član 59 stav 1 Zakona o privrednim društvima).

2. Manjinske akcionare treba zaštititi od zloupotreba od strane većinskih akcionara ili u interesu akcionara koji imaju većinu akcija i deluju direktno ili indirektno, a takođe im treba obezbijediti efikasnu pravnu zaštitu.

Po OECD principima korporativnog upravljanja, opšte odredbe za zaštitu manjinskih akcionara, a koje su se pokazale kao efikasne, obuhvataju prava preče kupovine u odnosu na emisije akcija, kvalifikovanu većinu za određene odluke akcionara i mogućnost primjene kumulativnog glasanja pri izboru članova odbora direktora.

Zakonom o privrednim društvima je priznato pravo preče kupovine (član 53 stav 2: "Kada se kapital povećava novčanim ulozima, akcije moraju biti ponuđene po osnovu prava preče kupovine postojećim akcionarima, srazmjerno broju akcija koje posjeduju.") Pravo preče kupovine ne može se ograničiti ili ukinuti statutom, premda se može izmijeniti ili ukinuti samo odlukom skupštine akcionara donijetoj uz saglasnost dvotrećinske većine glasova akcionara na koje se ta odluka odnosi (Vidi: član 53 stav 9 Zakona o privrednim društvima).

Kvalifikovana većina propisana je za mnoge odluke:

- Osnivačka skupština akcionara bira organe upravljanja, izvršne organe društva i revizora, odobrava ugovore zaključene od strane osnivača i usvaja statut društva. O ovim pitanjima osnivačka skupština odlučuje dvotrećinskom većinom prisutnih (Vidi: član 20 stav 9 Zakona o privrednim društvima);
- Odluka o likvidaciji se može donijeti samo kada društvo na skupštini akcionara sa dvije trećine prisutnih glasova, lično ili putem punomoćnika, odnosno glasačkih listića, donese odluku da ne želi da nastavi poslovanje i da se dobrovoljno likvidira (Vidi: član 24 stav 2 tačka 3 Zakona o privrednim društvima);
- Za svako predloženo sticanje imovine od osnivača ili akcionara društva, u roku od dvije godine od dana registracije društva, a za koje je predloženo plaćanje iznosa većeg od jedne desetine akcionarskog kapitala, izvještaj procjenjivača dostavlja se skupštini akcionara, a skupština akcionara odlučuje dvotrećinskom većinom akcija čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića, da li će prihvatiti transakciju (Vidi: član 50 stav 1 tačka 2 Zakona o privrednim društvima);
- Pravo preče kupovine zamjenjivih obveznica koje imaju postojeći akcionari može se ograničiti ili ukinuti odlukom skupštine akcionara, koja je usvojena dvotrećinskom većinom prisutnih akcionara ili njihovih punomoćnika (Vidi: član 53 stav 4 Zakona o privrednim društvima);
- Kapital društva će se povećati pod uslovom da skupština, kojoj prisustvuju akcionari a koji posjeduju najmanje dvije trećine akcija, donese odluku o novoj emisiji akcija i, shodno tome, izmijeni statut. Ako postoji nekoliko klasa akcija, posebnu odluku o povećanju kapitala donosi svaka klasa akcionara čija su akcionarska prava ugrožena (Vidi: član 57 stav 5 Zakona o privrednim društvima);

Zakonom je propisano kao obavezno kumulativno glasanje prilikom izbora članova odbora direktora. Članom 42 stav 8 Zakona o privrednim društvima propisano je da članove odbora direktora bira skupština akcionara. Prilikom njihovog izbora, svaka akcija sa pravom glasa daje broj glasova jednak broju članova odbora koji se biraju. Kandidati koji osvoje najveći broj glasova biraju se za članove odbora direktora od strane skupštine akcionara. Članovi odbora direktora između sebe biraju predsjednika (Vidi: član 42 stav 8 Zakona o privrednim društvima).

Ostala sredstva za poboljšanje prava manjinskih akcionara, obuhvataju parnice koje pokreću manjinski akcionari u ime kompanije i zajedničke tužbe.

3. Glasanje od strane depozitara ili zastupnika treba da se vrši na način dogovoren sa stvarnim vlasnikom akcija.

Zakon o privrednim društvima ne sadrži detaljne odredbe o načinu ostvarivanja prava glasa na skupštinama od strane punomoćnika, osim načelne odredbe kojima se omogućava akcionaru da opunomoći drugo lice da glasa kao njegov punomoćnik na skupštini akcionara ili da obavlja druge pravne radnje, zahtjeva da punomoćje mora biti ovjereno, kao i zabrane da se revizor društva pojavi kao punomoćnik. Ovakvo liberalno zakonsko rješenje vodi ka primjeni opštih pravila o punomoćstvu i ovjeravanju punomoćja propisanog Zakonom o obligacionim odnosima i Zakonom o ovjeri. U cilju razvoja korporativnog upravljanja potrebno je Zakonom detaljnije propisati način ostvarivanja prava glasa preko punomoćnika. Zakonom o privrednim društvima je propisano da jedno fizičko ili pravno lice može biti punomoćnik više akcionara. Ukoliko nije izričito navedeno u punomoćju da je dato za jednu sjednicu i ponovljene sjednice skupštine akcionara, smatra se da je punomoćje dato za sve sjednice skupštine akcionara koje se održavaju do trenutka opoziva punomoćja. Punomoćnik je dužan da postupa u skladu sa datim uputstvom, a ako punomoćje ne sadrži uputstvo punomoćnik će glasati savjesno, po svom nahođenju i u najboljem interesu akcionara koji je dao punomoćje. Punomoćje može biti u svakom trenutku opozvano. Smatra se da je punomoćje opozvano i ako akcionar lično glasa na sjednici skupštine akcionara.

Međutim, ni Zakonom a ni izmjenama Zakona nijesu propisani postupci za ostvarivanja prava glasa od strane kastodi institucija. Doduše kastodi institucije ne postoje trenutno u Crnoj Gori, ali je sa usvajanjem Zakona o odbrovoljnim penzionim fondovima moguće očekivati i ubrzan razvoj djelatnosti kastodija u Crnoj Gori i, shodno tome, postoji potreba da regulisanjem procedure glasanja od strane kastodija i institucija koje hartije od vrijednosti drže za treća lica.

4. Treba eliminisati prepreke za prekogranično glasanje.

Po osnovnim principima korporativnog upravljanja, rokovi treba da obezbijede da strani investitori suštinski imaju slične uslove za vršenje svojih vlasničkih funkcija kao i domaći investitori. U cilju daljeg olakšavanja glasanja stranim investitorima, zakoni, propisi i korporativna praksa treba da pruže mogućnost participacije putem sredstava moderne tehnologije. Zakon o privrednim društvima ne sadrži detaljnije odredbe o ostvarivanju prava glasa na skupštini, već je ovo pravo ostavljeno statutima kompanija. Pravo izjednačava strane i domaće investitore – dakle, ako se domaćim investitorima omogućava glasanje elektronskim putem, onda je ono priznato i stranim investitorima. Korporativna praksa treba dalje da radi na olakšavanju prekograničnog glasanja kako bi se privukli strani investitori.

5. Proces i procedura skupštine akcionara treba da omogući jednak tretman svih akcionara. Procedure preduzeća ne treba da učine glasanje nepotrebno teškim ili skupim.

Zakonom o privrednim društvima je propisano samo opšte pravo glasa na skupštini i procedura sazivanja skupštine. Zakonom nijesu, u skladu sa savremenim principima korporativnog upravljanja, ustanovljene

procedure glasanja koje obeshrabruju vlasnike izvjesne klase akcija (manjinske ili strane investitore) od glasanja. Zakonom o privrednim društvima je propisano da se obavještenje o sazivanju skupštine akcionara dostavlja najkasnije 30 dana prije dana održavanja skupštine. Obavještenje se dostavlja putem pošte, a za društva koja imaju 100 i više akcionara, odbor direktora je dužan da obavještenje o sazivanju skupštine objavi dva puta u najmanje jednom dnevnom štampanom mediju koji se izdaje u Republici (Vidi: član 36 stav 4 Zakona o privrednim društvima). Materijali za skupštinu se po zakonu ne moraju dostavljati akcionarima, već se propisuje da obavještenje o sazivanju skupštine sadrži: 1) mjesto održavanja skupštine; 2) datum i vrijeme održavanja skupštine; 3) dnevni red skupštine sa obavještenjem gdje akcionari mogu dobiti dodatne informacije o dnevnom redu. Zakonom o privrednim društvima propisano je da obavještenje o sazivanju skupštine mora sadržati i obavještenje gdje akcionari mogu izvršiti uvid u materijale i odluke koje će se razmatrati na skupštini akcionara. Ovim se pravo akcionara da ostvare uvid u materijale čini izvjesnijim. Takođe, izmjenama Zakona se propisuje da materijali sa predlozima odluka koji treba da se razmotre na skupštini akcionara moraju biti dostupni na uvid akcionarima društva, u prostorijama društva, najmanje 20 dana prije održavanja sjednice skupštine akcionara, kao i da je društvo, na zahtjev akcionara, dužno da mu, uz naknadu za iznos troškova koji ne mogu biti veći od troškova umnožavanja i dostave materijala, odmah dostavi ili uruči kopije materijala i predloge odluka koje će se razmatrati na skupštini akcionara, za koje ovim zakonom nije predviđena mogućnost da ih dobije bez naknade. Zakon o privrednim društvima ide i dalje u pravcu osnažavanja prava akcionara i olakšavanja procedura glasanja propisivanjem da je, na zahtjev akcionara društvo dužno da mu, ukoliko posjeduje tehničke uslove, u rokovima iz ovog člana, dostavlja obavještenje o sazivanju skupštine i materijale koji će se razmatrati na skupštini sa predlozima odluka elektronskom poštom na adresu koju odredi akcionar.

Čini nam se da je dodatak "ukoliko posjeduje tehničke mogućnosti" bespredmetan i da može obesmisлити primjenu ove zakonske odredbe u praksi, jer je svako društvo u tehničkoj mogućnosti da bez potrebnih troškova pošalje e-mail sa materijalima za skupštinu.

B) Insajder trejding i poslovi sa samim sobom koji predstavljaju zloupotrebu treba da budu zabranjeni.

U skladu sa principima OECD-a insajdersko trgovanje regulisano je isključivo Zakonom o hartijama od vrijednosti. Članom 52 stav 8 Zakona o privrednim društvima je propisano da se upis, izdavanje, registracija, svojina, dokaz o svojini, javna ponuda i prenos akcija, insajdersko poslovanje ili zloupotrebe na tržištu akcija propisuju Zakonom o hartijama od vrijednosti (Vidi: član 52 stav 8 Zakona o privrednim društvima).

Principi OECD zahtijevaju da se ustanove pravila i procedure koje zabranjuju, ii ustanovljavaju krivične sankcije za insajder trejding kada insajder postupa na osnovu informacije od suštinskog značaja koja nije javno objavljena. U skladu sa OECD principima Krivičnim zakonikom Crne Gore insajdersko poslovanje propisano je kao krivično djelo.

C) Od članova odbora i menadžera treba zahtijevati da iskažu bilo kakav materijalni interes u transakcijama ili stvarima koje se tiču preduzeća.

Principi OECD zahtijevaju da kada akcionar, direktor, službenik ili zaposleni u kompaniji ima konflikt interesa u predloženoj transakciji između kompanije i predviđene suprotne strane, da takav konflikt mora biti objavljen. U vezi sa konfliktom interesa, zakonom je propisana obaveza članova odbora direktora da izbjegavaju konflikt interesa između njih i društva kojim upravljaju (Vidi: član 44 stav 3 tačka 5 Zakona o privrednim društvima), i da prijave skupštini akcionara svaku korist ili privilegiju koju imaju u društvu, pored naknade za svoj rad (Vidi: član 44 stav 3 tačka 6 Zakona o privrednim društvima). U vezi sa konfliktom interesa članova odbora direktora i društva propisano je i da Društvo ne može, sa članom odbora direktora ili članom odbora direktora svog matičnog društva, ili pak drugog društva u kojem član odbora ima lični finansijski interes ili sa supružnikom ili srodnikom prvog stepena srodstva sa članom odbora direktora, zaključivati sljedeće ugovore: 1) zajmove ili fiktivne zajmove u formi transakcije koja stvara obavezu zajmoprimcu da plati zajmodavcu; 2) kreditne transakcije; 3) obezbjeđenje za takve zajmove, kvazi zajmove ili kreditne transakcije (Vidi: član 44 stav 4 Zakona o privrednim društvima). U cilju spriječavanja konflikta interesa društvo ima obavezu da vodi spisak ugovora koje su sa društvom zaključili članovi odbora direktora, odnosno ugovora u kojima oni imaju interes (član 48 stav 1 tačka 12 Zakona o privrednim društvima).

Principi OECD zahtijevaju da ukoliko kompanija predlaže zaključenje bilo koje transakcije za sticanje ili prodaju imovine ili zaključenje ugovora sa akcionarom, direktorom, službenikom ili zaposlenim, punomoćnikom ili zastupnikom koja prevazilazi utvrđeni iznos (5% registrovanog kapitala kompanije), bilo pojedinačnom ili transakcijama tokom određenog perioda, da se od odbora direktora zahtijeva da sačini nezavisnu procjenu o naknadi koju treba da plati kompanija. Zakonom o privrednim društvima je u potpunosti ispoštovan ovaj princip korporativnog upravljanja. Sticanje imovine od osnivača ili akcionara propisano je članom 50 Zakona o privrednim društvima kojim je propisano da za svako predloženo sticanje imovine od osnivača ili akcionara društva, u roku od dvije godine od dana registracije društva, a za koje je predloženo plaćanje iznosa većeg od jedne desetine akcionarskog kapitala, moraju biti ispunjeni sljedeći uslovi: 1) sticanje mora biti ispitano na način propisan članom 52 ovog zakona; 2) izvještaj procjenjivača dostavlja se skupštini akcionara, a skupština akcionara odlučuje dvotrećinskom većinom akcija čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića da li će prihvatiti transakciju; 3) u slučaju spora, akcionar ima pravo da podnese tužbu sudu; 4) izvještaj procjenjivača dostavlja se CRPS-u.

Zaštita prava akcionara u slučaju prodaje imovine od strane društva u većim transakcijama osnažuje se odredbom po kojoj je isključivo pravo skupštine akcionara da donosi odluku o kupovini, prodaji, zakupu, zamjeni i sticanju, ili na drugi način raspolaganju od strane društva, imovinom čija je vrijednost veća od trećine ili statutom utvrđenog nižeg učešća u knjigovodstvenoj vrijednosti imovine društva.

Kao kriterijum za procjenu ispunjenosti ovog principa ispituje se da li kompanija može emitovati opcije koje daju pravo na kupovinu akcija i sličnih hartija od vrijednosti direktorima, službenicima i zaposlenima, i ustanovljavanjem sistema odobrenja koji su potrebni za izdavanje ovih akcija. Sva ova prava su akcionarima priznata Zakonom o privrednim društvima. Akcionar ima, pored ostalih imovinskih prava i imovinsko pravo koje se sastoji u prioriternom pravu u sticanju nove emisije akcija i zamjenjivih obveznica, uz ograničenja utvrđena ovim zakonom (Vidi: član 32 stav 1 tačka 4). Za izdavanje zamjenjivih obveznica potrebna je odluka o emitovanju zamjenjivih obveznica koja se donosi na skupštini akcionara kojoj prisustvuje dvije trećine akcionara lično ili zastupanih preko punomoćnika ili putem glasačkih listića. Odlukom se obavezno utvrđuje broj akcija koje se dodjeljuju po osnovu zamijenjenih obveznica. Odluka skupštine akcionara objavljuje se u "Službenom listu, RCG" (Vidi: član 56 stav 2 Zakona o privrednim društvima). Zakon o privrednim društvima nije propisivao prava akcionara u slučaju izdavanja drugih zamjenjivih hartija od vrijednosti. Novi Zakon o privrednim društvima propisuje da se odredbe ovog člana primjenjuju na emitovanje i drugih hartija od vrijednosti koje su zamjenjive za akcije ili koje daju pravo sticanja akcija.

Materijalni interes u transakcijama ili stvarima koje se tiču kompanije štiti se i ograničenjem zaduživanja. Visina zaduživanja nijesu propisana Zakonom, sa tim da se zakonom zahtijeva da se Odluka o izdavanju obveznica donosi na skupštini akcionara većinom glasova prisutnih i zastupljenih akcionara ili od strane odbora direktora, ako je to predviđeno statutom (Vidi: član 55 stav 2 Zakona o privrednim društvima). Ograničenje u pogledu zaduživanja sadržano je u članu 44 stav 4 koji propisuje da Društvo ne može, sa članom odbora direktora ili članom odbora direktora svojeg matičnog društva ili drugog društva u kojem član odbora ima lični finansijski interes ili sa supružnikom ili srodnikom prvog stepena srodstva sa članom odbora direktora, zaključivati sljedeće ugovore: 1) zajmove ili fiktivne zajmove u formi transakcije koja stvara obavezu zajmoprimcu da plati zajmodavcu; 2) kreditne transakcije; 3) obezbjeđenje za takve zajmove, kvazi zajmove ili kreditne transakcije. Davanje zajmova trećim licima, posebno povezanim licima, kćerkama kompanije ili kompaniji-majci, direktorima, zaposlenima, njihovim supružnicima, djeci ili rođacima zaposlenih u kompaniji ili sa kompanijom povezanim licima je indirektno zabranjeno. Članom 60 stav 12 Zakona o privrednim društvima propisano je da društvo neće davati zajmove ili obezbjeđivati drugu vrstu finansijske podrške licu koje namjerava da kupi akcije društva, osim u slučaju sprovođenja povlašćene prodaje akcija zaposlenima u društvu.

Zakonske zabrane preduzimanja ovih transakcija osnažene su sankcijama. Odredbama člana 92 Zakona o privrednim društvima propisano je da društvo čini privredni prestup ako postupi protivno principu "duge ruke" i zaključi transakcije protivno zakonskim zabranama za koje je propisana novčana kazna do 50.000 EUR. Svako lice u društvu ili drugom obliku obavljanja privredne djelatnosti, koje je odgovorno za ove presteupe kazniće se novčanom kaznom do 25.000 EUR.

III ULOGA DRUGIH ZAJNTERESOVANIH STRANA U KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU

Korporativno upravljanje treba da prizna prava drugih zainteresovanih zasnovanih na zakonu i da ohrabri aktivnu saradnju između korporacije i drugih zainteresovanih u stvaranju bogatstva, zaposlenja i održivosti finansijski zdravih preduzeća.

A) Korporativno upravljanje treba da osigura da su prava drugih zainteresovanih zaštićena zakonom i poštovana.

Pravni sistem Crne Gore prava trećih zainteresovanih lica štiti osim Zakonom o privrednim društvima, Zakonom o obligacionim odnosima, Zakonom o radu, Zakonom o insolventnosti, itd.

B) Kada su interesi drugih zainteresovanih zaštićeni zakonom, oni treba da imaju mogućnost da ostvare efektivno zadovoljenje kod kršenja njihovih prava.

Pravo predviđa pravna sredstva za kršenje prava zainteresovanih lica. Zakonom se propisuje ostvarivanje prava u sudskom postupku. Međutim, procesno zakonodavstvo je koncipirano na način koji omogućava odugovlačenje postupka i neefikasan je sa stanovišta brzine i izvjesnosti. Osnovni pravac budućih zakonodavnih izmjena treba da bude motivisan potrebom zaštite interesa zainteresovanih lica kao i samih akcionara, koji će napustiti socijalističke koncepte zaštite dužnika i biti saglasni konceptu otvorene tržišne privrede. Jedan pomak u tom pravcu napravljen je usvojenim izmjenama Zakona o hipoteci koji je odstupio od koncepta obaveznog sudskog namirenja potraživanja ka vansudskoj prodaji hipoteke. Ovim zakonskim rješenjem su izbjegnute inherentne slabosti Zakona o izvršnom postupku koji reguliše postupak prinudnog sudskog namirenja svojinskih prava. Međutim, izmjena procesnih zakona i dalje predstavlja jedan od prioriteta predstojeće zakonodavne reforme.

C) Treba dozvoliti razvoj mehanizama za učešće zaposlenih kojima se poboljšavaju rezultati.

Pitanje učešća zaposlenih u korporativnom upravljanju nije regulisano ni Zakonom o privrednim društvima ni nekim drugim zakonskim propisom u Crnoj Gori. Na kompanijama je da svojim unutrašnjim aktima propišu način učešća zaposlenih u korporativnom upravljanju u skladu sa potrebama kompanije.

D) Tamo gdje zainteresovane strane učestvuju u procesu korporativnog upravljanja, iste moraju imati pravovremen i redovan pristup relevantnim, potrebnim i pouzdanim informacijama.

Pristup informacijama od značaja za korporativno odlučivanje regulisano je odredbama Zakona o privrednim društvima, sa tim da se akcionarima daje jednak tretman u pogledu vremena i načina pristupa informacijama.

E) Treba omogućiti zainteresovanim stranama, uključujući pojedinačne službenike i njihova predstavnička tijela, da odboru slobodno saopšte svoje mišljenje o nelegalnoj i neetičkoj praksi, a da zbog toga njihova prava ne budu ugrožena.

Zakon o privrednim društvima ne reguliše ovu materiju, ali su kompanije slobodne da ova prava utvrde statutom društva. Zakon ne sadrži ni jednu odredbu koja bi upućivala na nemogućnost davanja ovog mišljenja, već, naprotiv, ovlašćuje skupštinu akcionara za odlučivanje o raspolaganju imovinom u situacijama koje bi mogle predstavljati konflikt interesa, i time ovlašćuje akcionare da raspravljaju o praksama koje im se čine nezadovoljavajućim i da na njih reaguju.

F) Korporativno upravljanje treba da dozvoli mehanizme za participaciju drugih zainteresovanih zasnovane na mjerilu jačanja performansi.

Učešće zainteresovanih lica prilikom odlučivanja i donošenja najvažnijih korporativnih odluka se, komparativnopravno posmatrano, nastoji ostvariti učešćem zaposlenih u odlučivanju i uključivanjem u odbore direktora. Zakon o privrednim društvima ne propisuje obavezno učešće zaposlenih u odborima direktora, ali se statutom kompanije može propisati da zaposleni imaju predstavnika u odboru direktora.

IV OBJAVLJIVANJE PODATAKA I TRANSPARENTNOST

Korporativno upravljanje treba na vrijeme da obezbijedi tražene informacije o svim materijalnim stvarima koji se odnose na korporaciju, uključujući finansijsku situaciju, performanse, svojinu i upravljanje kompanijom.

Otkrivanje informacija treba da uključi, ali ne i da bude ograničeno na, materijalne informacije o:

1. Finansijskim i operativnim rezultatima kompanije.

Pravni sistem zahtijeva da kompanija sačini godišnji finansijski izvještaj koji pokazuje finansijsko poslovanje kompanije i finansijsko stanje kompanije. Društvo dostavlja godišnje finansijske izvještaje CRPS-a. Izvještaji se podnose u roku od 60 dana od završetka finansijske godine društva (Vidi: član 71 stav 2 i 3 Zakona o privrednim društvima). Akcionarsko društvo dostavlja CRPS-u, koji dostavlja "Službenom listu, RCG" na objavljivanje finansijskih izvještaja, uključujući izvještaj revizora (Vidi: član 28 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Akcionarska društva su obavezna da izaberu ovlašćenog nezavisnog revizora društva (Vidi: član 34 stav 7 Zakona o privrednim društvima). Revizija finansijskog izvještaja društva vrši se po isteku finansijske godine, a prije održavanja skupštine akcionara. Reviziju vrši nezavisni revizor. Revizora bira skupština akcionara, na rok utvrđen statutom, koji ne može biti duži od jedne godine (Vidi: član 47 stav 1 Zakona o privrednim društvima).

2. Ciljevima kompanije.

Zakon o privrednim društvima zahtijeva da cilj zbog kojeg je kompanija osnovana bude zakonit. Drugi zahtjevi koji bi se specifično odnosili na cilj kompanije nijesu sadržane u Zakonu o privrednim društvima. Informacije o cilju kompanije najčešće su sadržane u statutu kompanije i jednako dostupne svim akcionarima.

3. Najvećim vlasništvima akcija i glasačkim pravima.

Države često zahtevaju objelodanjivanje podataka o vlasništvu kada se pređe određeni prag vlasništva. Zakonom o hartijama od vrijednosti propisano je da kada fizičko ili pravno lice, sticanjem ili otuđenjem hartija od vrijednosti, pribavi ili izgubi glasačka prava na sjednici skupštine akcionarskog društva i kad zbog toga sticanja ili otuđenja srazmjerni broj glasova kojima raspolaže postane veći ili padne ispod: 10%, 20%, 33% ili 50%, Centralna Depozitarna Agencija je obavezna o toj promjeni obavijestiti emitenta i Komisiju u roku od sedam dana od sticanja vlasničkih prava nad akcijama (član 30 stav 1 i 2). Ranijim Zakonom o hartijama od vrijednosti je obaveza izvještavanja bila povjerena emitentu i sticaocu akcija – akcionaru. U cilju osnaživanja prava akcionara na objelodanjivanje podataka o vlasništvu, Zakonom o hartijama od vrijednosti ova je obaveza na Centralnoj depozitarnoj agenciji.

4. Članovima odbora i glavnim izvršnim licima i njihovim zaradama.

U skladu sa principima OECD-a od kompanije se zahtijeva da objavi informacije o pojedinim članovima odbora direktora i izvršnim licima kako bi omogućila akcionarima procjenu njihovih podobnosti za posao i bilo kakav konflikt interesa do kojeg može doći. Zakonom o privrednim društvima je udovoljeno ovom principu. Odredbom člana 21 Zakona o privrednim društvima je propisano da se Društvo dostavlja CRPS-u i objavljuju prilikom prve registracije društva: imena, prezimena i, u slučaju da je došlo do promjene imena/prezimen, prethodno ime/prezime članova odbora direktora i datum i mjesto njihovog rođenja; njihov matični broj; prebivalište, odnosno boravište članova odbora direktora; izjave članova odbora direktora o tome koje državljanstvo posjeduju; zanimanja članova odbora direktora; podatke o članstvu u drugim odborima, funkcijama na kojima se nalaze u Republici ili van nje, kao i mjestu registracije tih društava, ukoliko nijesu registrovana u Republici; ime i adresu izvršnog direktora, sekretara društva i revizora; CRPS objavljuje u "Službenom listu, RCG" podatke o nazivu i sjedištu društva, imena članova organa uprave, izvršnog direktora, sekretara društva, revizora i datum zaključivanja ugovora o osnivanju, usvajanja statuta i registracije (Vidi: član 21 Zakona o privrednim društvima).

U skladu sa principima OECD-a od kompanije se može zahtijevati da objavi informacije o naknadama članova odbora i ključnih izvršnih lica (bilo pojedinačno ili agregatno). Ovaj princip je ispoštovan odredbom člana 42 stav 7 Zakona o privrednim društvima kojim je propisano da se, ako član odbora direktora zaključi ugovor sa društvom o naknadi za njegov rad u odboru, ili je u radnom odnosu sa društvom, sve bitne odredbe tih

ugovora moraju se prikazati u godišnjem finansijskom izvještaju društva (Vidi: član 42 stav 7 Zakona o privrednim društvima). Dalje, članom 44 stav 3 tačka 6 Zakona o privrednim društvima propisano je da su članovi Odbora direktora obavezni da prijave skupštini akcionara svaku korist ili privilegiju koju imaju u društvu, pored naknade za svoj rad (Vidi: član 44 stav 3 tačka 6 Zakona o privrednim društvima).

U skladu sa principima OECD-a da naknadu za rad člana odbora određuju akcionari, Zakon o privrednim društvima propisuje da je isključivo pravo skupštine akcionara da utvrđuje nadoknade za članove Odbora direktora (Vidi: član 35 stav 2 tačka 4 Zakona o privrednim društvima).

5. Transakcije povezanih lica.

Sticanje imovine od osnivača ili akcionara propisano je članom 50 Zakona o privrednim društvima kojim je propisano da za svako predloženo sticanje imovine od osnivača ili akcionara društva, u roku od dvije godine od dana registracije društva, a za koje je predloženo plaćanje iznosa većeg od jedne desetine akcionarskog kapitala, moraju biti ispunjeni sljedeći uslovi: 1) sticanje mora biti ispitano na način propisan članom 52 ovog zakona; 2) izvještaj procjenjivača dostavlja se skupštini akcionara, a skupština akcionara odlučuje dvotrećinskom većinom akcija čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića da li će prihvatiti transakciju; 3) u slučaju spora, akcionar ima pravo da podnese tužbu sudu; 4) izvještaj procjenjivača dostavlja se CRPS-u.

Zaštita prava akcionara u slučaju prodaje imovine od strane društva u većim transakcijama osnažuje se odredbom po kojoj je isključivo pravo skupštine akcionara da donosi odluku o kupovini, prodaji, zakupu, zamjeni i sticanju ili na drugi način raspolaganju od strane društva imovinom čija je vrijednost veća od 20% knjigovodstvene vrijednosti imovine društva.

U cilju spriječavanja konflikta interesa društvo ima obavezu da vodi spisak ugovora koje su sa društvom zaključili članovi odbora direktora, odnosno ugovora u kojima oni imaju interes (član 48 stav 12 Zakona o privrednim društvima).

6. Predvidljivim faktorima rizika.

Zakon o privrednim društvima ne zahtijeva otkrivanje informacija koje bi se odnosile na predvidljive faktore rizika. Ova obaveza utvrđena je članom 27 Zakona o hartijama od vrijednosti kojim je propisano da emitent hartija od vrijednosti koje se javno nude dužan je da izvještava Komisiju, osnivače emitenta, druge vlasnike istih hartija od vrijednosti i javnost uopšte o informacijama koje: 1) omogućavaju procjenu finansijske pozicije emitenta ili njegovog dijela; 2) mogu izazvati nelojalno trgovanje tim hartijama od vrijednosti; 3) potencijalno mogu uticati na tržišnu cijenu tih hartija od vrijednosti.

7. Materijalnim pitanjima zaposlenih i drugih zainteresovanih.

Zakon o privrednim društvima ne reguliše pitanja izvještavanja o materijalnim pitanjima zaposlenih niti na bilo koji način daje posebna prava zaposlenima u kompaniji.

8. Strukturi i politikama upravljanja.

Od kompanije se Zakonom o privrednim društvima ne zahtijeva da objavi strukture korporativnog upravljanja. Zakon o privrednim društvima ustanovljava obaveznu strukturu korporativnog upravljanja za sva akcionarska društva i to: skupštinu akcionara, odbor direktora i izvršnog direktora i sekretara. Sve druge detaljnije odredbe sadržane su u statutima kompanija, koji se dostavljaju Centralnom registru Privrednog suda i u koje svaki akcionar može izvršiti uvid.

Informacije treba da budu pripremljene, očitovane i saopštene u skladu sa visokim standardima računovodstvenog, finansijskog i nefinansijskog saopštavanja i očitovanja.

Principi OECD-a traže od kompanije da zahtijeva da revizor pripremi i objavi podatke u vezi sa međunarodno prihvaćenim standardima i drugim lokalnim standardima. U skladu sa ovim zahtjevom, Zakon o privrednim društvima propisuje da je revizor dužan da izvrši reviziju godišnjih finansijskih izvještaja društva u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima i da o toj reviziji podnese izvještaj skupštini akcionara (Vidi: član 47 stav 8 Zakona o privrednim društvima).

Godišnje očitovanje treba da bude izvedeno od strane nezavisnog oduora kako bi bilo ostvareno spoljno i objektivno osiguranje o načinu na koji su finansijski izvještaji pripremljeni i predstavljani.

Principi OECD-a zahtijevaju da se finansijski rezultati kompanije oduuju godišnje od strane nezavisnog revizora. Zakonom o privrednim društvima je, u skladu sa ovim OECD principom propisano da reviziju vrši nezavisni revizor (Vidi: član 47 stav 1 Zakona o privrednim društvima). Ova odredba sadržana je i u članu 34 stav 7 Zakona o privrednim društvima kojom je propisano da su akcionarska društva obavezna da izaberu ovlašćenog nezavisnog revizora društva. Nezavisnost revizora nastoji se ostvariti i garantovati odredbom člana 45 Zakona o privrednim društvima kojom je propisano da odbor direktora ne smije ograničavati ovlašćenja revizora niti, na bilo koji način, uticati na njegov rad (Vidi: član 45 Zakona o privrednim društvima).

Nezavisnost revizora se nastoji ostvariti i propisivanjem da društvo čini privredni prestup ukoliko izvrši ili pokuša da izvrši nedopušteni uticaj na rad revizora (Vidi: član 92 stav 3 Zakona o privrednim društvima).

Eksterni revizori treba da odgovaraju akcionarima i imaju obavezu prema kompaniji da reviziju izvrše na propisan i profesionalan način.

S obzirom da revizora imenuje skupština akcionara, kao i da je skupština akcionara ovlaštena da razrješava revizora to je sasvim jasno da revizor za svoj rad odgovara skupštini. Takođe, Zakonom o privrednim društvima je propisano da se vanredna skupština akcionara saziva u slučaju ako odbor direktora ili akcionari predlažu da se prije isteka ugovorenog roka mijenja revizor. Stalnom mogućnošću kontrole i sankcijom razrješnja jasno je naglašena odgovornost revizora prema skupštini kao organu koji imenuje revizora.

Načini distribucije informacija treba da obezbijede fer, blagovremen i jeftin pristup relevantnim informacijama od strane korisnika.

Blagovremeni pristup informacijama nastoji se ostvariti propisivanjem frekventnosti distribucije informacija akcionarima i regulatornim organima kao npr. Komisiji za hartije od vrijednosti i berzi, kao i propisivanjem koje informacije emitent treba da objavljuje.

Kao jedan od osnovnih načina distribucije informacija propisuje se i pravo na uvid koji ostvaruju akcionari. Ovo pravo akcionara se najčešće osnažava propisivanjem pitanja: koja dokumentacija je na raspolaganju za inspekciju od strane akcionara ili trećeg lica u kancelarijama kompanije ili regulatornog tijela; prava akcionara i trećih lica da imaju mogućnost da jednostavno i po niskim troškovima pregledaju dokumentaciju koja se drži u kancelarijama kompanije ili od strane regulatornog organa kao npr. Komisija za hartije od vrijednosti i berza.

Po odredbama važećeg Zakona o privrednim društvima propisano je da Društvo u svom sjedištu vodi sljedeću dokumentaciju: knjigu zapisnika koja sadrži: a) zapisnike sa svih sjednica odbora direktora ili tijela koja je formirao odbor; b) zapisnike sa svih skupština akcionara; c) zapisnike sa skupština akcionara određenih klasa akcija; potom knjigovodstvo koje se, u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima, vodi stalno i koje: a) tačno evidentira i objašnjava materijalne transakcije društva; b) omogućava da se ustanovi finansijska pozicija društva sa prihvatljivom tačnošću; c) omogućava članovima odbora direktora da osiguraju da su finansijski izvještaji saglasni sa odredbama ovog zakona; d) omogućava da se bez odlaganja i na odgovarajući način izvrši revizija računovodstva društva; kopiju svakog instrumenta kojim se uspostavlja ili evidentira neki pravni teret na imovini društva; spisak akcionara (CDA); spisak članova odbora direktora; evidenciju o akcijama društva koje posjeduju članovi odbora direktora i izvršni direktor društva; spisak vlasnika obveznica koje je emitovalo društvo; spisak ugovora koje su sa društvom zaključili članovi odbora direktora, odnosno ugovora u kojima oni imaju interes (Vidi: član 48 Zakona o privrednim društvima).

Usvojenim izmjenama zakona o privrednim društvima propisano je da se uz ovu dokumentaciju, obavezno u sjedištu društva čuvaju i ugovor o osnivanju; statut društva; finansijski izvještaji, izvještaji o poslovanju društva i izvještaje revizora društva; Takođe, značajna izmjena se odnosi na izrčito propisivanje obaveze

društva da omogući akcionaru ili ranijem akcionaru, za period za koji je bio akcionar u društvu, uvid u knjigu zapisnika skupštine akcionara i evidenciju i dokumentaciju najkasnije u roku od sedam dana od dana podnošenja pisanog zahtjeva. Uvid u knjigovodstvo koje se, u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima, vodi stalno i kopiju svakog instrumenta kojim se uspostavlja ili evidentira neki pravni teret na imovini društva ostvaruje se na način propisan članom 32 stav 7 koji propisuje da akcionari koji posjeduju 5% ili više akcionarskog kapitala imaju pravo da imenuju predstavnika koji će ispitati poslovanje ili računovodstvo društva. Troškove ispitivanja plaćaju akcionari koji su to zahtijevali, osim kada rezultati ispitivanja ukažu da postoji opravdan razlog da troškove snosi društvo. U tom slučaju društvo nadoknađuje troškove ispitivanja.

Takođe, članom 32 stav 5 i 6 propisano je da kopije finansijskih izvještaja, uključujući izvještaj revizora, moraju biti dostupne na uvid akcionarima u sjedištu uprave društva u toku radnog vremena i to najmanje 30 dana prije održavanja skupštine, kao i na samoj skupštini akcionara. Dalje, svaki akcionar ima pravo da zahtijeva da mu se, bez nadoknade, dostavi kopija posljednjeg bilansa stanja i bilansa uspjeha društva, kopije izvještaja odbora direktora ili izvještaj revizora (Vidi: član 32 stav 5 i 6 Zakona o privrednim društvima).

V ODGOVORNOSTI ODBORA

Korporativno upravljanje treba da osigura strateško vođenje kompanije, efektivan nadzor nad menadžmentom od strane odbora i polaganje računa odbora kompaniji i akcionarima.

Članovi odbora treba da djeluju na osnovu potpunih informacija, u dobroj vjeri, sa potrebnom marljivošću i pažnjom, i u najboljem interesu kompanije i akcionara.

Principi OECD-a traže da se od odbora direktora zahtijeva da postupa u interesu kompanije i akcionara, kao i da zakon pruži mehanizme akcionarima pomoću kojih mogu kontrolisati ponašanje odbora.

Zakon o privrednim društvima od članova odbora direktora izričito zahtijeva da se, prilikom donošenja odluka, pridržavaju načela savjesnosti i da postupaju sa pažnjom dobrog privrednika. (Vidi: član 44 stav 2 Zakona o privrednim društvima). U trećem stavu ovog člana se izričito navodi i obaveza članova odbora direktora naročito da: postupaju savjesno i rade u korist društva kao cjeline; postupaju sa dužnom pažnjom i uz primjenu pravila struke prilikom odlučivanja; obezbijede primjenu odgovarajućih mjera radi kontrole poslovanja i preuzimanja obaveza od strane društva; učestvuju u razmatranju svakog pitanja o kojem odbor odlučuje; koriste ovlašćenja samo u korist društva, uključujući da: ne koriste imovinu društva za vlastite potrebe, kao da je njihova lična svojina; ne koriste povjerljive informacije društva radi sticanja lične dobiti; ne zloupotrebljavaju funkciju u cilju ličnog bogaćenja na račun, odnosno na štetu društva; ne iskorišćavaju mogućnosti koje društvo stekne za zaključivanje poslova, a radi zaključivanja vlastitih poslova; izbjegavaju

konflikt interesa između njih i društva kojim upravljaju; prijave skupštini akcionara svaku korist ili privilegiju koju imaju u društvu, pored naknade za svoj rad.

Izričitim utvrđivanjem odgovornosti članova odbora direktora na ovaj način je osnažena uloga koju odbor direktora ima u kompaniji. Sâm značaj odbora direktora kao organa akcionarskog društva ojačen je propisivanjem da ako se prava akcionara, utvrđena ovim zakonom i statutom društva, ostvaruju u sudskom postupku, članovi odbora direktora zajednički će nadoknaditi troškove postupka i štetu koju su pretrpjeli akcionari zbog nepoštovanja njihovih prava (Vidi: član 44 stav 7 Zakona o privrednim društvima).

Zakon prepušta mehanizme akcionarima pomoću kojih mogu kontrolisati ponašanje odbora direktora propisivanjem prava na direktne i derivativne akcionarske tužbe. Kada se utvrdi da je došlo do nepravilnosti u upravljanju ili poslovanju društva, društvo ima pravo da tuži odgovorno lice kod Privrednog suda, a ne njegovi akcionari, osim ako: 1) je neka radnja društva nezakonita ili van ovlašćenja društva; 2) većinski akcionari diskriminišu manjinske akcionare; 3) su povrijeđena prava akcionara; 4) ona lica koja kontrolišu društvo, bilo da je to odbor direktora ili većinski akcionari, prevare manjinske akcionare (Vidi: član 30 stav 4 i 5 Zakona o privrednim društvima).

U cilju zaštite osnovnog principa OECD-a da odbor direktora da postupa u interesu kompanije, principi zahtijevaju da se zakonom ustanovi odgovornost odbora za povredu zakona. U skladu sa principima OECD-a, Zakon propisuje odgovornost članova odbora. Zakon o privrednim društvima nije odredio koje lice je pasivno legitimisano kod ovih akcionarskih tužbi. Zakon govori o "odgovornom licu" pa se u ulozi odgovornog lica može, svakako, naći i odbor direktora (Vidi: član 30 stav 4 Zakona o privrednim društvima). Izričito je odgovornost odbora direktora utvrđena odredbom člana 44 stav 7 Zakona o privrednim društvima koji propisuje da će, ako se prava akcionara, utvrđena ovim zakonom i statutom društva, ostvaruju u sudskom postupku, članovi odbora direktora zajednički će nadoknaditi troškove postupka i štetu koju su pretrpjeli akcionari zbog nepoštovanja njihovih prava (Vidi: član 44 stav 7 Zakona o privrednim društvima).

Član 44 stav 5 Zakona o privrednim društvima sadrži ograničenje odgovornosti, jer propisuje da član odbora direktora upravlja poslovanjem društva sa pažnjom dobrog privrednika. On ne odgovara društvu za greške prilikom donošenja uobičajenih poslovnih odluka, ukoliko je postupao sa pažnjom dobrog privrednika i poštovao pravila struke. Izmjenama Zakona o privrednim društvima propisano je dalje ograničavanje odgovornosti članova odbora direktora dopunom stava 7 člana 44 Zakona o privrednim društvima, koji propisuje da za štetu neće odgovarati član odbora direktora što je svoju nesaglasnost sa odlukom po osnovu koje je akcionar pretrpio štetu unio u zapisnik, kao i član odbora direktora koji nije prisustvovao sjednici odbora direktora a svoje neslaganje sa odlukom je izrazio pismenim putem odboru direktora odmah nakon saznanja o donešenoj odluci .

U slučajevima gdje odluke odbora mogu na različit način uticati na različite grupe akcionara, odbor treba da tretira sve akcionare pravično.

Zakon o privrednim društvima izričito propisuje da se prema svim akcionarima postupa jednako u jednakim okolnostima (Vidi: član 30 stav 2 Zakona o privrednim društvima).

Odbor treba da primijeni visoke moralne standarde. Treba da uzme u obzir interese zainteresovanih strana.

Zakonom o privrednim društvima je izričito utvrđena obaveza odbora direktora da postupa u interesu kompanije. Po Zakonu o privrednim društvima član odbora direktora je dužan da upravlja poslovanjem društva sa pažnjom dobrog privrednika, u razumnom uvjerenju da djeluje u najboljem interesu društva.

Odbor treba da ispunjava određene osnovne funkcije, kao što su:

a) Preispitivanje i vođenje korporativne strategije, osnovne planove akcije, politiku rizika, godišnje budžete i biznis planove; postavljanje ciljeva performansi; nadzor nad realizacijom i korporativnim performansama; i nadgledanje glavnih kapitalnih rashoda, akvizicija i prodaja.
Izbor, nagrađivanje, nadzor i, kada je potrebno, zamjenjivanje glavnih izvršnih lica i nadzor nad planiranjem njihovih nasljednika.

b) Preispitivanje zarada glavnih izvršnih lica i članova odbora, i obezbjeđenje formalnog i transparentnog procesa nominacije odbora.

c) Nadziranje i upravljanje potencijalnim konfliktom interesa menadžmenta, članova i akcionara, uključujući zloupotrebe imovine korporacije i transakcija sa povezanim licima.

d) Obezbjedenje integriteta sistema računovodstva i izvještavanja korporacije, uključujući nezavisno oditovanje, i da su odgovarajući sistemi kontrole u funkciji, a posebno nadzor rizika, finansijske kontrole i podvrgavanja zakonima.

e) Nadzor efektivnosti prakse upravljanja koja se primenjuje i njene promene kada je potrebno. Nadzor procesa objavljivanja informacija i komunikacija.

Principi OECD zahtijevaju da odgovornost odbora obuhvata sve ili neke ključne funkcije navedene od 1-7. gore. Zakonom o privrednim društvima propisane su samo isključive nadležnosti skupštine, ali ne i Odbora direktora čije se nadležnosti, shodno tome, propisuju statutom. Neke obaveze odbora direktora utvđuju se zakonom (npr. obaveza sazivanja skupštine, utvrđivanja strukture i sastava menadžmenta i administracije društva, ukoliko nije drukčije utvrđeno statutom, diskreciono pravo da imenuje i razriješava izvršnog direktora i sekretara društva, dužnosti da dostavi škupštiniČ, na propisan način, izvještaj revizora, dostavljanje pisanog izvještaja sa razlozima za ograničavanje ili ukidanje prava preče kupovine i objašnjenjem predložene početne cijene akcija), a i statutom društva.

S obzirom da je članom 34 stav 3 Zakona o privrednim društvima propisano da je Odbor direktora organ upravljanja i rukovođenja društva, pa mu, shodno tome, svakako pripadaju funkcije preispitivanja i vođenja korporativne strategije, osnovni planovi akcije, politika rizika, godišnji budžeti i biznis planovi; postavljanje ciljeva performansi; nadzor nad realizacijom i korporativnim performansama; i nadgledanje glavnih kapitalnih rashoda, akvizicija i prodaja.

Kako Odbor direktora ima diskreciono pravo da imenuje i razrješava izvršnog direktora i sekretara društva (član 46 stav 2) pa, na taj način, ima dužnost i pravo izbora, nagrađivanja, nadzora i, kada je potrebno, zamjenjivanja glavnih izvršnih lica i nadzor nad planiranjem njihovih nasljednika, dužnost preispitivanja zarada glavnih izvršnih lica i članova odbora i obezbeđenje formalnog i transparentnog procesa nominacije odbora, kao i dužnost nadziranja i upravljanja potencijalnim konfliktom interesa menadžmenta, članova i akcionara, uključujući zloupotrebe imovine korporacije i transakcija sa povezanim licima.

Revizor može pripremiti dodatni pisani izvještaj koji je odbor direktora dužan da dostavi (skupštini), na propisan način (član 47 stav 7 Zakona o privrednim društvima), i u tom smislu svakako je odgovoran za obezbjeđenje integriteta sistema računovodstva i izvještavanja korporacije, uključujući nezavisno oditovanje, i da su odgovarajući sistemi kontrole u funkciji, a posebno nadzor rizika, finansijske kontrole i podvrgavanja zakonima.

U skladu sa zahtjevom da Odbor čini preporuke skupštini akcionara o pitanjima o kojima treba odličivati na skupštini, Zakonom o privrednim društvima je propisano da odbor direktora dostavlja skupštini akcionara pisani izvještaj sa razlozima za ograničavanje ili ukidanje prava preče kupovine i objašnjenjem predložene početne cijene akcija (Vidi: član 53 stav 6 Zakona o privrednim društvima).

Odbor treba da bude u stanju da izvrši objektivno prosuđivanje poslova korporacije, nezavisno od menadžmenta.

1. Odbor bi trebalo da razmotri određivanje dovoljnog broja neizvršnih članova odbora sposobnih da ispolje nezavisan sud za poslove gde postoji potencijalni konflikt interesa. Primjeri takvih glavnih odgovornosti su finansijsko izvještavanje, kandidovanje i zarade izvršnih lica i članova upravnog odbora.

Principi nezavisnosti odbora pod ovim uslovima obično zahtijeva da dovoljan broj članova odbora bude nezavistan od menadžmenta, odnosno da odbor bude sastavljen od dovoljnog broja ne izvršnih lica i nezavisnih direktora.

Zakon o privrednim društvima ne propisuje uslov nezavisnosti prilikom izbora nekog lica za člana Odbora direktora. Izmjenama člana 42 Zakona o privrednim društvima propisano je da član odbora direktora društva i izvršni direktor društva ne može biti isto lice, kako bi se udovoljilo zahtjevu nezavisnosti.

U mnogim slučajevima objektivnost zahtijeva da dovoljan broj članova odbora nisu zaposleni u kompaniji ili povezanom preduzeću i da nisu tijesno povezani sa kompanijom ili njenom upravom putem značajnih ekonomskih, porodičnih ili drugih veza. Našim zakonom o privrednim društvima nije propisano ovo ograničenje *ex ante*, ali se nastoji nezavisnost odbora obezbijediti zabranjivanjem društvu da sa članovima odbora direktora, direktora ili članom odbora direktora svojeg matičnog društva ili drugog društva u kojem član odbora ima lični finansijski interes ili sa supružnikom ili srodnikom prvog stepena srodstva sa članom odbora direktora, zaključuje određene transakcije (Vidi: član 44 stav 4 Zakona o privrednim društvima).

2. Pri formiranju komisija odbora, odbor treba dobro da definiše i objelodani njihova ovlašćenja, sastav i radnu proceduru.

Zakonom nijesu ustanovljeni posebni komiteti za postupanje u vezi sa finansijskim izvještavanjem, naknadama za izvršna lica i članove odbora i nominacije odbora. Ovi odbori se ustanovljaju statutom.

3. Članovi odbora treba da posvete dovoljno vremena svojim odgovornostima.

U cilju zadovoljenja ovog principa zakonom se ustanovljavaju ograničenja u vezi sa brojem mandata koje može imati direktor, i broja odbora u kojima jedno lice može biti član, ne bi li se osnažio legitimitet odbora.

Legitimitet odbora se zakonskim odredbama osnažuje na način što se objavljuju naknade koje članovi odbora primaju, kao i sve druge koristi koje imaju od društva. Ograničenja u vezi sa brojem odbora se ne propisuje prilikom izbora nekog lica za člana odbora direktora. Zakon samo propisuje da član odbora direktora ne može biti lice kojem je osnovu sudske odluke zabranjeno da bude birano za člana odbora direktora (a sud može donijeti ovakvu odluku samo ako je to lice bilo član odbora direktora, sekretar društva, izvršni direktor ili likvidator društva i počinilo prevaru u odnosu na društvo, i ako je time pričinilo težu povredu službene dužnosti). Članom 42 stav 5 Zakona o privrednim društvima propisano je da broj mandata za članove odbora direktora nije ograničen. Međutim, izmjenama Zakona o privrednim društvima propisano je da se na redovnoj godišnjoj skupštini akcionara vrši izbor članova odbora direktora. Lice koje je bilo član odbora direktora može biti ponovo birano. Broj mandata za člana odbora direktora nije ograničen, što praktično znači da mandat člana odbora direktora traje samo jednu godinu.

Da bi mogli da ispunjavaju svoje obaveze, članovi odbora treba da imaju pristup tačnim, relevantnim i blagovremenim informacijama.

Pristup tačnim i blagovremenim podacima obezbjeđuje se propisivanjem da odbor direktora utvrđuje strukturu i sastav menadžmenta i administracije društva, ukoliko nije drukčije utvrđeno statutom. Članovi menadžmenta i administracije postupaju po nalogima odbora direktora i vrše poslove koje im odbor direktora povjeri. S obzirom da odbor direktora ima diskreciono pravo da imenuje i razriješava izvršnog

direktora i sekretara društva, to se kroz ovo diskreciono ovlašćenje obezbjeđuje da članovi odbora direktora imaju pristup tačnim li relevantnim podacima.

2.2) Preporuke za dalje zakonodavne izmjene

Postojeći sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori izgrađen Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o hartijama od vrijednosti uspostavio je osnovni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i omogućio ostvarenje osnovnih principa korporativnog upravljanja i to:

- Sigurne metode registracije vlasništva;
- Predaju ili prenos akcija;
- Blagovremeno i redovno informisanje o preduzeću;
- Pravo na učešće i pravo glasa na skupštini akcionara;
- Pravo na izbor članova organa upravljanja;
- Pravo na učešće u dobiti preduzeća;
- Jednak tretman svih akcionara;
- Objavljivanje informacija i transparentnost.

Izmjenama Zakona o privrednim društvima u velikoj mjeri otklanjaju se u dosadašnjoj praksi utvrđeni nedostaci i nejasnoće i, stoga, predstavljaju dobar osnov za obezbjeđivanje nesmetanog poslovanja akcionarskih društava u Crnoj Gori.

Osnovne novine koje se tiču sistema korporativnog upravljanja, a koje su ustanovljene izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima 2007. i 2008. godine odnose se na:

Omogućavanje osnivanja jednočlanih akcionarskih društava

Zakonom o privrednim društvima propisano je da akcionarsko društvo mogu osnovati najmanje dva osnivača (član 18 stav 2), kao i da će privredni sud, na zahtjev lica koje ima pravni interes, poništiti osnivanje akcionarskog društva, između ostalog, i kada je broj osnivača manji od dva (član 26 stav 1 tačka 6 Zakona o privrednim društvima). Zakonom o privrednim društvima propisano je da se akcionarsko društvo osniva na osnovu javne ponude svojih akcija, odnosno propisana je, kao jedna od faza u postupku osnivanja radnja pribavljanja odobrenja za osnivačku emisiju akcija od Komisije za hartije od vrijednosti (član 20 stav 1 tačka 3 Zakona). Do izmjena i dopuna Zakona o privrednim društvima akcionarska društva u Crnoj Gori se se mogla osnivati samo zaključenjem ugovora o osnivanju – dakle jedno lice, bilo fizičko bilo pravno, nije se moglo javiti kao osnivač akcionarskog društva. štoviše, jedno lice se nije moglo pojaviti ni kao jedni akcionar akcionarskog društva. Usvojenim izmjenama se omogućava osnivanje jednočlanih akcionarskih društava i time udovoljava zahtjevu prakse. Naime, praksa primjene Zakona o privrednim društvima pokazala je da nije cjelishodno onemogućavati osnivanje akcionarskih društava kao jednočlanih

propisivanjem obaveznog zaključenja ugovora o osnivanju, koji su bili samo fiktivni, dakle zaključeni samo u cilju formalnog udovoljavanja navedenim zakonskim odredbama.

Povećanje transparentnosti u vezi sa osnivačima jednočlanog akcionarskog društva

Propisujući mogućnost osnivanja jednočlanih akcionarskih društava, postavilo se pitanje odgovornosti jednog akcionara društva za obaveze koje preduzima u ime i za račun društva. S obzirom ograničavanje odgovornosti jednog akcionara, licima koja stupaju u pravne odnose sa društvom od velikog je značaja da posjeduju podatke o tome ko je jedini vlasnik pravnog lica sa kojim zaključuju ugovore ili preduzimaju druge pravne radnje. Usvojenim izmjenama Zakona propisano je da je društvo obavezno da registruje podatak da je riječ o jednočlanom akcionarskom društvu u CRPS, kao i ime i prezime i prebivalište, odnosno naziv i sjedište jedinog akcionara. Ovakvim propisivanjem je u potpunosti ispoštovan osnovni princip korporativnog upravljanja – princip transparentnosti – u vezi sa vlasničkom strukturom preduzeća.

Omogućavanje simultanog osnivanja akcionarskog društva

Izmjenama Zakona o privrednim društvima omogućeno je simultano osnivanje akcionarskih društava, samim potpisivanjem ugovora o osnivanju od strane osnivača, bez obaveze upućivanja javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrijednosti osnivačke emisije. Omogućavanje simultanog osnivanja akcionarskog društva je od velikog značaja u smislu unapređenja sistema korporativnog upravljanja, jer omogućava manje troškove osnivanja akcionarskog društva u Crnoj Gori. S obzirom da je u pravnom sistemu Crne Gore bio propisan samo jedan izuzetak koji omogućava osnivanje akcionarskih društava simultano – bez upućivanja javnog poziva u Zakonu o investicionim fondovima ("Službeni list, RCG", br. 49/04), omogućavanje simultanog osnivanja svih akcionarskih društava u Crnoj Gori je od velikog značaja za razvoj biznisa.

Omogućavanje donošenja najvažnijih odluka bez održavanja osnivačke skupštine

Izmjenama Zakona o privrednim društvima omogućeno je da se, u slučaju da svi osnivači društva potpišu odluke o prihvatanju statuta društva, procjeni nenovčanih uloga, izboru organa upravljanja, izvršnih organa i revizora društva i druge odluke koje treba da se donesu na osnivačkoj skupštini, ne saziva osnivačka skupština društva. Ovom odredbom se u značajnom mjeri smanjuju troškovi koji neizostavno prate održavanje osnivačke skupštine, dok se istovremeno omogućava ostvarivanje prava akcionara – osnivača akcionarskog društva da budu informisani o svim najznačajnijim odlukama akcionarskog društva – odlukama koje se donose na osnivačkoj skupštini. Međutim, ono što nije učinjeno izmjenama Zakona je pitanje da li se donošenje odluka bez održavanja osnivačke skupštine omogućava samo u postupku simultanog osnivanja akcionarskog društva, ili samo kada je riječ o sukcesivnom osnivanju. Kako se odredbe koje omogućavaju donošenje odluka bez održavanja osnivačke skupštine nalaze pod naslovom "simultano osnivanje društva" to se stiče utisak da se one odnose samo na slučaj simultanog osnivanja, te se kao takve ne mogu primijeniti kada je riječ o sukcesivnom osnivanju akcionarskog društva. Ne postoji neki naročito

značajan razlog koji opravdava stvaranje ovakve razlike, naročito kada se nakon osnivanja sukcesivnim putem, akcije steknu u rukama svega nekoliko lica. Takođe, sama tehnička stilizacija norme nije zadovoljavajuća i nije u skladu sa odredbama Zakona o privrednim društvima. Naime, odredbom dodatog člana 20 a stav 8 propisuje se da, ako se ne postigne dogovor o pitanjima iz stava 6 ovog člana osnivačka skupština održaće se u roku od 60 dana od dana uplate akcija. Utvrđivanjem da rok teče od "dana uplate akcija" ne ide se u smjeru ostvarivanja pravne sigurnosti akcionara, jer neko lice može uplatiti prvog, a drugo posljednjeg dana roka. Stoga je bolje rješenje da se početak roka u kojem se mora održati osnivačka skupština veže za istek roka za uplatu akcija, jer taj rok ističe u isto vrijeme prema svim akcionarima.

Definisanje uslova za obavljanje funkcije "nezavisnog eksperta" prilikom spajanja ili drugih oblika restrukturiranja društva

Uviđajući da bi okvir korporativnog upravljanja rado omogućio da prava trećih lica koja su zakonom priznata budu ispoštovana, Zakonom o izmjenama zakona o privrednim društvima je osnažena uloga nezavisnog eksperta prilikom restrukturiranja društva. Dok je ranijim Zakonom o privrednim društvima samom menadžmentu bilo ostavljeno na volju da imenuje "nezavisnog eksperta" po slobodnoj diskrecionoj ocjeni, uz jedino zakonom postavljena ograničenja koja su se odnosila na lične i rodbinske veze, izmjenama Zakona o privrednim društvima propisano je da nezavisni ekspert može biti samo revizor, ovlašćeni procjenitelj i sudski vještak ekonomske struke i time je još više osnažen osnovni princip korporativnog upravljanja – ne štite se samo prava akcionara već i prava trećih lica sa interesom u radu preduzeća.

Definisanje uslova za ostvarivanje prava na sudsku zaštitu prava akcionara u postupku restrukturiranja

Izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima propisano je da povjerilac ili akcionar, u roku od šest mjeseci od dana objavljivanja ugovora o spajanju u "Službenom listu, RCG", može tražiti da Sud poništi spajanje ukoliko nijesu poštovane bitne odredbe postupka spajanja i ako povjeriocima, na njihov zahtjev, nije obezbijeđena odgovarajuća zaštita potraživanja, a spajanjem je bitnije ugroženo namirenje njihovih potraživanja. Ovom odredbom je učinjeno pravo na zaštitu prava akcionara ne samo izvjesno, već su time precizno definisani uslovi za ostvarivanje ovog prava pred sudom.

Definisanje uslova za ostvarivanje prava glasa akcionara u odsustvu

U skladu sa osnovnim principom korporativnog upravljanja po kojem akcionarima treba omogućiti glasanje na skupštini akcionara lično ili u odsustvu i obezbijediti jednak tretman glasovima akcionara bez obzira da li su dati lično ili u odsustvu, Zakon o privrednim društvima je omogućio glasanje putem punomoćnika. Kako bi se pravni položaj punomoćnika i samog akcionara učinio što izvjesnijim Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima propisano je da punomoćje mora biti ovjereno pred sudom, opštinom ili notarom. Osnovni princip korporativnog upravljanja da akcionarima treba dati mogućnost da

efektivno učestvuju i glasaju na skupštini akcionara dodatno je osnažen ovim izmjenama Zakona, jer je izričito propisano da punomoćje može biti u svakom trenutku opozvano, kao i da se kasnije davanje istog punomoćja drugom licu ili lično prisustvo akcionara na skupštini smatra opozivanjem punomoćja.

Definisanje dodatnih prava Odbora direktora kao organa upravljanja preduzeća

U skladu sa osnovnim principom korporativnog upravljanja po kojem bi Odbor direktora trebalo da bude u mogućnosti da donese objektivne i nezavisne odluke što se tiču poslovanja preduzeća, omogućeno je Odboru direktora da donosi odluke o izdavanju obveznica, koje su do sada bile u isključivoj nadležnosti Skupštine akcionarskog društva. Izmjenama Zakona je ovo pravo ostalo rezervisano za skupštinu samo kada je riječ o zamjenljivim obveznicama.

Osnaživanje prava akcionara da učestvuju u glasanju i da budu adekvatno obaviješteni o odlukama

Osnovni princip korporativnog upravljanja po kojem bi akcionarima trebalo obezbijediti dovoljne i pravovremene informacije o datumu, lokaciji i dnevnom redu skupštine akcionara, kao i potpune informacije u vezi svih pitanja koja su predmet razmatranja i odlučivanja na skupštini, u potpunosti je ispoštovan Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima kojim je propisano da materijali sa predlozima odluka koji treba da se razmotre na skupštini akcionara moraju biti dostupni na uvid akcionarima društva, u prostorijama društva, najmanje 20 dana prije održavanja sjednice skupštine akcionara, kao i odredom kojom je društvo obavezano da, na zahtjev akcionara uz naknadu za iznos troškova koji ne mogu biti veći od troškova umnožavanja i dostave materijala, odmah dostavi ili uruči kopije materijala i predloge odluka koje će se razmatrati na skupštini akcionara. U skladu sa savremenim tendencijama razvoja i unapređenja prava akcionara da budu obaviješteni o odlukama izmjenama Zakona se predviđa da je, na zahtjev akcionara, društvo dužno da mu, ukoliko posjeduje tehničke uslove, dostavlja obavještenje o sazivanju skupštine i materijale koji će se razmatrati na skupštini sa predlozima odluka elektronskom poštom na adresu koju odredi akcionar.

Osnaživanje principa transparentnog odlučivanja o visini naknada za rad članova Odbora direktora

Ovaj osnovni princip korporativnog upravljanja je osnažen izričitim propisivanjem da je odlučivanje o politici naknada i o naknadama za rad članova Odbora direktora u isključivoj nadležnosti skupštine kao organa vlasnika društva. Naizgled nema dileme da je dobro da skupština određuje sistem nagrađivanja članova odbora direktora, pošto nerazumno djeluje ideja da članovi Odbora direktora odlučuju o sopstvenim zaradama. Međutim, pitanje podsticajnosti zarada vodećih ljudi u firmi pripada korpusu vođenja poslovne politike i bilo bi dobro prepustiti ga u nadležnost odboru direktora, kako se često čini u anglosaksonskim zemljama.

Takođe, treba zakonom definisati pravo članova odbora direktora na nagradu u određenom procentu koju će dobiti kao stimulaciju, s obzirom da zakon samo govori o naknadama, a ne nagradama za rad članova odbora direktora. Na ovaj način se postiže ne samo da se interesi članova odbora direktora i uprave podudaraju, već se i postupa u skladu sa osnovnim principom EU prava da regulacija ne treba da postavlja sistem ograničenja već sistem stimulacija.

Osnaživanje prava manjinskih akcionara

Prava manjinskih akcionara da učestvuju u radu i kontrolišu poslovanje društva je u velikoj mjeri osnaženo priznavanjem prava akcionarima koji imaju 5% akcionarskog kapitala da: zahtijevaju sazivanje skupštine akcionarskog društva, proširenje dnevnog reda skupštine akcionara, pravo predlaganja kandidata za članove Odbora direktora, pravo da zahtijevaju da odluku o restrukturiranju spajanjem donese skupština društva preuzimaoca, itd. Ova prava su ranije bila priznata samo akcionarima koji imaju 10% osnivačkog kapitala.

Osnaživanje Odbora direktora kao organa upravljanja

Kada se radi o sastavu odbora direktora, principi korporativnog upravljanja upućuju da bi trebalo uzeti u obzir da dovoljan broj članova odbora bude iz struktura koje nisu izvršioци u preduzeću. U cilju potpunog implementiranja ovog principa Zakonom o privrednim društvima propisuje se da izvršni direktor društva ne može biti član odbora direktora. Takođe, u cilju dodatnog osnaženja položaja odbora direktora čiji je položaj od izuzetnog značaja propisuje se da se na svakoj redovnoj godišnjoj skupštini akcionara vrši izbor članova odbora direktora. Ovakvo propisivanje, nesumnjivo motivisano potrebom jačanja nezavisnosti odbora direktora kao organa akcionarskog društva nije neophodno. Naime, praksa pokazuje da obično najprofesionalniji članovi odbora direktora preuzimaju izvršne funkcije, dok se ostali članovi zadržavaju na strateškim pitanjima i nadzornim funkcijama. S obzirom da odbor direktora može dio svojih ovlašćenja povjeriti drugim tijelima, kada nađe za shodno, smatramo da ovakvo propisivanje ne mora voditi boljoj poslovnoj praksi. Pitanje da li spajanje funkcija izvršnog direktora i člana odbora ima za posljedicu ugrožavanje interesa kompanije je, ipak, pitanje čije regulisanje treba prepustiti statutu društva. Ovo naročito ako se Zakonom, kako je to kod nas slučaj propisuju različita druga sredstva kojima se nastoji osnažiti položaj i nezavisnost odbora direktora kao organa upravljanja i rukovođenja preduzeća.

U cilju osnaživanja odbora Zakonom je propisano da se odbor direktora bira na redovnoj godišnjoj skupštini akcionara, što praktično znači da mandat članova odbora direktora traje samo jednu godinu. Ipak, pitanje mandata trebalo bi suštinski da bude u nadležnosti statuta društva, s tim što se zakonom može kao dispozitivno propisati pravilo da se odbor direktora bira na redovnoj godišnjoj skupštini akcionara.

Pravo manjinskih akcionara da ostvare kontrolu poslovanja Društva

Manjinskim akcionarima Zakonom o privrednim društvima omogućen je pristup kopijama finansijskih izvještaja, uključujući izvještaj revizora, i propisano da ove kopije moraju biti dostupne na uvid akcionarima u sjedištu uprave društva u toku radnog vremena i to najmanje 30 dana prije održavanja skupštine, kao i na samoj skupštini akcionara. Takođe, ovim Zakonom priznato je pravo svakog akcionara da zahtijeva da mu se, bez nadoknade, dostavi kopija posljednjeg bilansa stanja i bilansa uspjeha društva, kopije izvještaja odbora direktora ili izvještaj revizora. Izmjenama Zakona o privrednim društvima ovo neimovinsko pravo akcionara na kontrolu je još više izraženo, jer je propisano da je društvo dužno da omogući akcionaru ili ranijem akcionaru, za period za koji je bio akcionar u društvu, uvid u knjige zapisnika skupštine akcionara i evidenciju, kao i dokumentaciju – ugovor o osnivanju; statut društva; finansijske izvještaje, izvještaje o poslovanju društva i izvještaje revizora društva. Ovo pravo akcionara je osnaženo propisivanjem da je društvo dužno da omogući pristup ovim dokumentima najkasnije u roku od sedam dana od dana podnošenja pisanog zahtjeva.

Veća dispozitivnost odredbi o emisiji akcija

Dok je Zakonom o privrednim društvima prvobitno bilo propisano da se Odbor direktora može samo ovlastiti da sprovede Odluku o emisiji akcija, do utvrđenog iznosa i roka, izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima propisano je da se statutom društva ili odlukom skupštine akcionara, može ovlastiti odbor direktora da donese (a ne samo sprovede) odluku o emisiji akcija. Statutom ili odlukom skupštine društva utvrđuje se iznos odobrenog povećanja kapitala (ovlašćeni kapital) i rok do koga važi ovlašćenje odbora direktora koji ne može biti duži od pet godina od dana usvajanja statuta ili izmjene statuta kojim je donijeta odluka o ovlašćenom kapitalu, odnosno od dana donošenja odluke na skupštini akcionara. Odobrenje se može produžiti odlukom skupštine akcionara jednom ili više puta za period koji neće biti duži od pet godina po svakom odobrenju.

Izmjene Zakona o hartijama od vrijednosti usvojene su sa ciljem harmonizacije sa propisima EU i unapređenjem standarda korporativnog upravljanja, u dijelu kojim se ovi standardi regulišu ovim zakonom. Izmjenama Zakona je u velikoj mjeri osnažen sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i to:

Veća transparentnost finansijskog izvještavanja

U skladu sa osnovnim principom da bi okvir korporativnog upravljanja trebao da omogući blagovremeno i tačno objavljivanje informacija o svim materijalnim činjenicama u vezi sa poslovanjem preduzeća, uključujući i pitanja vezana za finansijsku situaciju, uspjehnost poslovanja i vlasničku strukturu kompanije, novim Zakonom o hartijama od vrijednosti propisano je da registrovani emitent dostavlja Komisiji kopiju njegovog godišnjeg računa, kao i druge informacije koje Komisija odredi. Izmjenama Zakona je obaveza na dostavljanje ovih izvještaja osnažena, jer je propisano da se obaveza registrovanog emitenta da Komisiji ne

samo kopiju godišnjeg računa, nakon njegovog usvajanja na skupštini akcionara, već i kopiju izvještaja revizora.

Utvrđivanje obaveze periodičnog izvještavanja

Zakonom o hartijama od vrijednosti ovlašćeni učesnici bili su obavezani samo na dostavljanje finansijskih izvještaja i godišnjeg računa, u roku od 60 dana od dana njihove izrade. Izmjenama Zakona o hartijama od vrijednosti propisana je obaveza dostavljanja ne samo godišnjih, već i periodičnih izvještaja o poslovanju ovlašćenih učesnika, i time ostvarena veća transparentnost izvještavanja o poslovanju ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.

Objavljivanje podataka o vlasčkoj strukturi kompanije

Zakonom o hartijama od vrijednosti bila je propisana obaveza fizičkog ili pravnog lica, koje sticanjem ili otuđenjem hartija od vrijednosti, pribavi ili izgubi glasačka prava na sjednici skupštine akcionarskog društva, i kad zbog toga sticanja ili otuđenja srazmjerni broj glasova kojima raspolaže postane veći ili padne ispod: 10%, 20%, 33% ili 50%, da o toj promjeni obavijesti emitenta i Komisiju u roku od sedam dana od dana sticanja. Ne bi li se obezbijedila veća transparentnost vlasničke strukture kompanija, izmjenama Zakona je ova obaveza obavještavanja o promjeni vlasništva prenijeta sa samog fizičkog ili pravnog lica – sticaoca na Centralnu Depozitarnu Agenciju.

Zakonom o privrednim društvima ide se u pravcu usvajanja vežeg broja imperativnih normi. Postavlja se pitanje da li je takav pravac ovog Zakona potreban Crnoj Gori s obzirom na dostignuti stepen razvoja akcionarstva. Zakonodavac bi trebao da usvaja veći broj dispozitivnih odredbi, kako bi se smanjili troškovi poslovanja i doprinijelo razvoju biznisa, kao i postigla pravna izvjesnost i sigurnost. Na primjer, trebalo bi razmisliti o potrebi i zakonom:

- Omogućiti održavanje redovne skupštine i u kraćim rokovima od imeprativnog zakonskog minimalnog roka u slučaju kada se svi akcionari saglase za održavanje skupštine u kraćem roku;
- Omogućiti da se obavještenje o sazivanju skupštine dostavi i putem e-maila, a ne samo poštom, s obzirom na veliko sniženje troškova poslovanja akcionarskog društva i veliku pouzdanost tehnologija;
- Razmotriti potrebu postojanja pravila o mandatu članova odbora direktora – ovu odredbu bi trebalo postaviti kao dispozitivnu, a ne imperativnu, jer u sadašnjem stepenu razvoja akcionarstva ne postoji potreba za ovakvom zaštitom akcionara. Naime, ne postoji potreba da članovi odbora direktora prolaze kroz skupštinsku provjeru svake godine kada skupština, ukoliko je nezadovoljna

radom članova odbora direktora, ima pravno sredstvo za zaštitu – smjenjivanje postojećeg odbora direktora. Dužinu mandata odbora direktora ne bi trebalo da utvrđuje Zakon, već Statut.

- Definirati koji razlozi vode ništavosti a koji rušivosti odluka usvojenih na skupštinama akcionara. Naime, zakonom je propisano da privredni sud može poništiti odluke skupštine akcionara na osnovu tužbe akcionara, članova odbora direktora ili izvršnog direktora, ako nijesu poštovane odredbe o sazivanju skupštine, na primjer: ako nije dostavljeno obavještenje o sazivanju skupštine Komisiji za hartije od vrijednosti. Zakonom bi trebalo precizno definisati razloge za poništenje ne bi li se postigla pravna izvjesnost i sigurnost.

2.3) Što treba poboljšati u vezi sa praksom sudova vezanom za Zakon o privrednim društvima?

Zakonom bi trebalo preciznije definisati ili ostvariti istovjetno tumačenje zakonskih odredbi od strane sudova u vezi sa narednim pitanjima:

- Koji propusti u sazivanju skupštine nemaju za posljedicu ništavost odluke skupštine zbog propusta u sazivanju, a koji rušivost tih odluka? (npr. kakve su pravne posljedice kršenja obaveze društva da obavještenje o sazivanju skupštine dostavi Komisiji za hartije od vrijednosti? Da li je to razlog za utvrđivanje ništavosti odluka skupštine u smislu člana 41. stav 1. tačka 3. Zakona o privrednim društvima?)
- Zakon o privrednim društvima propisuje da se obavještenje o sazivanju skupštine akcionara dostavlja najkasnije 30 dana prije dana održavanja skupštine. Da li se smatra da je prekršena odredba ovog člana ukoliko se skupština održi prije tog roka, ukoliko skupštini prisustvuju svi akcionari? Zakonom o privrednim društvima je propisano samo da se Vanredna skupština može održati prije roka, ali ne i redovna, ako joj prisustvuju svi akcionari. Sudovi ne primjenjuju na jednak način ovu odredbu – neki smatraju da se i redovna skupština može održati prije roka, analogno primjenjujući odredbu za Vanrednu skupštinu, a neki smatraju da je zakonska odredba o minimalnom roku imperativna i da se redovna skupština ne može održati prije roka od 30 dana od dana obavještenja;
- Da li skupština društva može na istoj sjednici opozvati odluku koju je donijela na toj skupštini? Da li je pravo na opoziv oročeno samo do zaključenja zapisnika sa skupštine? (Na primjer, da li skupština može na jednoj sjednici donijeti Odluku o raspodjeli dividende, a na drugoj je opozvati?)
- Da li je Udruženje manjinskih akcionara aktivno legitimisano na podnošenje tužbe za utvrđivanje ništavosti Odluke skupštine akcionara u smislu člana 41 Zakona o privrednim društvima kojim je pravo na poništaj rezervisano akcionara, članova odbora direktora ili izvršnog direktora?
- Koliko treba da je detaljan dnevni red kojim se saziva skupština, tj. da li uz dnevni red treba da budu dostavljeni i predlozi odluka, kao i kakve su pravne posljedice ukoliko se akcionarima ne dostave predlozi odluka uz dnevni red. Izmjenama Zakona je ova dilema razriješena i propisano da se uz dnevni red dostavljaju i predlozi Odluka, ali ne i pravne posljedice ako se ne dostavi predlog.

3. ANALIZA ZAKONA O INVESTICIONIM FONDOVIMA

Zakon o investicionim fondovima ("Službeni list, RCG", br. 49/04) propisuje samo osnivanje i funkcionisanje društava za upravljanje, kao i zatvorenih investicionih fondova. Ovi fondovi nijesu regulisani zakonodavstvom Evropske Unije, tako da je zakonodavcu ostavljena široka mogućnost da na konkurentan način definiše zakonska rješenja. Direktive Evropskog Parlamenta i Vijeća odnose se samo na otvorene investicione fondove, koji nijesu regulisani Zakonom o investicionim fondovima, dok je regulisanje drugih vrsta investicionih fondova ostavljeno svakom nacionalnom zakonodavstvu.

Vrlo liberalni pristup usvojen prilikom koncipiranja zakonskih rješenja Zakona o investicionim fondovima dopinio je da se tržište hartija od vrijednosti Crne Gore pojavi kao atraktivno za osnivanje novih društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova. Međutim, iako načelno povoljan zakonski okvir koji stvara uslove za poslovanje investicionih fondova u Crnoj Gori, postoji nekoliko otvorenih pitanja koja se zakonom moraju urgentno riješiti ne bi li se investicioni ambijent Crne Gore učinio povoljnijim i konkurentnijim.

Ta pitanja obuhvataju:

- Regulisanje osnivanja fonda zajedničkog ulaganja;
- Izveštavanje fondova zajedničkog ulaganja;
- Osnivanje filijala društava za upravljanje u inostranstvu;
- Neposredno upravljanje investicionim fondovima na teritoriji država članica;
- Poslovanje fonda i društva za upravljanje sa sjedištem u državama članicama Evropske Unije na teritoriji Crne Gore;
- Troškovi osnivanja investicionog fonda;
- Rokovi za izvršavanje obaveza u postupku javne ponude emisije akcija;
- Obavljanje djelatnosti osnivanja i upravljanja investicionim fondom;
- Prenos poslova upravljanja investicionim fondom;
- Raskid ugovora o upravljanju zbog oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje.

Regulisanje osnivanja fonda zajedničkog ulaganja

Zatvoreni investicioni fondovi nijesu predmet usklađivanja sa Direktivama Evropskog Parlamenta i Vijeća, već su predmet nacionalne regulative, pri čemu se u Zakonu o investicionim fondovima definišu i regulišu isključivo kao zatvoreni fondovi sa javnom ponudom akcija (Vidi: član 4. stav 1 Zakona o investicionim fondovima).

Shodno ovom principu, Zakon o investicionim fondovima propisuje sljedeće oblike investicionog fonda: investicione fondove, privatizacijske investicione fondove i fondove zajedničkog ulaganja.

Međutim, sâm pojam fonda zajedničkog ulaganja nije zakonom definisan i pojmovno određen na zadovoljavajući način. Naime, član 61 stav 1 Zakona o investicionim fondovima propisuje da je fond zajedničkog ulaganja poseban oblik investicionog fonda (Vidi: član 61 stav 1 Zakona o investicionim fondovima). Odredbom stava 3 istog člana propisano je da Fond zajedničkog ulaganja osnivaju najmanje dva pravna ili fizička lica (Vidi član 61 stav 3 Zakona o investicionim fondovima). S obzirom da je Zakonom propisano da je "Investicioni fond akcionarsko društvo koje se osniva radi javnog prikupljanja novčanih sredstava i ulaganja prikupljenih sredstava u hartije od vrijednosti, novčane depozite i nekretnine, u skladu sa ovim zakonom" (Vidi: član 4 stav 1 Zakona o investicionim fondovima), istovremeno nije definisano da li se propisivanjem da "fond zajedničkog ulaganja osnivaju najmanje dva pravna ili fizička lica" željelo:

– omogućiti osnivanje zatvorenih investicionih fondova privatnom ponudom (što proizilazi iz sistemskog tumačenja zakonskih odredbi, kao i iz samog naziva fonda – "fond zajedničkog ulaganja") ustanovljavanje fonda zajedničkog ulaganja kao posebnog oblika investicionog fonda, i ukidanje ograničenja u pogledu zabranjenih ulaganja i zaduživanja;

ili

– naglasiti da se ovaj fond osniva po postupku propisanom Zakonom o privrednim društvima, dakle na osnovu ugovora o osnivanju (pa s toga Zakon o investicionim fondovima govori o "najmanje dva fizička ili pravna lica") pri čemu bi se princip javnog prikupljanja novčanih sredstava iz člana 4 stav 1 Zakona o investicionim fondovima zadovoljio na način što bi se izvjestan dio ukupnog obima emisije određenog ugovorom o osnivanju javno ponudio.

Ni Zakonom o investicionim fondovima ni propisima donijetim na osnovu Zakona, prvenstveno Pravilima o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda ("Službeni list, RCG", br. 68/04) nije na odgovarajući način implementirano navedeno zakonsko rješenje.

Naime, Pravilima o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda postupak osnivanja fonda zajedničkog ulaganja nije regulisan kao poseban postupak. Ovakvo propisivanje bi bilo neophodno, jer je Zakonom o investicionim fondovima ostavljeno Komisiji da određuje sadržinu prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda i sadržinu zahtjeva i dokumentacije koja se dostavlja uz zahtjev za odobrenje tog prospekta (Vidi: član 30 stav 3 Zakona o investicionim fondovima).

Pravilima o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda ni u jednom svom dijelu ne zahtijeva postojanje ugovora o osnivanju (dakle, ne omogućava osnivanje investicionog fonda po postupku

odobrenja prospekta za javnu ponudu koje važi za sva akcionarska društva), niti reguliše osnivanje fondova zajedničkog ulaganja. Izbjegavanjem da propiše postupak osnivanja fonda zajedničkog ulaganja – bilo posebnim odredbama koje bi regulisale postupak osnivanja ovog oblika investicionog fonda kao posebnog oblika, bilo omogućavanjem podnošenja Komisiji ugovora o osnivanju (koji nije naveden u dokumentaciji što se prilaže uz zahtjev za odobrenje prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda – član 1 stav 2 Pravila o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda) – Pravilima Komisije za hartije do vrijednosti je, na posredan način, u potpunosti zanemarena odredba člana 61 stav 3 Zakona o investicionim fondovima po kojoj izričito: "Fond zajedničkog ulaganja osnivaju najmanje dva fizička ili pravna lica".

Kako je ulaganje u fondove sa zatvorenom-privatnom ponudom namijenjeno sofisticiranijim ulagačima koji raspolažu imovinom veće vrijednosti i žele da na raspolaganju imaju dodatnu fleksibilnost i širi spektar finansijskih instrumenata prilikom ulaganja svoje imovine u investicione fondove, to je neizostavno potrebno da se Zakonom o investicionim fondovima izričito propiše postupak osnivanja fonda zajedničkog ulaganja, i te odredbe operacionalizuju podzakonskim aktima Komisije. Investicioni fondovi osnovani javnom ponudom akcija, a koji su namijenjeni širokoj investicionoj publici ne moraju odgovarati ovim investitorima, s obzirom na njihova očekivanja i ciljeve koje žele postići ulaganjem u investicione fondove.

Zakon treba da ima za cilj da usmjeri takvu vrstu klijenata direktno društvima za upravljanje investicionim fondovima koji će biti u stanju da prepoznaju specifične zahtjeve takvih klijenata i predlože adekvatnu strategiju ulaganja u investicioni fond. Osnivanjem ovakvih fondova omogućava se, dakle, svim investitorima koji raspolažu većim novčanim sredstvima i koji su spremni prihvatiti veći rizik da investiraju u investicione fondove posebno formirane za omogućavanje rizičnih ulaganja. Zakon o investicionim fondovima treba da prepozna potrebu tržišta kapitala za ulaganjima ovih investitora i da omogući osnivanje privatnih fondova zajedničkog ulaganja kao posebnog oblika investicionog fonda.

U cilju zaštite interesa i potreba investitora, na tržištu kapitala Crne Gore potrebno je omogućiti osnivanje i otvorenih investicionih fondova kao posebnog oblika – koji je zasebna imovina, bez svojstva pravnog lica, a čiji predmet poslovanja je isključivo prikupljanje novčanih sredstava izdavanjem i javnom prodajom dokumenata o udjelu u fondu čiji vlasnici imaju pravo da, pored prava na srazmjerni udio u dobiti fonda, u svako doba zahtijevaju isplatu dokumenata o udjelu, odnosno njegovo vraćanje i da na taj način istupe iz fonda.

Međutim, investicioni fondovi se nalaze u početnoj fazi razvoja (ukoliko izuzmemo fondove zajedničkog ulaganja nastale transformacijom privatizacionih investicionih fondova) koja nije uslovljena samo uspostavljenim zakonskim okvirom već i stepenom razvoja investicione kulture investitora na tržištu kapitala. Kako bi se što brže razvijao ovaj segment finansijskog sektora i kako bi se industrija investicionih fondova regulisanjem otvorenih investicionih fondova približila rješenjima iz okruženja u dijelu regulisanja otvorenih investicionih fondova i uskladila sa Direktivama Evropskog Parlamenta i Vijeća, postoji potreba da se pristupi izmjenama postojećeg Zakona o investicionim fondovima.

Izveštavanje fondova zajedničkog ulaganja

Osim pitanja osnivanja fondova zajedničkog ulaganja, koji se pokazuju kao rizičniji oblik ulaganja, jer za ulaganje sredstava ovih fondova ne važe ograničenja ustanovljena članom 55 i 56 Zakona o investicionim fondovima, Zakonom o investicionim fondovima treba na drugačiji način riješiti izveštavanje fondova zajedničkog ulaganja u odnosu na izveštavanje drugih investicionih fondova. S obzirom da su fondovi zajedničkog ulaganja poseban oblik investicionog fonda naklonjeni sofisticiranijim investitorima, to nema potrebe da ovi fondovi sačinjavaju i objavljuju izvještaje na isti način kao i drugi investicioni fondovi. Postojećim zakonodavnim okvirom nije do kraja dovedena i uočena razlika u vezi sa osnivanjem ovih fondova, iz koje nužno proizilazi i nemogućnost ustanovljavanja razlike u pogledu izveštavanja.

Osnivanje filijala društava za upravljanje u inostranstvu

Zakon o investicionim fondovima ne propisuje da društvo za upravljanje može osnovati filijale za obavljanje poslova u inostranstvu. S obzirom da ovo pitanje nije regulisano, primjenjuju se odredbe Zakona o privrednim društvima koje omogućavaju osnivanje filijala. S obzirom da je osnivanje filijala ovlašćenih učesnika u inostranstvu regulisano odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti (Vidi: član 77a Zakona o hartijama od vrijednosti) to bi bilo cjelishodno da se Zakonom o investicionim fondovima reguliše osnivanje filijala društava za upravljanje u inostranstvu i obaveze u vezi sa obavještavanjem Komisije o osnivanju filijala u inostranstvu.

Neposredno upravljanje investicionim fondovima na teritoriji država članica

S obzirom da društvo za upravljanje može po propisima EU, obavljati poslove neposrednog upravljanja investicionim fondom, Zakonom o investicionim fondovima bi trebalo propisati da društvo za upravljanje, koje namjerava da neposredno obavlja poslove upravljanja fondovima na području države članice EU, mora o tome obavijestiti Komisiju za hartije od vrijednosti, kao i način postupanja Komisije po prijemu tog obavještenja.

Poslovanje fonda i društva za upravljanje sa sjedištem u državama članicama Evropske Unije na teritoriji Crne Gore

Zakonom o investicionim fondovima propisuje da se ovim zakonom uređuje osnivanje i poslovanje društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova. Zakonom nije regulisana nadležnost za primjenu odredbi ovog zakona u slučaju da neki inostrani investicioni fond želi ponuditi svoje akcije na teritoriji republike Crne Gore. Sami Zakon o investicionim fondovima nije izričito uredio nadležnost Komisije u vezi sa ovim pitanjem. Kako je ovo pitanje veoma značajno sa aspekta zaštite interesa investitora, to bi

Zakonom o investicionim fondovima bilo potrebno regulisati nadležnosti Komisije kao regulatornog organa u ovom slučaju.

Troškovi osnivanja investicionog fonda

Zakon o investicionim fondovima u članu 33 stav 1 propisuje da društvo za upravljanje ima pravo na podmirenje troškova osnivanja iz imovine tog fonda najviše do iznosa 1% vrijednosti osnovnog kapitala pri osnivanju investicionog fonda.

Zakonom, međutim, nije definisano na koji način će se naknaditi troškove osnivanja investicionog fonda u slučaju da investicioni fond ne dosegne minimalni iznos novčanog dijela osnovnog kapitala investicionog fonda.

Rokovi za izvršavanje obaveza u postupku javne ponude emisije akcija

Zakon o investicionim fondovima ne propisuje rok u kojem je društvo za upravljanje obavezno da objavi javni poziv za upis i uplatu akcija investicionog fonda nakon dobijanja rješenja Komisije o odobrenju prospekta za javnu ponudu osnivačke emisije akcija investicionog fonda.

Obavljanje djelatnosti osnivanja i upravljanja investicionim fondom

Zakon o investicionim fondovima propisano je da je društvo za upravljanje akcionarsko društvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću koje se osniva radi osnivanja i upravljanja investicionim fondom i ne može obavljati drugu djelatnost. Ovakvo propisivanje dosta je ograničavajuće jer ne definiše koje su to djelatnosti koje su obuhvaćene pojmom "djelatnosti osnivanja i upravljanja investicionim fondom". Zakonom bi trebalo propisati da ove djelatnosti obuhvataju npr. upravljanje imovinom fonda, promociju investicionih fondova i prodaju akcija zatvorenih investicionih fondova; administrativne poslove kao npr. vođenje poslovnih knjiga i sastavljanje finansijskih izvještaja, utvrđivanje vrijednosti imovine fonda i izračunavanje cijene udjela u fondu, uskladjivanje poslovanja društva sa zakonima i drugim propisima, objave i obavještenja akcionarima fonda.

Takođe, Zakonom o investicionim fondovima trebalo bi omogućiti društvima za upravljanje da mogu obavljati i izvjesne druge poslove, npr. poslove upravljanja imovinom za račun nalogodavca – vlasnika potrfelja, poslove investicionog savjetovanja – savjetovanje pri ulaganju u hartije od vrijednosti. Zakonom bi trebalo omogućiti društvima za upravljanje da obavljaju ove poslove kao supsidijarne, uz prethodnu saglasnost Komisije.

Prenos poslova upravljanja investicionim fondom

Zakonom o investicionim fondovima nije propisan postupak prenosa poslova upravljanja sa jednog društva za upravljanje na drugo. Ovaj prenos Zakonom o investicionim fondovima nije izričito zabranjen, mada postupak prenosa nije ni regulisan Zakonom. Pravilima o bližoj sadržini ugovora o upravljanju investicionim fondom ("Službeni list, RCG", br. 68/04) propisano je da Društvo nema pravo da poslove upravljanja Fondom prenese na treće lice (Vidi: član 10. Pravila o bližoj sadržini ugovora o upravljanju investicionim fondom).

Zakonom bi trebalo izričito propisati da društvo za upravljanje ima pravo da na neko drugo društvo za upravljanje koje ima dozvolu za rad od strane Komisije za hartije od vrijednosti, prenese poslove upravljanja fondom u skladu s postupkom koji propiše Komisija za hartije od vrijednosti kao regulatorni organ, uz saglasnost skupštine akcionara investicionog fonda.

Zakonom o investicionim fondovima je prenos upravljanja investicionim fondom regulisan samo u slučaju raskida ugovora o upravljanju zbog oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje, a ne i slučaj dobrovoljnog prenosa poslova upravljanja investicionim fondom.

Raskid ugovora o upravljanju zbog oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje

Zakon o investicionim fondovima propisuje postupak prenosa upravljanja investicionim fondom samo u slučaju raskida ugovora o upravljanju zbog oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje. Postupak prenošenja je regulisan na odgovarajući način, ali je izostavljeno da se propiše da se odredbe o prenosu poslova upravljanja primjenjuju i u slučaju dobrovoljnog prestanka djelatnosti društva za upravljanje investicionim fondovima.

4. ANALIZA ZAKONA O PREUZIMANJU AKCIONARSKIH DRUŠTAVA

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava je po prvi put usvojen u Crnoj Gori 29.12.2005. godine i njime se po prvi put u Crnoj Gori zakonski reguliše postupak vlasničke konsolidacije u kompanijama i prava i obaveze učesnika.

Osnovni cilj Zakona o preuzimanju akcionarskih društava je da se definišu uslovi i postupci kojima se sticaocima/investitorima iznad propisanog praga (40% akcija sa pravom glasa) nalaže obaveza sprovođenja obavezne javne ponude za preuzimanje, u cilju zaštite interesa akcionara. Ovako definisani ciljevi zakona omogućavaju uspostavljanje ravnoteže kojom se štite kako interesi manjinskih (preostalih) akcionara, tako i zaštita interesa samih sticaoca (investitora) koji žele da investiraju značajna sredstva u neko društvo.

Evropska Komisija je prvi prijedlog ovakve direktive (European Parliament And Council Directive On Company Law Concerning Takeover Bids) Evropskom parlamentu podnijela 19.01.1989. godine. Pregovori o toj direktivi su obustavljeni 1991. godine zbog drastičnog neslaganja pojedinih zemalja članica Evropskog parlamenta. Evropska Komisija je 08.01.1996. podnijela drugi predlog direktive na razmatranje. Ovaj "drugi" predlog je nastao kao rezultat dogovora da direktiva bude samo okvir koji daje generalne principe regulative preuzimanja preduzeća, a ne nikako do detalja harmonizovanu regulativu, kao što je bio slučaj sa prvim predlogom. (Npr. drugi predlog ne određuje prag vlasništva iznad kojeg investitor mora dati obaveznu ponudu svim ostalim akcionarima za otkup akcija.)

U junu 1997. Predlog direktive je prihvaćen, ali je i predloženo oko 20 amandmana. O tim amandmanima je postignut dogovor, te je u junu 2000. prihvaćen tekst direktive i predložen na usvajanje Evropskom parlamentu. Evropski Parlament je 2001. odbio predloženu direktivu u vezi sa preuzimanjem preduzeća. Formirana je grupa eksperata koji treba dodatno da razmotre tri važna pitanja u vezi sa preuzimanjem:

- kako obezbijediti jednak tretman akcionara na području EU;
- definiciju "pravedne cijene" koja treba da se plati manjinskim akcionarima;
- "squeeze out" prava manjinskih akcionara.

Nakon sačinjavanja Izvještaja grupe eksperata sačinjen je nov Predlog Direktive o ponudama za preuzimanje (Predlog direktive Evropskog Parlamenta i Savjeta o ponudama za preuzimanje, COM (2002)534 final - 2002/0240 (COD). Ovom direktivom ustanovljavaju se osnovni principi i izvjestan broj opštih uslova, ali se istovremeno ostavlja dosta široka sloboda državama članicama da donesu detaljna pravila za implementaciju Direktive, uz uslov da takva pravila ne ugrožavaju implementaciju osnovnih principa Direktive na komunitarnom nivou.

Direktiva o ponudama za preuzimanje (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 On Takeover Bids) usvojena je 21. aprila 2004. godine, poslije više od 15 godina pregovaranja.

4.1) Usklađenost Zakona o preuzimanju akcionarskih društava sa direktivom Evropskog Parlamenta i Savjeta o ponudama za preuzimanje 2004/25/ez

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava je većim dijelom usklađen sa propisima EU u ovoj oblasti. Zakonom su implementirani osnovni principi Direktive o ponudama za preuzimanje i to:

- Princip obavezne javne ponude koji propisuje član 5 Direktive implementiran je odredbom člana 6 Zakona o preuzimanju akcionarskih društava
- U skladu sa odredbama člana 5 stav 3 Direktive, koja državama članicama ostavlja da samostalno odrede procenat akcija koji sticalac mora steći da bi bio obavezan da uputi javnu ponudu za kupovinu, Zakonom je taj procenat određen na 40% od ukupnog broja glasova;
- Princip da je emitent pri obaveznoj javnoj ponudi dužan da ponudi manjinskim akcionarima "pravednu cijenu" pod kojom se podrazumijeva najviša cijena po kojoj je ponuđač kupio akcije iz ponude u periodu od 6 do 12 mjeseci prije ponude, implementiran je članom 13 Zakona;
- Princip da ponuda mora biti otvorena ne manje od dvije a ne duže od deset nedelja, koji propisuje član 7 stav 1 Direktive u potpunosti je implementiran članom 13 Zakona;
- Princip da je ponudilac obavezan da sačini prospekt koji sadrži sve neophodne informacije potrebne sticaocu da donese razumnu odluku, sadržan je u članu 6 Direktive, implementiran je u potpunosti članom 21 Zakona.
- Princip da se javna ponuda može istaći tek nakon što je emitent obezbijedio sredstva potrebna za ispunjavanje obaveza po ponudi, propisan članom 3 stav 1 tačka (e) Direktive, u potpunosti je implementiran odredbom člana 15 stav 3 i članom 26 Zakona;
- Princip zabrane preduzimanja radnji i/ili donošenja odluka od strane emitenta, koje mogu imati za posljedicu neuspjeh ponude, koji je propisan članom 9 Direktive, u potpunosti je usvojen u članu 12 Zakona;
- Ustanovljeno pravo manjinskih akcionara da traže dodatni otkup preostalih akcija kada je sticalac obavezan da ih otkupi (tzv. "sell out") pod tačno određenim uslovima, koje je propisano članom 16 Direktive, implementirano je u potpunosti članom 32 Zakona;
- Princip da države članice treba da odrede nadležan organ koji će vršiti nadzor nad postupkom preuzimanja, koji je propisan u članu 4 Direktive, takođe, u potpunosti je implementiran Zakonom i propisano da nadzor nad postupkom javne ponude za preuzimanje vrši Komisija za hartije od vrijednosti.

4.2) Prepreke za razvoj biznisa ustanovljene Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava i preporuke za dalje zakonodavne izmjene

Ipak, iako je usklađen sa osnovnim zahtjevima Direktive, ovaj zakon ima dosta rješenja koja su se pokazala kao nepraktična u svakodnevnom poslovanju.

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava postavlja značajne prepreke za razvoj tržišta kapitala.

Ovaj Zakon ne doprinosi postizanju pravne izvjesnosti i ne pruža zadovoljavajući okvir za zaštitu svojinskih prava i ima nekoliko osnovnih nedostataka koji nijesu kompatibilni sa osnovnim ciljem cjelokupnog pravnog okvira tržišta kapitala.

a) Nepostojanje pravne izvjesnosti

Pravna izvjesnost sastoji se u stvaranju pravnog okvira koji treba da pruži akcionaru kome nameće obavezu sprovođenja javne ponude izvjesnost kada nastupa obaveza, koliko traje obaveza, i kakve su sankcije za nepostupanje po obavezi sprovođenja javne ponude za preuzimanje.

Pitanje kada nastaje obaveza sprovođenja javne ponude za preuzimanje akcionarskog društva nije na jedinstven način riješeno Zakonom. Tako je npr. članom 4 Zakona propisano da: "Lica koja od dana stupanja na snagu ovog zakona posjeduju više od 40% akcija sa pravom glasa emitenta dužna su da za svako dalje sticanje akcija tog emitenta objave ponudu za preuzimanje." Sa druge strane, članom 8 Zakona propisano je da: "Akcije sa pravom glasa u emitentu preko 40%, odnosno preko procenta koji je posjedovao na dan stupanja na snagu ovog zakona, sticaocu ne daju pravo glasa dok ne sprovede postupak javne ponude za preuzimanje u skladu sa ovim zakonom, odnosno dok višak akcija ne otuđi u skladu sa članom 7 stav 1 tačka 2) ovog zakona."

Protivriječna stilizacija odredbi Zakona vodi ka neizvjesniom pravnom položaju akcionara koji posjeduje više od 40% akcija emitenta, a želi da stekne nove akcije. Po članu 4 Zakona, on dalje sticanje može vršiti samo na osnovu javne ponude, dok je po svim drugim odredbama Zakona on ovlašćen da stekne akcije i mimo javne ponude, sa tim što u tom slučaju ima obavezu otuđenja, i sankcionisanu suspendovanjem prava glasa.

Pitanje koliko dugo traje obaveza, odnosno, posmatrano sa druge strane, koliko dugo akcionar ne može raspolagati deponovanim novčanim sredstvima za kupovinu svih akcija na koje se odnosi javna ponuda je suštinsko. Zakonom o preuzimanju propisano je da akcionar ne može raspolagati akcijama koje su predmet javne ponude za preuzimanje do okončanja postupka preuzimanja. Praktično, taj postupak traje i do 97, odnosno 112 dana.

Ovoliko dugo trajanje postupka preuzimanja akcionarskih društava trebalo bi skratiti u cilju postizanja pravne izvjesnosti i zaštite svojinskih prava na tržištu hartija od vrijednosti. S obzirom da se Zakonom

Komisiji za hartije od vrijednosti kao regulatornom organu daje nadležnost za kontrolisanje uslova za ostvarivanje vlasničkih prava to je potrebno skratiti rokove propisane za odobrenje prospekta za janvu ponudu akcionarskih društava, jer je rok od 30 dana za odlučivanje o zahtjevu za odobrenje javne ponude u uslovima savremene tržišne privrede izuzetno dug.

Sankcija za nepostupanje u skladu sa obavezom sprovođenja javne ponude za preuzimanje sastoji se u suspendovanju prava glasa po akcijama koje prevazilaze prag od 40% ukupnog broja akcija emitenta i obavezivanju sticaoca na otuđenje "viška" akcija. S obzirom da je riječ o osnovnom svojinskom pravu – pravu vlasništva nad akcijama, obavezivanje sticaoca da otuđi nešto što je stekao na zakonit način i za što je platio svoj novac nema opravdanja ni ustavnog uporišta. Suspendovanje prava glasa se javlja kao dovoljna sankcija za nepostupanje u skladu sa obavezom otuđenja.

b) Obezbjedenje plaćanja akcija iz javne ponude

Osim navedenog neizvjesnog pravnog položaja sticaoca, Zakon o preuzimanju nije u skladu sa osnovnim konceptom razvijene tržišne privrede, jer ne omogućava akcionaru – sticaocu – da deponuje likvidne hartije od vrijednosti kao garanciju za ispunjenje obaveza iz javne ponude, već obavezuje sticaoca da na posebnom računu kod CDA deponuje sredstva za plaćanje svih akcija koje su predmet javne ponude za preuzimanje, ili pak da priloži odgovarajuću bankarsku garanciju (Vidi: član 15 stav 3 Zakona o preuzimanju akcionarskih društava).

Propisivanjem obaveze sticaoca da deponuje novčana sredstva ili bankarsku garanciju, Zakon o preuzimanju akcionarskih društava je nepotrebno favorizovao manjinske akcionare i bez ikakvog opravdanja onemogućio sticaocu da kao obezbjeđenje deponuje likvidne hartije i/ili novac. Ovakvo ograničenje raspolaganja svojinskim pravima sticaoca nema opravdanja, jer ono ima za posljedicu pravno prinuđavanje sticaoca da, recimo, proda hartije da bi kao obezbjeđenje za plaćanje akcija deponovao novac stečen prodajom tih hartija, iako mu takvo rješenje nije najpovoljnije, s obzirom da cjelokupni postupak javne ponude za preuzimanje može trajati skoro četiri mjeseca. Odredbom člana 5. stav 5 Direktive o ponudama za preuzimanje propisano je pravo sticaoca da kao obezbjeđenje deponuje hartije od vrijednosti, novac ili oboje. (Vidi: član 5 stav 5 Direktive).

c) Nedovoljna zaštita akcionara - sticaoca

Zakon preuzimanju nije na zadovoljavajući način ustanovio odredbu o zaštiti svojinskih prava sticaoca ni kada je riječ o ustanovljavanju tzv. *break-through pravila*. Ovo pravilo ovlašćuje akcionara – sticaoca da sazove skupštinu akcionarskog društva koje je preuzeo u kraćem roku od roka koji važi za sazivanje skupštine akcionara, a koji je propisan kompanijskim pravom. I drugim odredbama pogoršan položaj sticaoca – akcionara najugroženiji je nepriznavanjem ovog prava sticaoca. Iako su članom 10 zakona propisane neke mjere usmjerene protiv preuzimanja koje odbor direktora ne može preduzeti bez saglasnosti

skupštine akcionara, ovim članom nije propisano da se odobrenje skupštine akcionara mora tražiti prije traženja, tj. zalaganja za pronalaženjem konkurentske ponude. Takođe, nije propisano ni pravilo koje je veoma prisutno u uprednom pravu, a po kojem sva ograničenja prava glasa na skupštinama akcionara koja proizilaze iz unutrašnjih akata kompanije nemaju dejstva kada se odlučuje o aktivnostima kojima se onemogućava sprovođenje javne ponude za preuzimanje akcionarskog društva.

Nepriznavanjem ovog prava sticaoca, Zakon o preuzimanju je stavio sticaoca u neravnopravan položaj prema ostalim akcionarima. Naime, Zakonom su implementirane odredbe Direktive koje štite manjinske akcionare, a odredbe kojim se štite svojinska prava većinskog akcionara – sticaoca – zanemarene su.

Odredbom člana 11 stav 4 Direktive propisano je da "ponudilac ima pravo da sazove generalnu skupštinu akcionara u kratkom roku, uz uslov da od dana obavještenja do dana održavanja skupštine prođe 14 dana."

U cilju zaštite svojinskih prava sticaoca potrebno je Zakonom o preuzimanju izričito propisati da sticalac ima pravo da održi skupštinu akcionara čim istekne rok za javnu ponudu utvrđen prospektom (pri čemu bi obavještenje o sazivanju skupštine mogao istaći u prospektu za preuzimanje) kako bi svoje pravo vlasništva sproveo kroz donošenje konkretnih skupštinskih odluka. Ovakvim propisivanjem bi se izbjeglo da se u uslovima kada sticalac stekne većinsko vlasništvo na njega odnose odredbe o sazivanju skupštine propisane Zakonom o privrednim društvima. Naime, shodno ovim odredbama, od dana kada stekne vlasništvo nad akcijama u većinskom procentu do dana kada održi skupštinu i faktički preuzme kontrolu nad kompanijom treba da prođe najmanje 30 dana.

d) Priznavanje prava na "sell-out", ali ne i na "squeeze out"

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava u članu 32 stav 1 propisuje obavezu Sticaoca koji je u javnoj ponudi stekao više od 75% akcija sa pravom glasa da u dodatnom roku od 15 dana od dana objavljivanja rezultata javne ponude, nudi akcije na ponudu akcionarima, kao i da je sticalac obavezan da otkupi sve akcije ponuđene u dodatnom roku. Ovim pravilom Zakon je ustanovio obavezu otkupa akcija od strane manjinskih akcionara prijavljenih u tom dodatnom roku.

Zakon nije na adekvatan način postupio u suportnoj situaciji – opet kada je riječ o zaštiti svojinskih prava sticaoca – većinskog vlasnika, jer nije propisao pravo sticaoca na "squeeze out", tj. pravo sticaoca da zahtijeva od manjinskih akcionara da mu ponude akcije na otkup, kada su oni obavezni da to učine.

Nepriznavanjem ni ovog prava Sticaocu, Zakon o preuzimanju je i ovom odredbom stavio sticaoca u neravnopravan položaj u odnosu na manjinske akcionare.

e) Odredbe o cijeni

Promijeniti odredbe o cijeni koje su se pokazale isuviše rigidnim u praksi i omogućiti fleksibilnije kriterijume za određivanje cijene po kojoj je akcionar obavezan da sprovede javnu ponudu za preuzimanje; **naročito je** značajno propisati izuzetke od obavezujućih odredbi vezanih za utvrđivanje cijene u situacijama kada kompanija koja se preuzima posluje sa gubitkom.

f) Izuzeci od obaveze sticaoca da sprovede postupak preuzimanja emitenta

Zakonom o preuzimanju propisani su Izuzeci kada sticalac nije u obavezi da sprovede postupak preuzimanja. Tako, sticalac nije obavezan da sprovede postupak preuzimanja:

- 1) akcije emitenta stekne na osnovu javne ponude za upis i uplatu akcija prilikom povećanja akcijskog kapitala emitenta;
- 2) namjerava da višak akcija iznad 40% akcija sa pravom glasa, odnosno višak iznad broja akcija koji je posjedovao na dan stupanja na snagu ovog zakona, otuđi u roku od 45 dana od dana prijema obavještenja iz člana 5 stav 5 ovog zakona;
- 3) stekne višak akcija iznad 40% u postupku restrukturiranja emitenta;
- 4) akcije emitenta stekne kao stečajni povjerilac u stečajnom postupku nad emitentom;
- 5) akcije emitenta stekne po osnovu nasljeđivanja.

Ovako formulisani izuzeci su uski i trebalo bi ih proširiti situacijama kada:

- 1) sticalac akcije stekne na osnovu ugovora o poklonu, i to barem u situacijama kada su poklonodavac i poklonoprimac u bliskoj krvnoj vezi ili povezani na drugi odgovarajući način;
- 2) sticalac pokušava da sanira kompaniju, koje ne moraju biti vezane isključivo za sprovođenje postupka stečaja, već i likvidacije ili i u situacijama kada ima posebne ugovore o finansiranju kompanije;
- 3) kada sticalac stekne akcije na osnovu realizacije kolaterala (obezbjedenja) – stekne vlasništvo u postupku izvršenja na akcijama kao sredstvu obezbjeđenja potraživanja;
- 4) sticalac stekne akcije usljed ograničenja prava glasa nad nekim akcijama kompanije (npr. akcijom regulatornog organa se suspenduje pravo glasa po nekim akcijama, usljed čega se povećava procenat vlasništva sticaoca u ukupnom broju akcija sa pravom glasa);
- 5) bez namjere da stekne te akcije (npr. usljed poništenja određenog broja sopstvenih akcija emitenta).

Izuzetke je potrebno definisati na vrlo precizan način kako bi se izbjeglo obavezivanje sticaoca da sprovede postupak preuzimanja u situacijama kada njegovo sticanje nema za cilj eksproprijaciju manjinskih akcionara.

4.3.) Uporedni pregled regulative koja se odnosi na preuzimanje privrednih društava u zemljama Evropske Unije

U narednim tabelama dat je komparativnopravni prikaz zakonskih rješenja materije preuzimanja kojim se prikazuje kako su neka od osnovnih pitanja u vezi sa postupkom vlasničke konsolidacije regulisana u različitim pravnim sistemima, i to naročito sljedeća pitanja: Da li postoji obaveznost ponude? Kod kojeg procenta vlasništva ova obaveza nastaje? Na kojem nivou vlasništva akcija, vlasnik mora objaviti svoj udio? Da li vlasnik akcija mora najaviti svoje buduće namjere? Da li postoji zabrana davanja finansijske pomoći od strane emitenta? Po kojoj cijeni se mora izvršiti preuzimanje? Da li manjinski akcionari mogu tražiti otkup akcija (*buyout*) ? Da li se zahtijeva procijena ponude koju daje sticalac? Ko je mjerodavan za davanje takve procjene?

1. NACIONALNA REGULATIVA

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Regulativa	Zakon o preuzimanju	Kraljevska Uredba o preuzimanju	Zakon i Pravilo Komisije	Zakon o preuzimanju	Uredba i Pravila Komisije	Zakon o nadzoru trgovanja hartijama od vrijednosti i Uredba o nadzoru trgovanja hartijama	Kraljevska Uredba	Zakon o preuzimanju
Predmet regulative	Javna ponuda za hartije emitovane od strane kompanije iz Austrije i kojima se trguje na berzama u Austriji	Pravila za obaveznu ponudu primjenjuju se na hartije kotirane u Belgiji	Javna ponuda za kompanije kotirane na Francuskoj berzi, bile one strane ili domaće	Javna ponuda za Njemačke kompanije kotirane na EU berzama	Pravila se primjenjuju na italijanske kompanije čije se redovne akcije kotiraju na berzama u Italiji.	Javna ponuda za hartije koje su kotirane ili se njima regularno trguje u Holandiji	Javna ponuda za kompaniju čije se akcije kotiraju u španiji	Javna ponuda za kompanije sa sjedištem u Velikoj Britaniji

2. OBAVEZNOST PONUDE

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Da li postoji obaveznost ponude ?	DA	Obavezna ponuda se zatijeva kada je kontrola stečena i izvršeno plaćanje. Takođe, ako postoji namjera da se stekne kontrola, Komisija može zahtjevati ponudu	DA Obavezna ponuda se takođe zahtijeva kada je preuzeta kontrola nad kompanijom koja obuhvata više od jedne trećine emitenta ukoliko se taj procenat u vlasništvu emitenta može smatrati presudnim	DA	DA	NE	DA, kada postoji namjera da se stekne značajan procenat vlasništva	DA
Ako da, o kojem procentu vlasništva se radi ?	Kada sticalac posjeduje većinu glasačkih prava ili je u poziciji da imenuje ili razriješava većinu u bordu direktora ili nadzornom odboru; Organ za sprovođenje preuzimanja je propisao da se radi o preuzimanju kada neko posjeduje 30 ili više procenata ukupnih glasačkih prava ili posjeduje između 20 i 30% i imao je prostu većinu glasova na posljednje 3 godišnje skupštine	-	Jedna trećina ukupnog kapitala ili broja glasova, ili kada sticalac već posjeduje između trećine i polovine ukupnog kapitala ili glasačkog prava i povećava svoj udio za više od 2 procenta godišnje	30 % ukupnog broja glasova	30 % ukupnog akciskog kapitala	-	25 % ukupnog akciskog kapitala	30 % ukupnog broja glasova

3. ZABRANA FINANSIJSKE POMOĆI

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Da li postoji zabrana davanja finansijske pomoći od strane emitenta- ?	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA

4. OBJAVLJIVANJE PROCENTUALNOG UDJELA U VLASNIŠTVU

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Na kojem nivou vlasništva akcija, vlasnik mora objaviti svoj udio ?	5 procenata	5 procenata ¹⁴	5 procenata ¹⁵	5 procenata	2 procenata	Obaveza da se emitentu i Komisiji prijavi udio u vlasništvu, postoji onda kada se na direktan ili indirektan način procenat vlasništva kreće u propisanim intervalima. Intervali su 0-5; 5-10; 10-25; 25-50; 50-66; i 66-100 procenata.	5 procenata	3 procenta
Da li vlasnik akcija mora najaviti svoje buduće namjere ?	Samo kada je ponuda učinjena	DA, kada pređe 20 % vlasništva	DA, kada pređe 10 % i 20 % vlasništva	NE	NE	NE	NE	NE

¹⁴ Statutom se može predvidjeti i 3 %

¹⁵ Statutom se može predvidjeti i 0.5 %

5. SQUEEZE OUT

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Da li sticalac može ponuditi da otkupi akcije od manjinskih akcionara ?	Samo ako je sticalac iz Austrije	DA (kroz ponudu za novac)	DA	DA	DA	DA	NE	DA
Pod kojim uslovima ?	Sticalac mora: - posjedovati 90% ili više od ukupnog broja akcija (uključujući i one bez prava glasa) - biti A.D. - isplatiti manjinske akcionare u gotovom	Sticalac mora posjedovati 95 % akcija sa pravom glasa	Sticalac mora posjedovati 95 % akcija sa pravom glasa	Sticalac mora posjedovati 95 % akcijskog kapitala	Sticalac mora posjedovati 98 % od ukupnog broja akcija sa pravom glasa kao rezultat ponude za sticanje 100% akcija sa pravom glasa emitenta	Sticalac mora posjedovati 95 % akcijskog kapitala	-	Sticalac mora posjedovati 90 % akcija na koje se ponuda odnosi
Cijena	Odlučuje sticalac na osnovu internog proračuna. Nezavisni revizor može da da mišljenje.	Odlučuje sticalac. Nezavisni ekspert može da da mišljenje.	Odlučuje sticalac. Nezavisni ekspert može da da mišljenje (samo gotovina).	Fer tržišna cijena. Nezavisni ekspert može da da mišljenje.	Utvrđuje se od strane nezavisnog eksperta na bazi ponuđene cijene i tržišne cijene za posljednjih 6 mjeseci.	Utvrđuje se od strane Privredne Komore (arbitraža) koja može zatražiti ekspertsku procjenu za ove svrhe	-	Utvrđuje sticalac
Da li manjinski akcionari mogu tražiti otkup akcija (buyout) ?	NE	Obavezna je ponuda za novac ili razmjenu kada je kontrola stečena	DA (pod uslovom da sticalac posjeduje 95 % akcija sa pravom glasa)	NE	NE	NE	NE	Obavezna je ponuda za novac kada osoba (ili neka druga osoba povezana sa tom osobom) stekne 30% ili više od ukupnog broja akcija sa pravom glasa

6. ZAHTJEVI ZA PROCJENU PONUDE ZA RAZMJENU AKCIJA

	AUSTRIJA	BELGIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA	ITALIJA	HOLANDIJA	ŠPANIJA	VELIKA BRITANIJA
Da li se zahtijeva procijena ?	DA	DA	DA	DA, ako je sticalac AD iz Njemačke	DA	NE, ukoliko su te akcije kotirane na nekoj uglednoj berzi	DA	NE, ukoliko je aranžman dostupan svim akcionarima
Ko je mjerodavan ?	Nezavisni ekspert kojeg izabere sticalac	Bord sticaoca na osnovu izvještaja revizora	Bord sticaoca na osnovu izvještaja revizora (i nezavisnog eksperta ukoliko je potrebno)	Nezavisni sud - odabrani eksperti	Nezavisni sud - odabrani eksperti	Nezavisni revizor	Bord sticaoca na osnovu izvještaja nezavisnog eksperta	Nezavisni revizor

5. ANALIZA ZAKONA O DOBROVOLJNIM PENZIONIM FONDOVIMA

Najsloženiji zadatak pri razvoju tržišta kapitala je ostvariti porast privatne štednje i kanalisanje te štednje na tržište kapitala. Jedan od načina koji omogućava da se slobodan kapital privatnih lica aktivira i kanališe na tržište kapitala je i osnivanje dobrovoljnih penzionih fondova. Stoga se kao osnovni cilj nameće uspostavljanje i kreiranje dugoročno održivog penzionog sistema zasnovanog na individualnoj kapitalizovanoj štednji. Navedeni cilj nametnuo je potrebu za donošenjem Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima, kojim se, u skladu sa svjetski usvojenim principima, regulišu sva pitanja koja su od značaja za osnivanje, organizaciju i poslovanje dobrovoljnih penzionih fondova. Zakonom se ustanovljavaju penzioni fondovi kao fondovi posebne vrste, tj. zasebna imovina bez pravnog subjektiviteta, koji se osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova fonda. Ta sredstva se ulažu sa ciljem povećanja vrijednosti imovine fonda.

Poput ostalih ekonomskih subjekata, dobrovoljni penzioni fondovi djeluju na tržištu i na njih utiče snaga tržišta. Osnovni cilj koji se Zakonom nastoji ostvariti je da se stvori poželjno okruženje za funkcionisanje penzionih fondova, kako bi njihove aktivnosti bile efikasne. Kako bi se navedeni ciljevi ostvarili neophodno je ostvariti unapređenje povjerenja javnosti u penzionu industriju putem zaštite interesa članova penzionog fonda i potpomognuti uspostavljanje efektivnog sistema poslovanja penzionih fondova. Navedeni ciljevi će u potpunosti biti operacionalizovani donošenjem podzakonskih propisa za izvršavanje ovog Zakona od strane Komisije za hartije od vrijednosti.

Osnovni principi na kojima se zasnivaju predložena zakonska rješenja su:

- Afirmacija dobrovoljnih penzionih fondova, kao specifičnih i suptilnih mehanizama za prikupljanje i koncentraciju sredstava; i
- Obezbjedivanje legaliteta, što znači poštovanje svih pravila (zakonskih i podzakonskih) koja su relevantna za poslovanje dobrovoljnih penzionih fondova.

U cilju ustanovljavanja i održavanja efikasnog sistema dobrovoljnih penzionih fondova, obezbjeđenja ispunjavanja postavljenih uslova i spriječavanja ugrožavanja imovine penzionih fondova, Zakonom se ustanovljavaju posebna ograničenja u vezi sa pristupom dobrovoljnih penzionih fondova tržištu.

Zakonom ustanovljeni sistem izdavanja dozvola upotrebljava se u cilju provjere: da li dokumentacija penzionog fonda ispunjava postavljene uslove, da li penzioni fondovi ispunjavaju utvrđene finansijske uslove, da li penzioni fondovi imaju odgovarajuću kadrovsku strukturu, organizacionu strukturu i adekvatne tehničke kapacitete. Takođe, kao mjera za smanjivanje rizika umanjenja imovine penzionog fonda zakonom se ograničava mogućnost dobrovoljnih penzionih fondova da obavljaju druge aktivnosti na tržištu. Dodatno,

sigurnost imovine penzionog fonda obezbjeđuje se potpunim pravnim razdvajanjem imovine penzionih fondova od imovine društva za upravljanje tim fondom.

Za analizu zakonskog okvira dobrovoljnih penzionih fondova posebno je značajno analizirati sljedeća pitanja:

- a) Zaštita interesa članova dobrovoljnih penzionih fondova,
- b) Ograničenja investiranja društva za upravljanje,
- c) Pravni oblik penzionih fondova i zaštita imovine penzionog fonda,
- d) Ograničenja investiranja penzionih fondova,
- e) Izvještavanje i javna promocija,
- f) Nadzor Komisije za hartije od vrijednosti i preduzimanje mjera Komisije za hartije od vrijednosti u postupku nadzora.

a) Zaštita interesa članova dobrovoljnih penzionih fondova

Kako je jedan od najvažnijih ciljeva regulative poslovanja penzionih fondova zaštita interesa članova dobrovoljnih penzionih fondova, Zakonom se ustanovljavaju brojne mjere, uključujući pravila o članstvu, finansijska kontrola, sloboda izbora fonda, obaveza izvještavanja, i druge, u cilju ostvarenja navedenog cilja. U cilju zaštite imovine članova penzionog fonda Zakonom se ustanovljava i mogućnost da članovi promijene penzioni fond, kao i uslovi odstupanja. Slično, zakonom se propisuju i uslovi za određivanje visine isplata članovima nakon odstupanja. Pri tome, Zakonom se osigurava da prava svih članova - i onih koji odustaju i onih koji ostaju – budu tretirana jednako.

Ostvarenje svih navedenih ciljeva moguće je isključivo usvajanjem Zakona kojim se na jedinstven način regulišu sva pitanja od značaja za funkcionisanje dobrovoljnih penzionih fondova i to: dobijanje dozvole za rad društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondom, osnivanje dobrovoljnog penzionog fonda, upravljanje dobrovoljnim penzionim fondom, objavljivanje informacija i čuvanje poslovne tajne, zabranjene aktivnosti zbog spriječavanja konflikta interesa, kao i nadzor Komisije za hartije od vrijednosti.

U skladu sa odredbama Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima propisano je da nadzor nad osnivanjem i poslovanjem društva za upravljanje i dobrovoljnog penzionog fonda vrši Komisija za hartije od vrijednosti, što je u skladu sa principom da Komisija za hartije od vrijednosti obavlja nadzor nad osnivanjem i poslovanjem šema kolektivnog investiranja.

Zakonom je definisan pravni oblik i status društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondom. Zahtjevom da društvo za upravljanje bude organizovano u obliku akcionarskog društva zadovoljena je težnja

za ostvarenjem pravne sigurnosti u ovom, dosad neregulisanom području, s obzirom da se na društvo za upravljanje primjenjuju, ukoliko ovim zakonom nije drugačije propisano, odredbe zakona o privrednim društvima i zakona o insolventnosti.

Odredbama ovog Zakona propisuje se i iznos minimalnog novčanog kapitala društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondom u visini od 250.000 EUR. Takođe, odredbama ovog poglavlja se propisuje da društvo za upravljanje mora imati najmanje dva lica zaposlena na neodređeno vrijeme koja su osposobljena za obavljanje poslova investicionog menadžera penzionog fonda, a koja moraju imati visoku školsku spremu, položen stručni ispit za investicionog menadžera i ne smiju biti osuđivana za krivična djela protiv privrede i službene dužnosti. Odredbama ove glave je propisano i da društva za upravljanje moraju dobiti dozvolu Komisije za obavljanje djelatnosti upravljanja penzionim fondom. Ovakvo rješenje je prisutno i u uporednom pravu, a motivisano je potrebom potpunije zaštite interesa članova penzionog fonda.

Zakonom je propisano, u skladu sa prihvaćenim međunarodnim standardima da je društvo za upravljanje dužno da upravlja imovinom penzionog fonda u skladu sa načelima likvidnosti, sigurnosti i raspodjele rizika. Takođe, predviđena je odgovornost društva za upravljanje ako ne upravlja imovinom penzionog fonda na način propisan odredbama ovog poglavlja. Ovakvim rješenjima se društvo za upravljanje pospješuje da preduzme aktivniju ulogu u upravljanju fondom i time se, posredno, na najbolji način štite interesi članova penzionog fonda.

b) Ograničenja investiranja društva za upravljanje

Zakonom su propisana i ograničenja investiranja društva za upravljanje i propisano je da društvo za upravljanje ne može koristiti svoja sredstva kako bi kupilo ili steklo bilo koje akcije, vlasničke udjele, hartije od vrijednosti ili ostala prava u bilo kom drugom licu, ili odobrilo bilo koji zajam ili pružilo garancije. Ipak, Zakonom je dozvoljeno ulaganje sredstava društva za upravljanje u državne zapise i druge kratkoročne hartije od vrijednosti koje izdaje Republika Crna Gora i Centralna Banka Crne Gore, kao i kratkoročne bankarske depozite, dugoročne obveznice i druge dugoročne hartija od vrijednosti koje izdaju Republika Crna Gora, Centralna Banka Crne Gore i jedinice lokalne samouprave. Ova ograničenja se koriste da bi se spriječilo ulaganje u nelikvidnu ili spekulativnu imovinu, i na taj način štite imovinski interesi članova penzionog fonda.

Zakonom je propisano je da penzioni fond nema svojstvo pravnog lica i da se osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova fonda i ulaganja tih sredstva sa ciljem povećanja vrijednosti imovine fonda, u skladu sa ovim zakonom.

c) Pravni oblik penzionih fondova i zaštita imovine penzionog fonda

Odredbama ovog zakona propisano je da penzioni fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni penzioni fondovi, kao i da otvoreni penzioni fond mora imati minimum 200 članova.

Zakonom se nastoje zaštititi interesi članova penzionog fonda. U cilju zaštite interesa članova dobrovoljnih penzionih fondova propisano je:

- da lice može biti član jednog ili više penzionih fondova;
- pravo člana jednog penzionog fonda da pređe iz jednog penzionog fonda u drugi;
- da prava člana penzionog fonda ostaju očuvana i nakon prelaska u drugi penzioni fond, tj. prenosa sredstva sa ličnog računa člana penzionog fonda na lični račun člana fonda u drugom penzionom fondu;
- u skladu sa svjetski priznatim principima i pravo člana penzionog fonda da istupi iz članstva penzionog fonda povlačenjem sredstava sa ličnog računa. Ovo pravo se, u skladu sa Zakonskim odredbama može ostvariti nakon što član navrši 50 godina života.

Konceptom usvojenim u odredbama ovog poglavlja Zakona obezbjeđuje se potpuna zaštita imovine članova penzionog fonda i to propisivanjem:

- da ako član penzionog fonda umre, ukupna sredstva na ličnom računu preminulog člana su predmet nasljeđivanja u smislu zakona kojim se reguliše nasljeđivanje;
- da se iznos na ličnom računu člana fonda isključuje iz izvršenja, čime je u potpunosti ispoštovan princip da ulaganje u penzioni fond predstavlja u stvari odložena primanja;
- da se iznos na ličnom računu člana fonda ne može dati u zalogu, niti prenijeti u korist drugog lica, osim člana fonda.

Ovakvim propisivanjem se u potpunosti obezbjeđuje sigurnost penzione imovine i zaštita svojinskih prava. U cilju obezbjeđenja sigurnosti imovine penzionog fonda odredbama ovog poglavlja se propisuju naknade za upravljanje penzionim fondom koji može naplatiti društvo za upravljanje koji čine: naknada od uplaćenih doprinosa, procentualni iznos od ukupne imovine penzionog fonda i naknada za istupanje iz penzionog fonda.

d) Ograničenja investiranja penzionih fondova

Imajući u vidu da je rizik u vezi sa investiranjem glavni rizik sa kojim se srijeću penzioni fondovi, država, na različite načine, gotovo uvijek reguliše upravljanje investiranjem. Zakon se u ovom dijelu koristi sistemom taksativne enumeracije i detaljno propisuje u koje vrste imovine penzioni fond smije ulagati svoja sredstva (član 38), kao i nedozvoljena ulaganja sredstava penzionog fonda (član 39).

Kako bi se obezbijedila sigurnost imovine penzionog fonda Zakonom se ustanovljavaju ograničenja u vezi sa mogućim konfliktom interesa čiji je osnovni cilj spriječavanje koncentracije investicija kod povezanih osoba. Tako je Zakonom propisano da je društvu za upravljanje zabranjeno prodavanje imovine penzionog fonda ili kupovanje imovine od članova organa, akcionara ili vlasnicima udjela društva za upravljanje, banke depozitara koja drži imovinu penzionog fonda ili sa njima povezanim licima; davanje kredita ili garancija bilo kojem od ovih pravnih ili fizičkih lica kao i sticanje, prenos i prodaja imovine posredstvom povezanih lica.

Odredbama ovog Zakona propisano je da poslove u vezi sa čuvanjem imovine penzionog fonda obavlja banka ili drugo pravno lice koje ispunjava uslove za obavljanje poslova depozitara. Zakonom je propisano da se međusobna prava i obaveze penzionog fonda i depozitara uređuju ugovorom, a naročito: vođenje računa o imovini fonda; prijem doprinosa u taj penzioni fond; utvrđivanje neto vrijednosti imovine penzionog fonda i izvještavanje društva za upravljanje o svim poslovima u vezi sa imovinom penzionog fonda; izvršenje naloga društva za upravljanje; izvještavanje društva za upravljanje o naplati dividende ili dospijeću ostalih hartija od vrijednosti na naplatu; izvještavanje javnosti o vrijednosti obračunske jedinice putem dnevnih novina najmanje jednom mjesečno; prikupljanje prinosa od hartija od vrijednosti u imovini fonda; iznos provizije za obavljanje poslova depozitara.

Svrsihodnost ovog zakonskog rješenja u prvom redu će biti opredijeljena spremnošću i osposobljenošću odgovarajućih institucija (banaka) da obavljanju funkcije depozitarne banke. U cilju obezbjeđenja pravne izvjesnosti i sigurnosti, Zakonom su propisani uslovi za jednostrani raskid ugovora kao i razlozi koji vode prestanku ugovora između penzionog fonda i depozitara *ipso iure*, standardi postupanja depozitara kao i ustanovljeni principi odgovornosti depozitara za štetu koja je prouzrokovana neispunjenjem ili neurednim ispunjenjem obaveza iz ugovora.

e) Izvještavanje i javna promocija

Zakonom se propisuje postupak izvještavanja i javne promocije. Zakonom je regulisano objavljivanje informacija, koje predstavljaju jedan od ključnih faktora tržišne samoregulacije. Osnovni cilj koji se nastoji ostvariti ovim zakonskim odredbama je da se obezbijedi da članovi penzionog fonda i društvo u cijelini, ne samo dobijaju informaciju nego i da znaju kako da je koriste. Odredbama ovog poglavlja ustanovljena je obaveza društva za upravljanje penzionim fondom da:

- javno objavi informativni prospekt penzionog fonda;
- bar jednom godišnje, omogućiti uvid u prospekt svakom licu koje zatraži članstvo u penzionom fondu kojim to društvo upravlja prije sticanja članstva u tom fondu;
- dostavi informativni prospekt svakom članu penzionog fonda na njegov zahtjev;
- društvo za upravljanje jednom godišnje pismeno obavještava člana fonda o iznosu imovine na njegovom ličnom računu, datumima uplata i iznosima uplaćenih doprinosa člana u odgovarajućem periodu, a na njegov zahtjev i u kraćim periodima;

- sastavlja periodične i godišnje izvještaje o poslovanju, kao i mjesečni izvještaj o držanju novčanih sredstava penzionog fonda, i dostavlja ih Komisiji za hartije od vrijednosti kao nadzornom regulatornom organu.

f) Nadzor Komisije za hartije od vrijednosti

Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima sadrži i niz odredbi kojima su regulisana nadzorna ovlašćenja Komisije za hartije od vrijednosti. U dijelu pod nazivom Nadzor Komisije za hartije od vrijednosti (čl. 55-62), Zakon sadrži odredbe kojima se propisuje da Komisija vrši nadzor nad društvom za upravljanje i penzionim fondom davanjem saglasnosti na njihove akte i kontrolom njihovog poslovanja.

Odredbama ovog Zakona propisano je da Komisija može, bez ograničenja, pregledati akte, poslovne knjige, spise i drugu dokumentaciju društva za upravljanje koji se odnose na poslovanje toga društva i penzionog fonda, kao i pregled poslovanja lica povezanih sa društvom za upravljanje, ako je to potrebno radi potpunog uvida u poslovanje društva za upravljanje.

Naredbodavna ovlašćenja Komisije sadržana su, takođe, u odredbama Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima. Naime, Zakonom je propisano da, u slučaju kada utvrdi da postoje određene nepravilnosti, Komisija može naložiti da se te nepravilnosti otklone.

g) Preduzimanje mjera Komisije za hartije od vrijednosti u postupku nadzora

Ovlašćenja Komisije na preduzimanje mjera propisana su odredbama Zakona, kojim je Komisija ovlašćena da, ukoliko nepravilnosti ne budu otklonjene preduzme sljedeće mjere: da nalog za razriješenje članova odbora direktora ili izvršnog direktora društva za upravljanje; da pisan upozori, privremeno suspenduje ili oduzme dozvolu investicionom menadžeru; da da nalog za promjenu društva za upravljanje; privremeno zabrani raspolaganje imovinom društva za upravljanje i penzionog fonda; oduzme dozvolu za rad društvu za upravljanje; preduzme druge mjere neophodne za otklanjanje nezakovitosti i nepravilnosti u poslovanju društva za upravljanje i penzionog fonda. Najstrožija mjera koja stoji na raspolaganju Komisiji za hartije od vrijednosti je mjera oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje penzionim fondom pri čemu je Zakonom detaljno propisan sistem uslova za oduzimanje dozvole za rad penzionih fondova, kao i pravne posljedice u slučaju oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje.

6. ANALIZA INSTITUCIJA ČIJI JE RAD DIREKTNO VEZAN ZA SISTEM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

Osnovni koncept tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori baziran je na dematerijalizaciji hartija od vrijednosti, transparentnosti rada učesnika i obavljanja transakcija sa hartijama od vrijednosti, kao i zaštiti svojinskih prava.

Crnogorsko iskustvo govori da je moguće razviti tržišnu infrastrukturu u relativno kratkom vremenskom periodu. Karakteristika institucionalne zaokruženosti sistema za uspješno funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori ogleda se u tome što su formirane i funkcionišu sljedeće institucije:

- Komisija za hartije od vrijednosti;
- Montenegroberza i Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore;
- Centralna Depozitarna Agencija;
- Deset brokerskih i 14 dilerskih kuća,
- šest fondova zajedničkog ulaganja nastalih transformacijom 6 privatizacionih investicionih fondova i šest društava koja upravljaju tim fondovima, kao i 2 društva za upravljanje osnovana u skladu sa Zakonom o investicionim fondovima u 2006. godini, kao i dva investiciona fonda.

6.1.) KOMISIJA ZA HARTIJE OD VRIJEDNOSTI

1. Pravni status Komisije za hartije od vrijednosti

Kao nacionalno regulatorno i nadzorno tijelo, odgovorno za sprovođenje i donošenje propisa koji se odnose na emisiju i trgovinu hartijama od vrijednosti, kao i za davanje dozvola za rad svim subjektima na tržištu hartija od vrijednosti i kontrolu tog rada, formirana je Komisija za hartije od vrijednosti.

Komisija za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore formirana je u novembru 2000. godine. Komisija je samostalna organizacija Republike Crne Gore, sa svojstvom pravnog lica, osnovana radi uređivanja i nadzora izdavanja hartija od vrijednosti i njihove trgovine, u skladu sa ciljevima i misijom IOSCO. Njena misija je da sprovodi Zakon o hartijama od vrijednosti u cilju zaštite investitora i održavanja fer, poštenog i efikasnog tržišta.

Komisija nema status upravnog organa, jer se upravni organi uspostavljanju odlukom Vlade. Komisija se od upravnog organa razlikuje i time što joj je Zakonom o hartijama od vrijednosti priznat status pravnog lica i propisano da je "Komisija je organizacija Republike Crne Gore, sa svojstvom pravnog lica, osnovana radi uređivanja i nadzora izdavanja hartija od vrijednosti i njihove trgovine" (Vidi: član 7 stav 1 Zakona o

hartijama od vrijednosti), kao i garantovana samostalnost i nezavisnost Komisije (Vidi: član 7 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Samostalnost i nezavisnost Komisije kao regulatornog organa nije samo garantovana ovom odredbom Zakona o hartijama od vrijednosti, već je sprovedena i drugim zakonskim odredbama i to:

Nezavisnost od političkih uticaja obezbjeđena je propisivanjem:

- da Komisiju imenuje Skupština, a ne Vlada, kao i da Komisija za svoj rad odgovara Skupštini Republike Crne Gore (Vidi: član 11 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti);
- da član Komisije ne može biti razriješen sa svoje dužnosti iz političkih razloga, jer su razlozi za razriješenje propisani članom 12 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje taksativno razloge za razriješenje člana Komisije. Član Komisije, prema odredbi ovog člana može biti razriješen ako: 1) nesavjesno i neefikasno obavlja funkciju člana Komisije; 2) trajno izgubi sposobnost za obavljanje funkcije člana Komisije; 3) bude osuđen na безусловnu kaznu zatvora ili za djelo koje ga čini nedostojnim za obavljanje funkcije člana Komisije; 4) odsustvuje sa tri uzastopne sjednice Komisije bez njenog odobrenja;
- obezbjeđenjem finansijske samostalnosti, jer se Komisija ne finansira kao organi uprave iz budžeta Republike Crne Gore, već se sredstva za rad Komisije ostvaruju iz: 1) naknada koje se plaćaju uz podnošenje zahtjeva Komisiji; 2) naknada koje se plaćaju za registraciju i prenos hartija od vrijednosti kod lica ovlašćenog za registraciju hartija od vrijednosti (Vidi: član 19 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Nezavisnost od uticaja učesnika na tržištu hartija od vrijednosti obezbijedjenja je propisivanjem da:

- članovi Komisije ne mogu biti: 1) lica izabrana, imenovana ili zaposlena u državnim organima; 2) članovi organa upravljanja i rukovođenja, izvršni organi i sekretari emitenata hartija od vrijednosti; 3) akcionari i zaposleni berze, ovlašćenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i Centralne Depozitarne Agencije; 4) lica koja su međusobno u braku ili u srodstvu u pravoj ili pobočnoj liniji do trećeg stepena (Vidi: član 11 stav 4 Zakona o hartijama od vrijednosti).
- Komisija ima pet članova, pri čemu predsjednik, zamjenik predsjednika i najmanje jedan član Komisije obavljaju svoju funkciju profesionalno i ne mogu se baviti drugim poslom, osim naučnih, istraživačkih i predavačkih aktivnosti (Vidi: član 11 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Na utvrđivanje ovakvog statusa Komisije obavezuju navedeni principi IOSCO-a.

Osnovna karakteristika ustanovljenog nadzornog sistema na tržištu hartija od vrijednosti ogleda se u tome što je status Komisije ustanovljen zakonom, tako da Komisija nije zavisna od Vlade, što znači od volje

države. Takav institucionalni položaj joj obezbjeđuje dovoljnu sigurnost u obavljanju njenih funkcija, što doprinosi pravnoj sigurnosti učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.

U cilju daljeg jačanja institucionalnog položaja Komisije za hartije od vrijednosti kao regulatornog organa, bilo bi cjelishodno da se Ustavom garantuje nezavisnost regulatornih agencija, na isti način na koji se garantuje nezavisnost sudske vlasti. Tim bi se još više učvrstio položaj Komisije za hartije od vrijednosti kao regulatornog organa.

2. Ovlašćenja Komisije

Komisija nema pravni status organa uprave, već je regulatorna agencija koja ima: a) normativna ovlašćenja; b) nadzorna ovlašćenja; c) istražna ovlašćenja; d) naredbodavna ovlašćenja e) savjetodavna i obrazovna ovlašćenja, i f) kaznena ovlašćenja.

a) Normativna ovlašćenja Komisije

Na osnovu normativnih ovlašćenja Komisija donosi propise kojima uređuje odnose i ponašanja u poslovanju sa hartijama od vrijednosti. Svoja normativna ovlašćenja Komisija zasniva na Zakonu o hartijama od vrijednosti koji takastivno nabraja Komisijina normativna ovlašćenja. Tako je članom 8 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano da Komisija može donositi pravila koja se odnose na: podnošenje zahtjeva za dobijanje dozvole za rad, izdavanje dozvole i druga pitanja u vezi sa tim; registrovanje dozvola i izdavanje njihovih duplikata; kvalifikacije, iskustvo i obuku koja se zahtijeva od fizičkih lica kojima se izdaje dozvola za rad, ispit koji podnosilac zahtjeva mora položiti i okolnosti u kojima se ne moraju ispuniti ovi zahtjevi; sačinjavanje godišnjih i drugih periodičnih izvještaja Komisiji od lica koja su dobila dozvolu za rad; utvrđivanje hartija od vrijednosti koje se mogu kotirati, kao i na uslove pod kojima se trgovanje tim hartijama može obustaviti; detaljnije vođenje računa koji se mogu otvoriti u skladu sa ovim zakonom i utvrđivanje podataka koji obezbjeđuju sačinjavanje bilansa stanja i bilansa uspjeha; informacije koje mora sadržati izvještaj revizora sačinjen u skladu sa ovim zakonom; formu i sadržaj reklamiranja koji se odnose na poslove sa hartijama od vrijednosti, uz mogućnost ograničenja lica koja se mogu reklamirati; transakcije sa hartijama od vrijednosti kupljenim u skladu sa ugovorima o repodaji i hartijama od vrijednosti prodatim u skladu sa ugovorima o re-otkupu (REPO poslovi); obavljanje kastodi poslova (Vidi: član 8 Zakona o hartijama od vrijednosti). Normativna ovlašćenja Komisije sadržana su, osim ovog člana, i u drugim zakonskim odredbama kojim je Komisija izričito ovlaštena na donošenje pojedinih normativnih akata.

U odnosu na uporedno pravo, normativna ovlašćenja Komisije nijesu uređena na zadovoljavajući način. Zakonom o hartijama od vrijednosti je izričito propisano da je Komisija nadležna za donošenje pravila o sprovođenju zakona, kada je za to ovlašćena (Vidi: član 8 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Dakle, Komisiji nijesu data široka normativna ovlašćenja. Nasuprot ovakvom propisivanju, uporedno pravo uglavnom opštim pravilom ovlašćuje Komisiju da donosi propise potrebne za izvršavanje zakona u ovoj

oblasti, kao i radi otklanjanja nejasnosti i praznina u njima. Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore nema takvo široko normativno ovlaštenje, već je ono ograničeno na uređivanje Zakonom nabrojanih pitanja. S obzirom da zakon samo sumarno uređuje neka pitanja, Komisiji bi trebalo dati šira i opšta normativna ovlaštenja (ovlaštenja da dopunjuje zakone, da popunjava pravne praznine i otklanja zakonske nejasnoće). Takva široka normativna ovlaštenja odgovaraju statusu Komisije kao regulatornog, a ne upravnog organa, i imaju opravdanje u specifičnosti pitanja koja se uređuju Zakonom o hartijama od vrijednosti i mogućnosti čestih promjena i oscilacija na tržištu hartija od vrijednosti.

a) Nadzorna ovlaštenja Komisije

Komisiji su data široka nadzorna ovlaštenja. U ostvarivanju svojih nadzornih ovlaštenja, Komisija nadgleda postupak emisije hartija od vrijednosti, provjerava ishod svake emisije. Zakonom o hartijama od vrijednosti propisano je da nadzor nad postupkom javne ponude vrši Komisija, kao i da ako Komisija, pri sprovođenju nadzora, ustanovi nepravilnosti pri sprovođenju postupka javne ponude, naložiće emitentu da ustanovljene nepravilnosti otkloni (član 42 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Nadzorna ovlaštenja Komisije su zakonom o hartijama od vrijednosti dosta široko postavljena. Naime, funkcija nadzora je Komisiji data samim Zakonom o hartijama od vrijednosti i opredijeljena u samom pojmu i definisanju cilja Komisije za hartije od vrijednosti. Odredbom člana 7 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da je Komisija organizacija Republike Crne Gore, sa svojstvom pravnog lica, *osnovana radi uređivanja i nadzora izdavanja hartija od vrijednosti i njihove trgovine*.

Osim naglašavanja nadzorne funkcije Komisije u odredbi kojoj se definiše cilj Komisije, Zakonom o hartijama od vrijednosti je propisano da je Komisija nadležna za vršenje nadzora nad primjenom ovog zakona i svih pravila donijetih na osnovu njega (Vidi: član 8 stav 1 tačka 2 Zakona o hartijama od vrijednosti). Takođe, Zakonom o hartijama od vrijednosti je propisano da Komisija svojim pravilima propisuje bliže uslove i postupke nadzora javne ponude hartija od vrijednosti (Vidi: član 44 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Ovakvim propisivanjem su nadzorna ovlaštenja Komisije definisana na opšti način, a ne uspostavljanjem ograničenja – nabrojanjem situacija u kojima Komisija ima i može vršiti svoja nadzorna ovlaštenja, i u potpunosti odgovaraju položaju Komisije kao regulatornog organa.

c) Istražna ovlaštenja Komisije

Komisiju su, kao regulatornom organu data široka istražna ovlaštenja. Zakonom o hartijama od vrijednosti je izričito propisano da je Komisija je nadležna za: preduzimanje mjera, vršenje kontrole i istraživanja radi spriječavanja zloupotreba na tržištu hartija od vrijednosti (Vidi: član 8 stav 1 tačka 16 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Istražna ovlaštenja Komisije propisana su Glavom XI pod nazivom Informisanje, kontrola i istraživanje. Među istražnim ovlaštenjima Komisije su: ovlaštenje da traži pismenim putem od lica kojima je dala dozvolu za rad da dostavljaju informacije koje se odnose na njihovo poslovanje u skladu sa ovim zakonom, u vrijeme i na način koji odredi (Vidi: član 108 Zakona o hartijama od vrijednosti); ovlaštenje da zahtijeva dostavljanje informacija o pribavljanju, otuđenju ili držanju hartija od vrijednosti od: 1) lica registrovanog kao vlasnika hartije od vrijednosti; 2) lica za koje opravdano smatra da je vlasnik hartije od vrijednosti; 3) lica za koje opravdano smatra da ima prava iz hartija od vrijednosti; 4) lica za koje opravdano smatra da je pribavilo ili otuđilo hartiju od vrijednosti, ili 5) lica kome je izdala dozvolu za rad (Vidi: član 109 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti); ovlaštenja Komisija da može imenovati lice – istražitelja kada ocijeni da je, 1) izvršena povreda odredbi ovog zakona i pravila donijetih na osnovu ovog zakona; 2) lice izvršilo pronevjeru, prevaru ili obmanu u poslovima sa hartijama od vrijednosti; u upravljanju investicijama u hartije od vrijednosti; davanjem savjeta koji se odnosi na pribavljanje, otuđenje, kupovinu ili prodaju ili drugo investiranje u hartije od vrijednosti; 3) način na koji je neko lice uključeno u bilo koju aktivnost iz tačke 2 ovog stava suprotan interesu investiranja (Vidi: član 111 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Kada je riječ o istražnim ovlaštenjima, Komisija Zakonom o hartijama od vrijednosti, za razliku od uporednog prava, nije izričito ovlaštena da sasluša, niti da poziva da saslušanje emitenta i njegove zaposlene, radi utvrđivanja činjeničnog stanja značajnog za donošenje njene odluke. Međutim, ovlaštenje Komisije da vrši saslušavanja moglo bi da se izvede iz odredbe Zakona o hartijama od vrijednosti koja propisuje da se na postupke pred Komisijom primjenjuju odredbe zakona kojim je uređen opšti upravni postupak, ako odredbama ovog zakona nije drugačije određeno (Vidi: član 10 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Odredbama člana 8 Zakona o opštem upravnom postupku propisano je načelo saslušanja stranke kojim je propisano da se prije donošenja rješenja stranci mora omogućiti da se izjasni o činjenicama i okolnostima koje su od značaja za donošenje rješenja (Vidi: član 8 Zakona o opštem upravnom postupku), tako da bi se ovlaštenje Komisije da vrši saslušavanja moglo izvesti iz odredbi Zakona o opštem upravnom postupku. Međutim, s obzirom da se radi o radnji koja predstavlja ostvarivanje vlasti, jasnije bi bilo da je to ovlaštenje dato Komisiji izričitom odredbom Zakona o hartijama od vrijednosti.

d) Naredbodavna ovlaštenja

Sa nadzornim i istražnim ovlaštenjima čvrsto su povezana naredbodavna ovlaštenja. Na osnovu naredbodavnih ovlaštenja Komisija preduzima mjera radi otklanjanja uočenih nezakonitosti i nepravilnosti u poslovanju sa hartijama od vrijednosti. Mjere se preduzimaju tako što Komisija licu koje krši propise o poslovanju sa hartijama od vrijednosti nalaže preduzimanje određenih radnji radi otklanjanja nezakonitosti i nepravilnosti na tržištu i njenih posljedica.

Naredbodavna ovlaštenja Komisije prema emitentu propisana su Zakonom o hartijama od vrijednosti koji propisuje da, ako iz izvještaja, registara ili drugih evidencija sačinjenih u skladu sa ovim zakonom, Komisija

ocijeni da se poslovi emitenta, čije se hartije od vrijednosti prodaju na tržištu hartija od vrijednosti, obavljaju na štetu svih ili nekih njegovih vlasnika može narediti prestanak radnje koja izaziva štetu; narediti emitentu da isplati odgovarajuću naknadu štete u određenom roku; dati drugi odgovarajući nalog, bilo da se on odnosi na buduće poslovanje emitenta ili na kupovinu hartija od vrijednosti emitenta od strane drugih vlasnika ili samog emitenta ili na drugi način (Vidi: član 29 Zakona o hartijama od vrijednosti). Naredbodavna ovlašćenja Komisije prema emitentu sadržana su i u odredbi člana 42 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da, ako Komisija, pri sprovođenju nadzora, ustanovi nepravilnosti pri sprovođenju postupka javne ponude, naložice emitentu da ustanovljene nepravilnosti otkloni.

Naredbodavna ovlašćenja Komisije za hartije od vrijednosti prema berzi sadržana su u odredbi člana 59 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da, u cilju zaštite investitora, Komisija može naložiti berzi da izvrši izmjenu pravila berze uz utvrđivanje potrebnih izmjena i datuma njihovog stupanja na snagu (Vidi: član 59 Zakona o hartijama od vrijednosti). Naredbodavna ovlašćenja Komisije nijesu bez sankcije, već se nepostupanje po nalogima i uputstvima Komisije može sankcionisati čak i mjerom suspendovanja dozvole za rad (Vidi: član 61 stav 1 tačka 4 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Naredbodavna ovlašćenja Komisije data Zakonom o hartijama od vrijednosti Komisiji su postavljena dosta široko i definisana su na odgovarajući način.

e) Savjetodavna i edukativna ovlašćenja

Zakonom o hartijama od vrijednosti Komisiji su data savjetodavna ovlašćenja. Odredbom člana 9 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da Komisija može izdati uputstva, biltene, mišljenja i druge relevantne izjave koje se smatraju potrebnim za sprovođenje ovog zakona (Vidi: član 9 stav 5 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Edukativna ovlašćenja Komisije navedena su odredbom člana 66 stav 4 Zakona o hartijama od vrijednosti kojim je propisano da poslove brokera, dilera i investicionog menadžera mogu obavljati samo lica koja za obavljanje tih poslova imaju stečeno odgovarajuće zvanje, u skladu sa bližim uslovima koje utvrdi Komisija. Edukativnu funkciju Komisija vrši organizovanjem seminara, radionica, i okruglih stolova u vezi sa pitanjima kojima reguliše.

f) Kaznena ovlašćenja

Komisiji za hartije od vrijednosti nijesu data ovlašćenja za primjenu kazni. Mjere koje Komisija može preduzeti u vršenju svojih nadzornih ovlašćenja nijesu propisane zakonom. Načelno, samo su mjere suspenzije i oduzimanja dozvole za rad Komisije za hartije od vrijednosti propisane Zakonom o hartijama od vrijednosti. Tako, član 61 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje uslove pod kojima Komisija može

suspendovati dozvolu za rad berzi kada berza i to kada berza: privremeno prestane da obavlja poslove tržišta hartija od vrijednosti; postupi suprotno odredbama akata berze; propusti da Komisiji dostavi propisane informacije; ne postupi po uputstvima i nalogima Komisije. Takođe, Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje uslove pod kojima Komisija može oduzeti dozvolu za rad berzi i to kada berza: trajno prestane da obavlja poslove tržišta hartija od vrijednosti; donese odluku o likvidaciji; postupi suprotno odredbama ovog zakona; ne obezbjeđuje ispunjavanje uslova propisanih za davanje dozvole za rad (Vidi: član 61 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Takođe, Zakonom o hartijama od vrijednosti propisani su uslovi za suspenziju i oduzimanje dozvole za rad ovlašćenom učesniku (Vidi: član 74 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Osim uslova za suspenziju i oduzimanje dozvole za rad, Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje i mjeru poništenja odobrenja javne ponude hartija od vrijednosti, ako emitent ne postupi po nalogu Komisije za otklanjanje nepravilnosti (Vidi: član 44 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Nadležnost Komisije za sprovođenje kontrole i sprovođenja mjera sadržane su u odrebi člana 8 stav 1 tačka 11 Zakona o hartijama od vrijednosti koji propisuje da Komisija vrši kontrolu sprovođenja poslovanja lica koja se profesionalno bave trgovanjem hartijama od vrijednosti, uključujući suspenziju i oduzimanje dozvola za rad (Vidi: član 8 stav 1 tačka 11 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Odredbama člana 22 Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 28/07) propisane su mjere koje Komisija može preduzeti u postupku kontrole i to: 1) rješenje o isključenju iz trgovine na berzi određenih hartija od vrijednosti; 2) rješenje o zabrani kotiranja na berzi određenih hartija od vrijednosti; 3) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da trguje određenim hartijama od vrijednosti; 4) rješenje o privremenoj ili trajnoj zabrani ovlašćenog učesnika da upravlja portfeljom hartija od vrijednosti; 5) rješenje o javnom objavljivanju da ovlašćeni učesnik krši propise u poslovanju sa hartijama od vrijednosti; 6) rješenje kojim se upravnom odboru kontrolisanog lica predlaže razrješenje direktora tog lica; 7) rješenje o poništenju rješenja o odobrenju prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti; 8) rješenje o suspendovanju, odnosno oduzimanju dozvole za rad berzi, ovlašćenom učesniku ili Centralnoj Depozitarnoj Agenciji; 9) druga odgovarajuća rješenja o preduzimanju mjera.

Zakonom o hartijama od vrijednosti i Pravilima Komisije o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti nijesu propisani razlozi i uslovi pod kojima Komisija preduzima neku od nabrojanih mjera, već je njihov izbor i prilagođavanje prilagođeno okolnostima slučaja i prepušteno je slobodnoj procjeni Komisije. Ovako postavljena široka diskreciona ovlašćenja u pogledu izbora mjere koju treba preduzeti (izuzev mjere suspenzije i oduzimanja dozvolu za rad) odgovaraju pravnom statusu Komisije. Svakako, Komisiji bi kao regulatornom organu zakonom trebalo priznati i ograničena kaznena ovlašćenja i time upotpuniti ovlašćenja Komisije za preduzimanje mjera.

6.2.) OVLAŠĆENI UČESNICI NA TRŽIŠTU

Poslove sa hartijama od vrijednosti obavljaju ovlašćeni učesnici, koji se osnivaju kao akcionarska društva kojima je jedina djelatnost obavljanje tih poslova u skladu sa dozvolom za rad. Sa sjedištem u Crnoj Gori posluje osamnaest ovlašćenih učesnika – od čega 14 brokerskih i 4 dilerske kuće.

U skladu sa zakonom, poslovi sa hartijama od vrijednosti koje obavljaju ovlašćeni učesnici, u smislu ovog zakona, su:

- posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđi račun) uz naplatu provizije (brokerski poslovi);
- trgovina hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni (dilerski poslovi);
- upravljanje portfeljom hartija od vrijednosti koje pripadaju drugom licu (poslovi investicionog menadžera);
- preuzimanje cijele nove emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta ili garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca (poslovi preuzimanja emisije – *underwriting*);
- davanje investitoru ili potencijalnom investitoru savjeta o prednostima kupovine, prodaje, upisa ili preuzimanja hartija od vrijednosti (poslovi investicionog savjetnika); i,
- drugi poslovi za koje Komisija odredi da predstavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti.

Izuzetno, poslove investicionog savjetnika može obavljati pravno lice osnovano i kao društvo sa ograničenom odgovornošću ili fizičko lice.

Ovlašćeni učesnici koji posluju na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore poštuju standarde poslovanja ustanovljene Zakonom o hartijama od vrijednosti. Normativno uspostavljen institucionalni okvir zahtijeva od ovlašćenih učesnika da u poslovanju sa hartijama od vrijednosti posluju na najbolji mogući način, a posebno uz primjenu visokih standarda integriteta i poštenog poslovanja; djelujući stručno, pažljivo i marljivo; uz primjenu visokih standarda tržišnog ponašanja; tražiti od klijenata informacije o njihovim investicionim uslovima i ciljevima za koje se opravdano očekuje da su važni i omogućavaju ovlašćenom učesniku da ispuni odgovornost prema klijentu; dati informaciju klijentu kojeg savjetuje na sveobuhvatan način, koja omogućava klijentu donošenje investicione odluke; izbjegavati konflikt interesa sa klijentom i, ukoliko takav konflikt nastane, obezbijediti pošten tretman klijenta na način iznošenja svih činjenica ili odustajanjem od aktivnosti; obezbijediti da njegovi interesi ne budu ispred interesa klijenta; obezbijediti razdvajanje i identifikaciju klijentove imovine za koju je odgovorno; održavati odgovarajuća finansijska sredstva radi redovnog poslovanja i uzdržavati se od nepotrebnih rizika; organizovati i kontrolisati unutrašnje poslovanje na odgovarajući način; voditi propisane registre; obezbjeđivati da svi zaposleni budu

sposobni, adekvatno obučeni i valjano kontrolisani, zajedno sa potpuno definisanim načinom izvršavanja njihovih obaveza; sarađivati sa Komisijom na otvoren i kooperativan način, i informisati Komisiju o svim propisanim i traženim pitanjima.

Postupanje ovlašćenih učesnika je u skladu sa standardima poslovanja uspostavljenih Zakonom o hartijama od vrijednosti i Pravila o načinu vođenja poslova ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni list, RCG", br. 57/01, 23/03, 64/03): Samo je postupanje jednog ovlašćenog učesnika sankcionisano preduzimanjem mjere oduzimanja dozvole za rad ovlašćenom učesniku.

Zakonom o hartijama od vrijednosti propisani standardi i obaveza postupanja u skladu sa ovim standardima čine da je institucionalni položaj ovlašćenih učesnika postavljen na odgovarajući način.

6.3.) CENTRALNA DEPOZITARNA AGENCIJA

Zakon o hartijama od vrijednosti po prvi put kod nas uvodi instituciju Centralnog registra i depozitara hartija od vrijednosti. S ciljem obavljanja ovih usluga formirana je Centralna Depozitarna Agencija a.d.

Misija Centralne Depozitarne Agencije (CDA) je da pruži usluge centralnog registra i depozitara za sve hartije od vrijednosti i da doprinese konkurentnosti tržišta kapitala kroz obezbjeđivanje efikasnih usluga kliringa, saldiranje i registracije hartija od vrijednosti.

Centralna Depozitarna Agencija je fundamentalni dio infrastrukture tržišta kapitala u Crnoj Gori, koji obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama, kao i druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti.

CDA je ovlašćena na obavljanje sljedećih usluga, dizajniranih da zadovolje potrebe emitenata, investitora i ovlašćenih učesnika:

- registrovanje i čuvanje dematerijalizovanih hartija od vrijednosti;
- vođenje računa emitenata, odnosno vlasnika hartija od vrijednosti i izdavanje potvrde o stanju i promjenama na tim računima;
- prenos, deponovanje, saldiranje i kliring po zaključenim poslovima u prometu hartija od vrijednosti,
- korporativne aktivnosti emitenata vezane za distribuciju različitih vlasničkih prava;
- obavljanje usluga izdavanja ISIN broja (International Securities Identification Numbers) emitentima u Crnoj Gori;
- sve mjere i poslove koji se pokazu korisnim ili nužnim za ostvarivanje i unaprijeđivanje svrhe Društva.

Uz pomoć USAID-a, obezbijeden je kompletan sistem registracije, kliringa i depozitara. U martu 2001. godine instaliran je sistem za registraciju hartija od vrijednosti, dok su druge dvije komponente implementirane do kraja 2001. godine.

Procesiranje transakcija vrši se u sistemu trgovanja i automatski se prenosi u sistem kliringa i depozitara kao *locked-in* transakcije.

Kliring modul sistema obavlja standardne funkcije uključujući izvještaje o trgovanju, ispravke, poništavanja, potvrđivanja saldiranja obaveza iz transakcija u kojima učestvuju institucionalni investitori, izdavanje izvještaja o saldiranju učesnicima, i drugo. U skladu sa odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti, koji ne omogućava vanberzansko trgovanje, neće se vršiti "receive-delivery versus payment" instrukcija i uparivanje naloga institucionalnih investitora u samom sistemu kliringa i depozitara.

6.4.) BERZE

Trgovanje hartijama od vrijednosti obavlja se isključivo na berzama. U Crnoj Gori posluju dvije berze: Montenegroberza, osnovana 1994. godine, i Nova berza hartija od vrijednosti, osnovana 2001. godine. Svi ovlašćeni učesnici sa sjedištem u Crnoj Gori su članovi obje berze.

Zakonom se zahtijeva da berza treba da ima organizaciju i opremu, i da ispunjava tehničke uslove kojim se omogućava svim učesnicima u trgovini da mogu istovremeno, ravnopravno i pod istim uslovima davati i primati ponude za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti, te da imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrijednosti (Vidi: član 47 stav 3 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Berzanski sistemi za trgovanje Komisija za hartije od vrijednosti je sa Ljubljanskom berzom zaključila Ugovor o licenci elektronskog sistema trgovanja BTS, prema kojem je Komisija korisnik licence, dok je Komisija, na osnovu tendera, izabrala NEX Montenegro berzu za operatera sistema. Montenegroberza je u 2004. godini obezbijedila sopstveni informacioni sistem koji čine: odgovarajući licencirani softverski moduli, odgovarajući hardver, potrebne procedure, komunikaciona mreža, baza podataka i odgovarajuća dokumentacija.

Oba sistema trgovanja podržava elektronsko trgovanje svim standardizovanim hartijama od vrijednosti i omogućava različite metode trgovanja. Ovi sistemi trgovanja podržavaju elektronsko trgovanje svim standardnim hartijama od vrijednosti:

- akcijama,
- instrumentima sa stalnim prinosom,
- instrumentima novčanog tržišta, i
- opcijskim ugovorima.

Takođe, isti sistemi omogućavaju različite metode trgovanja, između ostalog:

- neprekidno trgovanje,
- aukcijsko trgovanje,
- aukcije primarne emisije.

Na platformi ovih sistema započet je projekat povezivanja berzi Jugoistočne Evrope.

Dalji razvoj institucionalnog položaja berzi ogleda se u omogućavanju tzv. *Cross-listinga*, tj. omogućavanja listiranja akcija inostranih kompanija na domaćih berzama, *cross-trading*, tj. omogućavanju trgovanja inostranim hartijama na domaćim berzama i stvaranju uslova za *multinacionalne primarne javne ponude*. S obzirom na liberalna rješenja usvojena Zakonom o hartijama od vrijednosti u pogledu trgovanja hartijama od vrijednosti sa elementom inostranosti, to bi prilikom regulisanja uslova za kotaciju inostranih kompanija trebalo voditi računa da se uslovi za kotaciju (propisivanja koji emitenti se mogu kotirati na domaćim berzama, postupka za uvrštavanje inostranih hartija od vrijednosti na domaće berze, dokumentacije koju je potrebno podnijeti uz zahtjev za listiranje inostranih kompanija na našim berzama, a koja bi trebala da bude zahtijevana u skladu sa propisima države sjedišta emitenta, postupak za delistiranje, itd.) takođe propišu zakonom.

7. ANALIZA PROPISA I INSTITUCIJA ČIJE FUNKCIONISANJE MOŽE IMATI UTICAJA NA OSTVARIVANJE INTERESA UČESNIKA NA TRŽIŠTU KAPITALA

S obzirom na obavezujuću prirodu sudskih odluka, sudovi su institucije od posebnog značaja za ostvarivanje interesa učesnika na tržištu kapitala. Propisi kojima se reguliše postupanje sudova i stranaka pred sudom su, stoga, od izuzetnog značaja za ostvarivanje svojinskih prava učesnika na tržištu pred sudovima. Osim procesno-pravnih propisa, za ostvarivanje interesa učesnika na tržištu hartija od vrijednosti od značaja su poreski zakoni, zakoni o bankama, insolventnosti privrednih društava, hipoteci, zalozi, obligacionim odnosima, itd.

Odredbe ovih zakona na poseban način utiču na ostvarivanje interesa učesnika na tržištu kapitala, jer se njime uspostavljanju osnovi za pravilnu primjenu i ostvarivanje prava koja su učesnicima na tržištu garantovana propisima o hartijama od vrijednosti.

1) Zakon o izvršnom postupku

Ovim Zakonom o izvršnom postupku se po prvi put predviđa izvršenje na akciji, odnosno na udjelu, koje je inače veoma efikasno sredstvo izvršenja. S obzirom da je Zakon o hartijama od vrijednosti usvojio koncepciju potpune dematerijalizacije hartija od vrijednosti, to se one više ne prenose prostom predajom ili indosamentom, već se prenos vlasništva nad dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti, shodno odredbi člana 101 Zakona o hartijama od vrijednosti, vrši prenosom sa računa na račun u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji. Međutim, iz odredbi Zakona o izvršnom postupku proizilazi da koncipirana rješenja o izvršenju na akcijama nijesu usklađena sa Zakonom o hartijama od vrijednosti koji je *sedes materie* u vezi sa hartijama od vrijednosti i to:

- Odredbom člana 79 stava 3 Zakona o izvršnom postupku je propisano da se gotov novac, hartije od vrijednosti i dragocjenosti predaju u sudski depozit, što je i imalo odgovarajućeg smisla kada hartije od vrijednosti nijesu bile dematerijalizovane. Shodno navedenim odredbama, polaganje hartija od vrijednosti u sudski depozit, kako je to predviđeno članom 79 Zakona ima značaja samo za onaj mali broj hartija od vrijednosti koje se ne smatraju hartijama od vrijednosti prema Zakonu o hartijama od vrijednosti, s obzirom prava i obaveze iz ovih hartija od vrijednosti nastaju momentom registracije kod Centralne Depozitarne Agencije.
- Odredbe člana 100 kojima je regulisana zabrana potraživanja na hartijama od vrijednosti takođe ne uzimaju u obzir usvojeni režim dematerijalizacije hartija od vrijednosti i ne propisuju na koji način se vrši zabrana potraživanja na dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti, koje postoje samo u kompjuterskom sistemu CDA. Ovim članom se reguliše samo zabrana potraživanja na hartijama od vrijednosti koje se prenose indosamentom, što nije od velikog značaja s obzirom da je najveći broj

hartija od vrijednosti dematerijalizovan (akcije, obveznice, certifikati o depozitu, državni zapisi), osim čeka i mjenice. S obzirom na usvojeni koncept dematerijalizacije hartija od vrijednosti, to je potrebno Zakonom o izvornom postupku definisati proces zabrane potraživanja na hartijama od vrijednosti.

- Odredbom člana 204 Zakona o izvršnom postupku propisano da se plenidba kao posebno sredstvo izvršenja vrši dostavljanjem rješenja o izvršenju nadležnom registru. Zakonom o hartijama od vrijednosti propisano je da sve bilo kakve promjene u vezi sa vlasništvom i drugim pravima na hartijama nastaju upisom u Registar Centralne Depozitarne Agencije, koji ima konstitutivno dejstvo. Shodno tome, tek se trenutak upisa u registar može uzeti kao valjan momenat od koga bi odgovarajuće promjene u vezi sa pravima i obavezama na hartijama proizvodile pravno dejstvo, a ne trenutak dostavljanja.
- Predviđa se dostavljanje rješenja o izvršenju nadležnom registru. Smatramo da ovakva stilizacija navedene odredbe vodi ka tome da ima više nadležnih registara, i time zanemaruje odredba člana 5. Zakona o hartijama od vrijednosti kojom je ustanovljen jedinstven registar – Centralna Depozitarna Agencija, koja je osnovana i posluje shodno odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti. Stoga treba Zakonom o izvršnom postupku propisati da se rješenje o izvršenju dostavlja CDA kao organu nadležnom za vođenje Registra hartija od vrijednosti. Sa druge strane, Zakonom o izvršnom postupku ne propisuje se postupanje Centralne depozitarne agencije po prijemu rješenja o izvršenju. S obzirom da, prema usvojenom konceptu dematerijalizacije, upis u registru CDA ima konstitutivno dejstvo, to je neophodno precizno propisati postupak CDA po prijemu rješenja. Ovako nepropisano postupanje može osujetiti efikasnost namirenja izvršnog povjerilaca. Stoga je Zakonom o izvršnom postupku potrebno propisati da je Centralna Depozitarna agencija obavezna da:
 - upiše zasnovano založno pravo u korist izvršnog povjerioca momentom prijema rješenja o izvršenju;
 - bez odlaganja izvijesti sud o svim zakonskim smetnjama za zasnivanje založnog prava;
 - obezbijedi da se ne smije u odnosu na zaplijenjene akcije obaviti bilo koji upis na osnovu prava raspolaganja izvršnog dužnika;
 - bez odlaganja obavijesti sud o svakoj promjeni u vezi sa zaplijenjenim akcijama, a posebno o prinudnoj prodaji radi naplate bilo kog drugog potraživanja ili osiguranju tog potraživanja.
- Članom 205 Zakona o izvršnom postupku propisano je da se: "na procjenu i prodaju akcija shodno se primjenjuju odredbe zakona koji reguliše promet hartijama od vrijednosti." Zakonom o hartijama od vrijednosti propisano je samo da se trgovina hartijama od vrijednosti obavlja na tržištima hartija od vrijednosti, ali ni jednom odredbom nije regulisan i propisan postupak procjene hartija od vrijednosti. Zbog toga je potrebno Zakonom o izvršnom postupku regulisati postupak procjene vrijednosti akcija. Zakonom o izvršnom postupku bi trebalo propisati da se:
 - procjena vrijednosti akcija kojima se trgovalo na berzi, utvrđuje se na osnovu mišljenja ovlašćenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti koji obavlja brokerske poslove o visini ponderisane prosječne cijene tih akcija ostvarene na berzama u Republici na dan koji je prethodio danu davanja mišljenja;

- procjena vrijednosti akcija kojima se nije trgovalo na berzi utvrđuje se na osnovu mišljenja brokera datog u skladu sa pravilima struke, vodeći računa o tržišnim uslovima;
- bi trebalo propisati da sud ima ovlaštenje da na predlog izvršnog povjerioca ili izvršnog dužnika ponovo procijeni vrijednost akcija, ako se učini vjerovatnim da se ta vrijednost znatno izmijenila od dana prethodno procijenje vrijednosti akcija, do dana prodaje;
- postupanje suda u slučaju da se akcije ne prodaju po procijenjenoj vrijednosti u roku od 15 dana od dana početka prodaje, npr. pravo suda da iste akcije, na predlog izvršnog povjerioca, u naknadnom roku od 15 dana, mogu prodati ispod procijenjene vrijednosti, ali ne ispod dvije trećine te vrijednosti.

Zakonom o izvršnom postupku je propisano da se i prodaja hartija od vrijednosti vrši na osnovu Zakona o hartijama od vrijednosti, a ne određuje ono što je suštinsko pitanje koje treba da odredi Zakon o izvršnom postupku – ko će odrediti brokera preko kojeg će se izvršiti prodaja akcija, i kada će se sprovesti prodaja akcija, kako se kasnije ne bi špekulisalo u vezi sa uslovima pod kojima je prodaja izvršena. Zakonom o izvršnom postupku treba propisati da se prodaja akcija vrši na berzi uz posredovanje brokera kojeg odredi sud nakon izvršnosti rješenja o izvršenju.

- Zakonom o izvršnom postupku nije regulisano ni pitanje koja prava ima izvršni povjerilac u slučaju neuspjele prodaje akcija. S obzirom da je krajnji cilj izvršnog postupka namirenje izvršnog povjerioca, bilo bi cjelishodno propisati pravo izvršnog povjerioca da, u slučaju neuspjele prodaje, može zahtijevati izvršenje prenosom akcija u svojinu umjesto isplate. Takođe, Zakonom o izvršnom postupku bi trebalo definisati u kojem roku izvršni povjerilac ima pravo da zahtijeva ovakvo izvršenje.
- Zakonom o izvršnom postupku bi trebalo definisati i postupak namirenja po osnovu prodaje akcija. Naime, trebalo bi definisati postupanje CDA sa novčanim sredstvima od prodaje akcija i to: da novčana sredstva od prodatih akcija Centralna Depozitarna Agencija prenosi na račun sudskog depozita; ako je kupac izvršni povjerilac čije potraživanje dostiže iznos kupoprodajne cijene akcija na berzi i ako bi se mogao namiriti iz te cijene, nije dužan da izvrši uplatu sredstava po osnovu ove transakcije, a Centralna Depozitarna Agencija je dužna da saldiranje ove transakcije izvrši bez uplate sredstava; ako je kupac izvršni povjerilac čije potraživanje ne dostiže iznos kupoprodajne cijene akcija na berzi, dužan je da uplati razliku sredstava između iznosa potraživanja i kupoprodajne cijene, a Centralna Depozitarna Agencija je dužna da saldiranje ove transakcije izvrši na osnovu uplate ove razlike sredstava.

2) Zakon o parničnom postupku

Osnovni Zakon koji u najvećoj mjeri može uticati na ostvarivanje svojinskih prava i razvoj tržišta kapitala svakako je Zakon o parničnom postupku, jer je to okvir koji omogućava ostvarivanje brzine i jednostavnosti postupka ostvarivanja prava. Zakon o parničnom postupku, s obzirom da je nedavno usvojen trebao je da obezbijedi pretpostavke za strateško djelovanje na povećanju efikasnosti pravnog sistema. Ipak, u cilju

ostvarenja ovog cilja potrebno je izmijeniti zakonski okvir za postupanje sudova – Zakon o parničnom postupku.

Način postupanja sudova nije ni približno u skladu s potrebama građana za efikasnom i pravovremenom pravnom zaštitom i postoji potreba da se sprovede prava, fundamentalna reforma koja bi mogla u dogleđno vrijeme obezbijediti da pravosudni sistem bude primjeren potrebama modernih tržišnih privreda. Iako je dosadašnja reforma procesnih zakona imala za cilj postizanje veće efikasnosti pravosudnog sistema i donekle u praksi zaista dovela do ubrzanja sudskih postupaka, i dalje ima prostora za ubrzanje postupka.

Osnovna crta sprovedenih procesnih reformi sastoji se u pokušaju da se ubrzanje postupka ostvari zaoštavanjem mjera kojima bi se u postupku trebala zaoštriti tzv. procesna disciplina, tj. da se suzbiju strategije koje se opisuju kao "zloupotrebe procesnih ovlašćenja". Međutim, zaista najveći dio problema nalazi se na administrativnoj i paternalističkoj logici prema kojoj se problem odugovlačenja postupka može uglavnom prevaliti na ponašanje stranaka, i rješenje naći u kažnjavanju stranaka za zloupotrebu procesnih ovlašćenja.

Neke od mjera koje bi mogle voditi poboljšanju efikasnosti pravnog sistema i boljoj zaštiti svojinskih prava sastoje se u potrebi da se:

- Mogućnost sankcionisanja izostanka stranaka sa ročišta iskorišćena je kada je riječ o nedostavljanju odgovora na tužbu od strane tuženog donošenjem presude zbog propuštanja, a kasniji izostanci stranaka sa ročišta nijesu sankcionisani na navedeni način.
- Dosadašnja, u praksi nekorišćena mogućnost sprovođenja rasprave pred drugostepenim sudom treba da se zakonski drugačije uredi kako bi doživjela praktičnu reafirmaciju; Zakonom o parničnom postupku nije propisano obavezno prisustvo stranaka i njihovih zastupnika na drugostepenoj raspravi. Ovim zakonom je, štaviše, propisano da će drugostepeni sud zakazati raspravu i u slučaju kada je već prvostepena presuda dva puta ukinuta i kada se na sjednici vijeća ocijeni da se presuda protiv koje je izjavljena žalba zasniva na bitnim povredama odredbi parničnog postupka ili na pogrešno ili nepotpuno utvrđenom činjeničnom stanju. Ovakvim propisivanjem se obezbjeđuje da se mogućnost višestrukog ukidanja donesenih presuda i njihovog vraćanja na ponovno suđenje – bez konačnog rješenja drugostepenog suda neće promijeniti.
- Treba promijeniti mogućnost višestrukog ukidanja donesenih presuda i njihovog vraćanja na ponovno suđenje – bez konačnog rješenja drugostepenog suda.
- Predvidjeti druge sankcije za stranke koje namjeravaju da iznose nove činjenice i da predlažu nove dokaze nakon glavne rasprave, osim obaveze snošenja troškova za izvođenje tih dokaza.
- Sankcija za nesavjesno korišćenje procesnim pravima – odugovlačenje postupka – sastoji se u novčanoj kazni, što jeste korak u pravcu ubrzanja postupka, ali se na odluku suda o novčanoj kazni može uložiti žalba, što opet može voditi odugovlačenju postupka od strane stranaka.

- Rokovi za donošenje presude od strane suda su izuzetno dugi (30 dana) i samo instruktivni, tako da ih treba skratiti i propisati sankcije za nepostupanje suda u ovim rokovima.
- Uvesti mogućnost da u drugostepenom postupku sudi sudija pojedinac.
- Ukinuti zahtjev za zaštitu zakonitosti kao vanredni pravni lijek, jer se njime država stavlja u privilegovan proceno-pravni položaj, što je suprotno Ustavu.

Efikasnost pravnog sistema iluzorna je ako se odluke donesene u pravno propisanom postupku efikasno ne sprovode. Bez obzira na eventualno političko ili socijalno nezadovoljstvo posljedicama donesenih odluka, odluke zasnovane na zakonu moraju se dosljedno sprovoditi.

3) Zakon o obligacionim odnosima

Bivši savezni Zakon o obligacionim odnosima koji sadrži odredbe koje su u suprotnosti sa rješenjima iz usvojenih koncepata u Crnoj Gori bio je u primjeni do usvajanja novog Zakona o obligacionim odnosima u Crnoj Gori ("Službeni list, RCG", br. 47/08 od 07.08.2008). Ali ni novi Zakon o obligacionim odnosima nije usklađen sa odredbama Zakona o hartijama od vrijednosti. Na primjer, taj zakon govori o hartijama od vrijednosti koje su materijalizovane, za razliku od Zakona o hartijama od vrijednosti Crne Gore, koji zahtijeva da sve hartije izdate u skladu sa ovim zakonom, budu dematerijalizovane. Zatim odredbe o zalaganju pokretnih stvari nisu saglasne sa odredbama Zakona o zalozi kao sredstvu obezbjeđenja potraživanja, jer propisuju državinsku zalogu koja danas više nije odgovarajući instrument za razvoj privrednih aktivnosti.

4) Zakon o hipoteci

Veliki dio kapitala zarobljen je u nekretninama. Zbog načina realizacije hipoteke, koji u većini slučajeva traje godinama, taj kapital predstavlja "mrtvi kapital". Taj kapital najčešće nije u funkciji stvaranja profita i ekonomskog rasta. Klasična hipoteka i zaloga kao instituti građanskog prava, kakve su i predviđene našim pozitivnopravnim propisima, su u većini tržišnih zemalja prevaziđene, i predviđeno je postojanje stvarnopravnih sredstava obezbjeđenja sa realnim pokrićem čiji postupak naplate ne zahtijeva nikakvu sudsku proceduru. Izdavanje hipotekarnih hartija omogućava da se imovina pretvori u kapital, odnosno da postane osnova za biznis. Odnosno na bazi založenih nekretnina za dobijanje kredita za biznis izdaje se hartija kojom se trguje. Suština monetizacije kredita je podobnost instrumenata obezbjeđenja za promet (negocijabilnost) čime se omogućava funkcionisanje stvarnopravnih obezbjeđenja poput hartija od vrijednosti. To olakšava položaj banke, a samim tim utiče na poboljšanje uslova kreditiranja. Osim toga, založena nepokretnost, ostaje u u posjedu vlasnika, a njegovom vrijednošću, izraženom u novcu, vlasnik može nesmetano rukovati. Izdavanjem hipotekarnih hartija ustanovljava se zakonsko založno pravo imaoca hartije na svim potraživanjima banke po osnovu odobrenih kredita, tako da sve hipotekovane nepokretnosti služe kao garancija za isplatu hipotekarnih hartija.

Hipoteka, na način na koji je koncipirana našim pozitivnopravnim propisima je akcesornog tipa i kao takvo sredstvo obezbjeđenja potraživanja nije podobna za promet (nije negocijabilna). Zbog toga što se hipoteka može prenositi samo cesijom potraživanja koje obezbjeđuje, ona nije podobna za monetizaciju. Stoga je potrebna izrada nove regulative koja se odnosi na hipoteku, kao i na izdavanje i promet dugoročnim hartijama od vrijednosti koje se izdaju na osnovu hipoteke. Hipoteka mora postati savremeni instrument pogodan za cirkulaciju na tržištu kapitala.

5) Zakon o insolventnosti privrednih društava

Zakon o insolventnosti nije riješio pitanje da li se prodaja dijela imovine stečajnog dužnika koja se sastoji u hartijama od vrijednosti u njegovom portfelju vrši po propisima koji regulišu stečajni postupak ili po propisima koji regulišu trgovinu hartijama od vrijednosti.

Odredbama člana 80. stav 1 i 3. Zakona o insolventnosti privrednih društava ("Službeni list, RCG", br. 06/02) propisano je da se prodaja dijela ili ukupne imovine iz stečajne mase vrši javnim nadmetanjem ili neposrednom pogodbom, kao i da svaki drugi način prodaje mora biti prethodno odobren od strane suda. Odredbom člana 4 istog zakona propisano je da se u stečajnom postupku shodno primjenjuju odredbe drugih zakona ukoliko nijesu regulisane ovim zakonom. S obzirom da Zakon o insolventnosti privrednih društava nije propisao poseban način sprovođenja javnog nadmetanja ili neposredne pogodbe pri prodaji hartija od vrijednosti iz stečajne mase, to je potrebno Zakonom o insolventnosti regulisati da li se prodaja na način propisan Zakonom o hartijama od vrijednosti i propisima donijetim na osnovu njega smatra prodajom koja podpada pod "javno nadmetanje" obuhvaćeno članom 80 stav 3 Zakona o insolventnosti, ili je obuhvaćena sintagmom "drugi način", prodaje kako bi se obezbijedilo jedinstveno tumačenje ovih odredbi i zadovoljili standardi transparentnosti kada je riječ o prodaji hartija od vrijednosti iz portfelja stečajnog dužnika.

6) Zakon o porezu na dobit pravnih lica

Ovim zakonom definisano je nekoliko rješenja koja direktno utiču na raspoloživi kapital koji se može koristiti za obavljanje poslovne aktivnosti.

Prihodi od dividende i dobiti drugih pravnih lica. Ovi prihodi se oporezuju samo jednom, prilikom isplate. Ovakvo rješenje je dobro jer se prihodi od dividende i učešća u dobiti drugih pravnih lica ne uključuju u poresku osnovicu kompanije što ih je naplatila. Prilikom isplate dividende ili dobiti drugih pravnih lica, kompanija koja vrši isplatu obračunava i plaća porez po odbitku, a dividenda ili dobit drugih pravnih lica se umanjuju za taj iznos.

Stopa poreza po odbitku na dividendu iznosi 15% a za iznos isplaćenih kamata iznosi 5%. Ovo rješenje se može tumačiti na način da se stimuliše zaduživanje kompanija u odnosu na prikupljanje kapitala emisijom akcija i direktnim ulaganjem.

U ovoj fazi razvoja tržišta kapitala, u kojoj je neophodno preduzeti što više mjera za omogućavanje razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori i učiniti to tržište atraktivnim za što veći broj učesnika, nema nikakvog opravdanja da stopa poreza po odbitku bude veća za isplate po osnovu dividende od isplata po osnovu kamata, te za porez po odbitku po osnovu kamata i dividende treba utvrditi istu poresku stopu.

Porez na dobit plaća se po stopi od 9%, što je najniža stopa u okruženju. Bilo bi mnogo stimulaturnije da se kompanije registrovane u Crnoj Gori, kao i nerezidente koji svoje poslovanje obavljaju u Crnoj Gori, oslobode od plaćanja poreza na dobit. Novac koji je jednom uložen u biznis ne bi se oporezovao dok god se koristi za poslovanje kompanije. Dobit bi se oporezovala jedino kad se izvlači iz poslovanja ili koristi za svrhe koje nisu vezane za obavljanje poslovanja. Na taj način bi se stimulisalo reinvestiranje dobiti i ulaganje u dugoročne hartije od vrijednosti.

Kapitalna dobit. Kapitalna dobit definisana je kao razlika između cijene po kojoj je ta roba stečena i cijene po kojoj je prodana. U vezi sa tretmanom kapitalne dobiti sa aspekta oporezivanja usvojen je princip da se polovina ostvarene kapitalne dobiti oporezuje po stopi od 9%.

Konsolidacija. Matična i zavisna preduzeća, u smislu ovog zakona, su ona preduzeća kod kojih matično ima posrednu ili neposrednu kontrolu nad najmanje 75% akcija ili udjela zavisnog preduzeća. Takvim rješenjem je uspostavljen veoma visok prag vlasništva za ostvarivanje prava na konsolidaciju poreskih bilansa povezanih ravnih lica.

I sa mnogo manjim procentom vlasništva se ostvaruje efikasna kontrola rada zavisnog preduzeća, te bi bilo cjelishodno uspostaviti prag vlasništva na nižem nivou vlasništva, naročito imajući u vidu da se nekim drugim zakonima, kada se definišu zabranjene aktivnosti između povezanih lica, procenat vlasništva za postojanje kontrole među povezanim licima uspostavlja na nivou od 20%.

7) Zakon o porezu na dohodak fizičkih lica

U ovom zakonu poslovanje hartijama od vrijednosti poreski se tretira kroz utvrđivanje poreza na: lična primanja, prihode od kapitala i kapitalne dobitke i gubitke. Do 01.01.2005. godine važno je oslobađanje plaćanja poreza na prihod fizičkih lica od investiranja u hartije od vrijednosti.

Kako je navedeno, izmjenama Zakona o porezu na dobit pravnih lica utvrđen je stimulativan poreski tretman na investicije u hartije od vrijednosti te bi ista rješenja trebalo primjeniti i u slučaju investiranja fizičkih lica. Na taj način bi svi investitori, fizička ili pravna lica, imala isti poreski tretman.

Odredbama člana 14 stavova 4 i 5 Zakona o porezu na dohodak fizičkih lica propisano je da se **ličnim primanjem** smatraju i primanja ostvarena u obliku akcija i da iznos tih primanja predstavlja **nominalna vrijednost akcija**. Navedene zakonske odredbe nisu u potpunosti jasne, jer nije utvrđeno što se smatra primanjem u obliku akcija (da li je to sticanje akcija po bilo kom osnovu, ili je to samo sticanje akcija po nekom posebnom osnovu (npr. sticanje akcija kroz raspodjelu profita) što bi trebalo precizirati. S obzirom da se akcije mogu sticati ili kupovinom, poklonom i reinvestiranjem (koje je u skladu sa Zakonom o porezu na dobit pravnih lica izuzeto od oporezivanja), to je cjelishodnije da se se i primanja po osnovu ovog sticanja tretiraju kao sticanje (kupovina) bilo koje druge imovine. Čak i da je jasno na koje vrste primanja po osnovu akcija se odnosi ovo rješenje, osnovica za plaćanje treba da bude tržišna vrijednost akcija kojima se trguje na berzi, a ne nikako nominalna vrijednost.

Odredbama člana 37 stav 1 tačka propisano je da se: "Prihodom of kapitala smatraju, između ostalog, udjeli u dobiti koje ostvare članovi uprave i zaposleni u novcu ili akcijama, dok je stavom 2 člana 37. propisano da se prihodom od kapitala smatraju se i primanja po osnovu akcija i učešća u kapitalu članova uprave i zaposlenih u društvu kapitala, a koje dobiju ili kupe pod povlašćenim uslovima.

Nije jasno zašto se obaveza plaćanja poreza utvrđuje u slučajevima kada članovi uprave i zaposleni, kroz učešće u raspodjeli dobiti, steknu novac ili akcije (i uopšte po kom osnovu oni mogu steći akcije po osnovu dobiti ako nisu akcionari), s obzirom da je Zakonom o privrednim društvima propisano da je dividenda isplata dijela profita akcionarima i da se ona isplaćuje svim licima koja su bila akcionari društva na dan kada je donijeta odluka o isplati dividendi. Nema osnova da se pravni položaj članova uprave i zaposlenih u vezi sa poreskim tretmanom prihoda od kapitala razlikuje od pravnog položaja bilo kog drugog akcionara. Takođe, članovi uprave i zaposleni u društvu kapitala mogu ostvarivati primanja po osnovu akcija i učešća u kapitalu samo kao i svi ostali akcionari, a ne ni pod kakvim povlašćenim uslovima, s obzirom da više nema transformacije pod povlašćenim uslovima, pa je na taj način odredba stava 2 ovog člana izlišna.

8) Zakon o bankama

U poglavlju VII, "Mjere za ozdravljenje banke", u članu 78b propisano je da, ako skupština akcionara ne donese odluku o emisiji akcija ili emisija ne uspije, Centralna banka može naložiti privremenom upravniku da organizuje prodaju postojećih akcija banke novim ulagačima.

Ograničavanje ili oduzimanje prava svojine nad akcijama propisano navedenim zakonskim odredbama veoma je osjetljivo pitanje za sprovođenje u praksi, posebno ako se imaju u vidu: 1) odredbe člana 45 stava 2 Ustava RCG, kojima je propisano da niko ne može biti lišen prava svojine, niti mu se pravo svojine može ograničiti, osim kada to zahtijeva javni interes utvrđen zakonom ili na osnovu zakona, i to uz naknadu koja ne može biti niža od tržišne, i, 2) odredbe Zakona o hartijama od vrijednosti po kojima se kupoprodaja akcija mora vršiti preko brokera na berzi.

Zakonom o bankama nije definisano da li se prodaja postojećih akcija mora izvršiti u skladu sa pravilima kontinuirane trgovine na berzi ili pravilima aukcijske prodaje na berzi, i koja su ovlašćenja privremenog upravnika po ovom pitanju. Stoga bi bilo poželjno da se ova pitanja definišu Zakonom o bankama, ne bi li se izbjegli sporovi po ovom pitanju.

8. DESK ISTRAŽIVANJE O PROPISIMA KOJI REGULIŠU VLASNIČKA PRAVA I NJIHOVU ZAŠTITU

Vlasnička prava na tržištu kapitala su prvenstveno zaštićena Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o hartijama od vrijednosti.

Vlasnička prava nad hartijama od vrijednosti propisana su Zakonom o hartijama od vrijednosti koji propisuje da se vlasnikom dematerijalizovane hartije od vrijednosti smatra se vlasnik računa kod Centralne Depozitarne Agencije na kojem se vodi hartija od vrijednosti, a koji to svojstvo stiče registracijom hartija od vrijednosti, kao i da je izvod iz registra Centralne Depozitarne Agencije je jedini i isključivi dokaz o vlasništvu nad hartijama od vrijednosti (Vidi: član 100 stav 1 i 2 Zakona o hartijama od vrijednosti).

Zakon o privrednim društvima, u cilju zaštite svojinskih prava akcionarima priznaje niz prava i ovlašćenja na njihovo ostvarivanje (Vidi: gore Zakon o privrednim društvima). Međutim, osnovno pitanje je ne samo da li su ta prava akcionara nominalno priznata zakonom, već i da li se ona zaista ostvaruju u praksi.

U cilju utvrđivanja stvarnog stepena zaštite akcionarskih prava u Crnoj Gori, osim njihovog zakonskog priznavanja bilo je potrebno istraživanjem utvrditi da li akcionari zahtijevaju ostvarivanje zakonom priznatih prava pred organima akcionarskog društva i sudom, i kakav je procesno-pravni položaj akcionara kao tužilaca u sporovima za ostvarivanje svojih prava pred sudom gdje se vlasnička prava ostvaruju. Da li su akcionari zahtijevali ostvarivanje svojih prava koja su im priznata Zakonom o privrednim društvima:

- pravo na zahtijevanje od Odbora direktora da sazove skupštinu;
- pravo na zahtijevanje od privrednog suda da sazove skupštinu;
- pravo na proširenje dnevnog reda skupštine;
- na kontrolu finansijskih izvještaja i imenovanje predstavnika koji će ispitati poslovanje ili računovodstvo društva;
- na predlaganje imenovanja svojeg predstavnika u Odboru direktora;
- da im se bez nadoknade dostavi kopija posljednjeg bilansa stanja i bilansa uspjeha društva, kopije izvještaja odbora direktora ili izvještaj revizora;
- pravo na tajno glasanje;

U nizu instrumenata zaštite manjinskih akcionara pravo sazivanja skupštine, pravo stavljanja dopune dnevnog reda, (fakultativno) pravo na izbor u upravu, pravo na obavješćavanje i istragu, itd. Zakon o privrednim društvima propisuje i pravo na sudsku zaštitu.

Pravo na sudsku zaštitu, uslovi za ostvarivanje prava akcionara sudskim – prinudnim – putem i ostvarivanje sudske zaštite u razumnom roku su osnovna prava koje treba da budu na raspolaganju akcionarima. Stoga

su za zaštitu vlasničkih prava od presudnog značaja procesne odredbe o uslovima za ostvarivanje ovog prava koje se ispoljavaju u obliku uslova za podnošenje akcionarskih tužbi, rasporeda tereta dokazivanja i raspodjele troškova postupka.

1) Pravo na podnošenje direktnih akcionarskih tužbi

Osnovni principi korporativnog upravljanja i osnovna prava akcionara zaštićena su Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o hartijama od vrijednosti. Osim pozitivnog priznavanja prava akcionara u pravnom sistemu, neophodno je odrediti i precizno pravno definisati i primijeniti odredbe kojima se akcionaru garantuje prinudno ostvarivanje priznatih prava u slučaju kršenja. Akcionarske tužbe su individualne, kolektivne i derivativne.

1.1 Pravo na individualnu akcionarsku tužbu

Pravo na individualnu akcionarsku tužbu propisano je članom 30 stav 5 tačka 3 i članom 30 stav 6 Zakona o privrednim društvima, kojim je navedeno da akcionar društva ili njegov nasljednik ima pravo da kod Privrednog suda podnese tužbu, u slučaju da su povrijeđena prava akcionara, odnosno ako postoje dokazi da se poslovanje društva vodi ili da odbor direktora koristi ovlašćenja na način da ugrožava prava tog akcionara ili drugih akcionara, ne poštujući njegove ili njihove interese kao akcionara iako su takve radnje učinjene u dobroj vjeri. Na primjer: individualna tužba se podnosi zbog povrede prava na učestvovanje u radu skupštine, stavljanja akcionara u neravnopravan položaj prilikom upisa nove serije akcija.

Naše pravo je zauzelo veoma liberalan stav kada je u pitanju ulaganje individualnih akcionarskih tužbi, jer pravo na podnošenje individualnih akcionarskih tužbi nije vezano za procenat učešća u kapitalu akcionarskog društva.

Regulisanje prava i uslova za ostvarivanje prava na ulaganje individualne akcionarske tužbe ima niz manjkavosti koje se mogu izbjeći pozivanjem na opšte pravne principe i pravila procesnog prava, ali bi ih prilikom budućeg zakonodavnog regulisanja trebalo upotpuniti. Na primjer:

- Zakon nije definisao ko su pasivno legitimisana lica (tuženi) prilikom podnošenja individualnih akcionarskih tužbi. Tuženi bi u svakom slučaju trebalo da bude društvo (jer je riječ o nezakonitim odlukama skupštine kojima je nanijeta šteta društvu), odnosno i društvo i članovi odbora direktora i izvršni direktor društva.

- Zakon nije definisao ni ko su aktivno legitimisana lica, već je samo definisao da to pravo ima "akcionar ili njegov nasljednik", ne precizirajući pritom da li se svojstvo akcionara koje ovlašćuje na podizanje akcionarske tužbe vezuje za dan podnošenja tužbe ili za dan kad je šteta nastala.

– S obzirom da Zakon o privrednim društvima upotrebljava pojam "ugrožavanja" prava, proizilazi da nastanak štete nije neophodan uslov za ulaganje ove akcionarske tužbe. Iako Zakonom o privrednim društvima to nije izričito propisano, polazeći od opštih načela obligacionog prava o prouzrokovanju štete, individualnu tužbu akcionar može podići kako za naknadu štete koju trpi (onda već nije riječ o "ugrožavanju" koliko o "kršenju" prava akcionara) ili radi uklanjanja opasnosti štete, dakle i u situacijama kada šteta još uvijek nije nastala (Vidi: član 154 i 156 Zakona o obligacionim odnosima).

1.2 Pravo na kolektivnu akcionarsku tužbu

Kolektivna tužba je tužba koju podiže jedan akcionar protiv društva ili članova odbora direktora radi priznavanja nekog prava koje mu pripada, s tim da odluka djeluje prema svim akcionarima koji se nalaze u istoj poziciji. Pravo na kolektivnu akcionarsku tužbu ustanovljeno je članom 30 stav 6 Zakona o privrednim društvima. Akcionar društva ili njegov nasljednik može pokrenuti postupak kod Privrednog suda, ako postoje dokazi da se poslovanje društva vodi, ili da odbor direktora koristi ovlašćenja na način da ugrožava prava tog akcionara ili drugih akcionara, ne poštujući njegove ili njihove interese kao akcionara i pored toga što su takve radnje učinjene u dobroj vjeri. U tom slučaju, akcionari zastupaju interese svih slično ugroženih akcionara, a ne samo sopstvene, itd.

Primjeri direktnih akcionarskih tužbi su:

- Tužbe zasnovane na ugovornom odnosu između društva i akcionara;
- Tužbeni zahtjev kojim se traži isplata dobiti koja je na skupštini društva deklarirana kao dividenda, te zahtjev da se isplati garantovana dividenda;
- Tužbeni zahtjev kojim akcionar nastoji ostvariti pravo na informisanje;
- Tužbeni zahtjev kojim akcionar zahtijeva od privrednog suda da sazove skupštinu akcionara;
- Tužbeni zahtjev radi ostvarenja glasačkog prava akcionara;
- Tužbeni zahtjev za naknadu štete zbog prevare prilikom izdavanja, kupovine ili prodaje akcija.

1.3. Pravo na derivativnu akcionarsku tužbu

Zakon o privrednim društvima kao pravilo postavlja pravilo da je akcionarsko društvo to koje ima isključivo pravo na tužbu radi zaštite interesa samog društva, tj. propisuje da, kada se utvrdi da je došlo do nepravilnosti u upravljanju ili poslovanju društva, društvo ima pravo da tuži odgovorno lice kod Privrednog suda, a ne njegovi akcionari (Vidi: član 30 stav 4 Zakona o privrednim društvima).

Zakon o privrednim društvima priznaje i pravo na tzv. derivativne akcionarske tužbe, kao izuzetne akcionarske tužbe. Tako, član 30 stav 5 propisuje da akcionar društva ili njegov nasljednik ima pravo da kod Privrednog suda podnese tužbu, ako: 1) je neka radnja društva nezakonita ili van ovlašćenja društva; 2)

većinski akcionari diskriminiraju manjinske akcionare; 3) su povrijeđena prava akcionara; 4) ona lica koja kontrolišu društvo, bilo da je to odbor direktora ili većinski akcionari, prevare manjinske akcionare.

2) Opšte karakteristike procesno-pravnog okvira za ulaganje akcionarskih tužbi

2.1. širok krug situacija za ulaganje derivativnih tužbi

Krug situacija koje omogućavaju podizanje derivativne akcionarske tužbe, kako je koncipiran postojećim Zakonom o privrednim društvima, izuzetno je širok. Naime, Zakon o privrednim društvima ne sadrži nikakva ograničenja za ulaganje derivativnih akcionarskih tužbi, npr. poput ograničenja da se ona ne može uložiti zbog nepravilnosti koje se mogu konvalidirati odlukom skupštine akcionara. Uvođenjem ovako širokih mogućnosti za ulaganje derivativnih tužbi stvorene su mogućnosti za zlopotrebu. Imajući u vidu potrebu zadovoljenja vlasničkih interesa u najkraćem mogućem roku, to bi bilo oportuno Zakonom ustanoviti obavezno podnošenje prethodnog zahtjeva skupštini društva.

Posljednjim izmjenama Zakona o privrednim društvima propisuje se da akcionar ima pravo na derivativnu tužbu ako je prethodno u pisanom obliku zahtijevao od društva da tuži odgovorno lice, a društvo je taj zahtjev odbilo ili nije podnijelo tužbu u roku od 30 dana od dana podnošenja zahtjeva.

Ovakvo zakonsko regulisanje je sporno kako sa teorijske, tako i sa praktične strane. Sa teorijske strane, ovakvo rješenje nije dobro jer društvu daje samo obavezu da pokrene postupak pred sudom u roku od 30 dana za naknadu štete, ali, sa druge strane, ne ostavlja mogućnost da se radnja kojom je nanijeta šteta konvalidira, pošto je rok izuzetno kratak i ne ostavlja dovoljno dug period za sazivanje skupštine na kojoj bi odluka mogla biti konvalidirana.

Procesno-pravni okvir za ulaganje derivativnih tužbi nije jasno definisan ni sa aspekta koji organ društva treba da odluči o podizanju tužbe protiv odgovornih lica – članova odbora direktora. Po pravilu, to bi trebala da bude skupština akcionarskog društva, s obzirom da se tužba podnosi protiv članova odbora direktora kao organa koji su ovlašćeni da predstavljaju i zastupaju društvo, pa, kao takvi, mogu zloupotrijebiti svoje pravo da budu ovlašćeni na pokretanje ovih sporova. Međutim, rok u kojem je društvo obavezno da pokrene postupak je izuzetno kratak (svega 30 dana, dok je u uporednom pravu najčešće 6 mjeseci). Dok je svakako opravdano ostavljanje kratkog roka društvu za odlučivanje o pokretanju spora, sa aspekta zaštite svojinskih prava akcionara, ovako kratak rok ne daje dovoljno vremena za donošenje odluka na zakonit način (jer se skupština ne može sazvati u kraćem roku od 30 dana od dana sazivanja), pa se u tom smislu utvrđivanje roka od 30 dana javlja kao formalna prepreka utvrđivanju izvjesnosti u vezi sa pokretanjem ovih postupaka.

2.2. Aktivno i pasivno legitimisana lica

Pravni okvir akcionarskih tužbi nije kompletno postavljen u procesno-pravnom smislu, jer nije precizno definisan krug aktivno i pasivno legitimisanih lica.

Kao aktivno legitimisani (tužioci) mogu se pojaviti samo akcionar društva ili njegov nasljednik. Zakon o privrednim društvima nije kao uslov za ostvarivanje ovog prava akcionara postavio ograničenje u pogledu broja akcija koje mora posjedovati akcionar, i u tom smislu je u potpunosti naklonjen zaštiti svojinskih prava. Sa druge strane, Zakon ne precizira da li je riječ o licu koje je akcionar u vrijeme ulaganja tužbe ili u vrijeme kada je nastala radnja kojom su ugroženi interesi akcionara.

Sa druge strane, pravo na ulaganje akcionarske tužbe nije priznato povjeriocima društva, niti imaocima zamjenljivih hartija od vrijednosti koji imaju pravo da te hartije od vrijednosti zamijene za akcije. Na ovaj način Zakon o privrednim društvima ne daje pun doprinos zaštiti svojinskih prava na tržištu hartija od vrijednosti.

Naime, Zakon o privrednim društvima nije definisao krug pasivno legitimisanih lica kod ovih akcionarskih tužbi. Zakon govori o "odgovornom" licu, pa se kao pasivno legitimisan u postupku po derivativnoj akcionarskoj tužbi može javiti pored članova odbora direktora, izvršnog direktora i sekretara društva i eventualno, zaposleni u društvu. Sa druge strane, postoji odredba da ako se prava akcionara, utvrđena ovim zakonom i statutom društva, ostvaruju u sudskom postupku, članovi odbora direktora zajednički će nadoknaditi troškove postupka i štetu koju su pretrpjeli akcionari zbog nepoštovanja njihovih prava (Vidi: član 44 stav 6 Zakona o privrednim društvima), pa se postavlja pitanje da li je ova obaveza odbora direktora isključiva, ili za štetu mogu biti odgovorni i drugi organi akcionarskog društva.

Zakon o privrednim društvima priznaje pravo akcionara da zahtijevaju od osnivača da nadoknade troškove društvu za sve obaveze nastale prije dana registracije, nastale zbog neispunjenja obaveza osnivača ili nesavjesnog postupanja osnivača prilikom osnivanja društva. Sporove vezane za nadoknadu ovih obaveza rješava nadležni sud (Vidi: član 20 stav 14 Zakona o privrednim društvima), pa se time, kao pasivno legitimisani, mogu naći i osnivači društva u sporovima za naknadu štete.

2.3. Dvostruke (višestruke) akcionarske tužbe

Zakon o privrednim društvima nije predvidio pravo na dvostruke (višestruke) derivativne akcionarske tužbe. Dvostruka akcionarska tužba je pravno sredstvo koje ulaže akcionar matičnog društva iz razloga što menadžment matičnog društva nije iskoristio zakonsku mogućnost i uložio tužbu protiv menadžmenta zavisnog društva.

S obzirom da pravo na dvostruki akcionarsku tužbu nije priznato samim zakonom, to je na sudskoj praksi da tumačenjem odredbi člana 30 zauzme stav da li su ova pravna sredstva dozvoljena u pravnom sistemu Crne Gore, odnosno da li postoji osnov za ulaganje ovih tužbi.

2.4. Rok zastarjelosti

Zakonodavac je u prvobitnom zakonskom tekstu Zakona o privrednim društvima iz 2002. godine propustio da odredi rokove zastarjelosti za podizanje ovih tužbi, pa je bilo sasvim neizvjesno u kojemu roku se akcionar može koristiti ovim pravnim sredstvom. Ovakvo propuštanje utvrđivanja rokova za korišćenje ovih procesno-pravnih sredstava čini sama vlasnička prava kako akcionara tako i zainteresovanih lica neizvjesnim.

Izmjenama Zakona o privrednim društvima iz 2007. godine propisano je da se tužba može podnijeti u roku od pet godina od dana nastanka štetne radnje, u kojem roku se može pokrenuti tužba i protiv odgovornih lica, kojima je prestala dužnost (funkcija) ili članstvo u društvu.

Ovakvim propisivanjem se postigla pravna izvjesnost kako akcionara tako i članova odbora direktora.

2.5. šteta kao uslov za podizanje derivativne tužbe

Zakon o privrednim društvima je liberalan jer ne postavlja nastanak štete kao uslov za podizanje ove akcionarske tužbe – dakle, nije se ograničio na slučajeve u kojima se konkretnim "nepravilnostima" nanosi materijalna šteta društvu. Ovim je rješavanje pitanja da li je postojanje štete uslov za ulaganje derivativne tužbe prebačen sa zakonodavca na sudove. Ovim je sudovima ostavljena mogućnost da načine značajan korak u pravcu daljeg osnaživanja prava akcionara.

Pravo na derivativnu tužbu definisano je i članom 50 Zakona o privrednim društvima. U slučaju spora, akcionar ima pravo da podnese tužbu sudu, u vezi sa spornim pitanjima vezanim za svako predloženo sticanje imovine od osnivača ili akcionara društva, u roku od dvije godine od dana registracije društva, a za koje je predloženo plaćanje iznosa većeg od jedne desetine akcionarskog kapitala (član 50 stav 1 tačka 3 Zakona o privrednim društvima).

2.6. Naknada troškova postupka

Odredba člana 44 stav 6 Zakona o privrednim društvima propisuje da: "Ako se prava akcionara, utvrđena ovim zakonom i statutom društva, ostvaruju u sudskom postupku, članovi odbora direktora zajednički će nadoknaditi troškove postupka i štetu koju su pretrpjeli akcionari zbog nepoštovanja njihovih prava." Ovakvom odredbom akcionarima su data vrlo široka ovlašćenja i motivisani su na ulaganje tužbe, što je od posebnog značaja za popularizaciju derivativne tužbe.

3) Analiza pravnog okvira akcionarskih tužbi i preporuke za dalje regulisanje u cilju potpunije zaštite akcionarskih prava pred sudom

Pravni okvir akcionarskih tužbi u pravnom sistemu Crne Gore postavljen je veoma liberalno, jer:

- pravo na podnošenje tužbe akcionara nije vezano za procenat učešća u kapitalu akcionarskog društva;
- pravo akcionara nije ograničeno tzv. "prethodnim zahtjevom akcionara", tj. nijesu propisana ograničenja za ulaganje akcionarskih tužbi poput, na primjer, ograničenja da se ona ne može uložiti zbog nepravilnosti koje se mogu konvalidirati odlukom skupštine akcionara;
- utvrđivanjem obaveze članova odbora direktora da zajednički nadoknade troškove postupka i štetu koju su pretrpjeli akcionari zbog nepoštovanja njihovih prava.

Pravni okvir akcionarskih tužbi treba postaviti jasnije polazeći od:

- definisanja kruga aktivno i pasivno legitimisanih lica;
- definisanja procesnih uslova za podnošenje tužbi (npr. kod derivativnih tužbi precizirati da li je uslov za podizanje ove tužbe nastanak štete ili ne);
- definisanja da li pravo na ulaganje tužbe ima lice koje je akcionar u vrijeme ulaganja tužbe ili u vrijeme kada je nastala radnja kojom su ugroženi interesi akcionara;
- priznavanja prava na ulaganje akcionarskih tužbi i povjeriocima društva koji ispunjavaju određene uslove;
- priznavanja prava na ulaganje akcionarskih tužbi i imaocima zamjenljivih hartija od vrijednosti koji imaju pravo da te hartije od vrijednosti zamijene za akcije;
- priznavanja pravo na dvostruke (višestruke) derivativne akcionarske tužbe, i određenja kruga pasivno legitimisanih lica u ovim slučajevima;
- definisanja rokova zastarjelosti za podizanje ovih tužbi;
- određivanje organa akcionarskog društva koji podnosi tužbu u ime društva (u hrvatskom, slovenačkom i njemačkom pravu odluku donosi glavna skupština društva, dok se manjinskim akcionarima daje mogućnost da utiču na podnošenje te tužbe, odnosno da imenuju posebne zastupnike koji će predstavljati društvo u sudskom postupku protiv članova upravnih organa);
- kako bi se spriječila zloupotreba prava akcionara da podnošenjem tužbe nanese štetu akcionarskom društvu i normalnom odvijanju njegovog poslovanja, potrebno je podnošenje tužbe usloviti potrebom prethodnog utvrđivanja opravdanosti i svrhovitosti podnošenja takve tužbe za društvo, pa saglasnost za njeno podnošenje treba da da skupština društva, sud ili posebni odbori unutar akcionarskog društva.

4) Odgovornost za zaštitu svojinskih prava u slučaju netačnih, nepotpunih ili obmanjujućih podataka o prospektu

Zakon o hartijama od vrijednosti propisuje posebnim pravilima odgovornost za neistiniti i netačan prospekt, dok za sve ostale slučajeve važe opšta pravila o odgovornosti.

4.1. Nepotpunost podataka u prospektu kao uslov odgovornosti

Zakon o hartijama od vrijednosti u članu 37 stav 2 kao uslov za naknadu štete propisuje da je podatak u prospektu neistinit, netačan ili nepotpun. Bilo bi neophodno, u cilju zaštite interesa investitora u hartije od vrijednosti, Zakonom propisati kada se smatra da je prospekt nepotpun, što nije propisano Zakonom o hartijama od vrijednosti.

Tumačeći odrebu člana 37 stav 2 koja propisuje da se naknada štete može tražiti "zbog nepotpunog podatka predviđenog članom 34 ovog zakona" proizilazi da je prospekt nepotpun samo ukoliko ne sadrži podatke propisane pravilima Komisije. Ovakvo zakonsko rješenje ne odgovara potrebama učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, jer se, na primjer, ne bi smatralo da je prospekt nepotpun ukoliko ne sadrži podatak o nekoj činjenici koja nije propisana propisima Komisije, ali koja je razumno potrebna za donošenje odluke u vezi sa investiranjem. Kako je osnovna svrha propisivanja pravila o odgovornosti za neistiniti i netačan prospekt da se izbjegne primjena opštih pravila o odgovornosti, to je neophodno da se **zakonom o hartijama, koji je lex specialis, definiše kada se prospekt smatra nepotpunim**. Odredbom člana 37 stav 2 Zakona se odgovornost za neistiniti i netačan prospekt odnosi samo na lice "koje stekne hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta i pretrpi štetu". Zakon o hartijama od vrijednosti ne zahtijeva da je podatak koji je neistinit, netačan ili nepotpun "bitan" odnosno "značajan", što proširuje krug situacija koje se mogu pojaviti kao činjenični osnov koji daje pravo na naknadu štete.

4.2. Dokazivanje postojanja uzročne veze kao uslov odgovornosti

Pravo na naknadu štete Zakonom se priznaje samo licu koje "stekne hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta", što znači da sudovi od investitora **moraju tražiti dokaz postojanja dvije uzročne veze**: prvo, da je netačnost, neistinitost ili nepotpunost prospekta navela investitora da stekne određene hartije od vrijednosti, i drugo: da postoji uzročna veza između skrivanja podataka u prospektu ili njihovog netačnog prikazivanja i nastale štete (npr. pada vrijednosti akcija). Položaj investitora kao tužilaca ovim je pretjerano otežan, pa bi bilo cjelishodnije da se zakonodavac opredijelio da ustanovi pretpostavku da je lice steklo hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta, jer je osnovna svrha prospekta upravo u obavještanju investitora. Ovim je procesni položaj investitora uveliko otežan i njegovo pravo na naknadu

štete optreće se brojnim teretima u vezi sa dokazivanjem. Stoga bi Zakonom o hartijama od vrijednosti potrebno ustanoviti zakonsku pretpostavku da je lice steklo hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta, odnosno da se u članu 37 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti briše riješi "oslanjajući se na podatke iz prospekta".

4.3. Određivanje lica koje ima pravo na naknadu štete

Određivanje lica koje ima pravo na naknadu štete, takođe, nije uređeno na zadovoljavajući način. Naime, odredba da pravo na naknadu štete imaju samo lica koja "steknu hartije od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta", što bi značilo samo ono lice koje akcije stekne u primarnoj emisiji, jer je samo ono hartije od vrijednosti steklo oslanjajući se na podatke iz prospekta. Pravo na naknadu štete se odriče daljim sticaocima akcija, što je nelogično i sasvim neopravdano rješenje. Emitentovu odgovornost ne treba ograničavati samo na kupca akcija u primarnoj emisiji, već je opredijeliti prema svakom imaocu hartija. U ostalom, ostalim imaocima hartija emitent odgovara prema opštim pravilima o deliktnoj odgovornosti, pošto Zakon o obligacionim odnosima predviđa odgovornost svakog štetnika drugom licu, osim ako dokaže da štetu nije skrivio (Vidi: član 154 Zakona o obligacionim odnosima).

4.4. Određivanje kruga odgovornih lica

Određivanje kruga odgovornih lica naš zakonodavac je riješio nabrojanjem kruga lica koja su odgovorna za podatke iz prospekta, među kojima navodi: emitenta, ponuđača, odgovorno lice emitenta ili ponuđača ili bilo koje drugo lice koje je odgovorno za prospekt. Određivanje kruga lica odgovornih zakonodavac je riješio dosta široko i time izašao u susret interesima investitora. Međutim, prilikom tog određivanja zakonodavac je upotrijebio pojam "odgovorno lice emitenta ili ponuđača", tako da nije sasvim jasno da li je pojmom "odgovorno lice" obuhvaćen samo izvršni direktor emitenta koji treba da vodi računa i da se stara o zakonitosti poslovanja emitenta, ili se pod pojmom "odgovornog lica" mogu obuhvatiti i članovi odbora direktora.

4.5. Odgovornost za štetu u slučaju promijenjenih okolnosti

Odgovornost za štetu u slučaju promijenjenih okolnosti regulisana je članom 35 Zakona o hartijama od vrijednosti koji obavezuje emitenta da "svaku novu važnu činjenicu ili netačnost u prospektu koja može uticati na cijenu hartije od vrijednosti, a koja nastane ili za koju se sazna u periodu od objavljivanja prospekta do isteka roka za upis i uplatu hartija od vrijednosti", navede ili ispravi u dodatku prospekta, koji mora biti dostupan javnosti na isti način kao i prospekt (Vidi član 35 stav 1 Zakona o hartijama od vrijednosti). Kod odgovornosti u slučaju promijenjenih okolnosti zahtijeva se da je podatak koji nije naveden ili je izmijenjen "važan", što se ne zahtijeva kada je riječ o odgovornosti za neistinit i netačan prospekt (Vidi:

član 37 Zakona o hartijama od vrijednosti). Osnovni nedostatak odgovornosti zbog promijenjenih okolnosti, međutim, sadržan je u stavu 2 ovog člana koji propisuje da: "lice koje je izvršilo upis i uplatu hartija od vrijednosti prije objavljivanja dodatka prospekta može odustati od upisa tih hartija i tražiti povraćaj uplaćenih sredstava". Naime, ovim se definiše pravo na poništaj ugovora lica koje je izvršilo kupovinu prije objavljivanja dodatka prospekta, a ne priznaje nikakvo pravo licu koje je steklo nakon objavljivanja prospekta. Ovakvo pravo nesumnjivo pripada ne samo licu koje je hartije od vrijednosti steklo prije objavljivanja dodatog prospekta (pravo na poništaj) i koje Zakon o hartijama od vrijednosti priznaje, nego i licu koje je hartije od vrijednosti steklo nakon objavljivanja prospekta, u kom slučaju to lice ima pravo na jednostrani raskid ugovora zbog promijenjenih okolnosti.

Zakon ni u regulisanju prava lica koje je steklo hartije od vrijednosti prije objave prospekta, ni lica koje je steklo hartije od vrijednosti poslije objave prospekta ne priznaje pravo na naknadu štete. Naime, član 35 stav 2 Zakona o hartijama od vrijednosti propisuje samo pravo da odustane od upisa tih hartija i traži povraćaj uplaćenih sredstava, ali ne i pravo na naknadu štete. Međutim, i u slučaju raskida i u slučaju poništaja ugovora imalac hartije ima pravo da traži naknadu štete po opštim pravilima deliktneog prava.

4.6. Rok za ulaganje tužbe

Rok za ulaganje tužbe za naknadu štete usljed netačnosti, neistinitosti ili nepotpunosti podataka iz prospekta nije određen Zakonom o hartijama od vrijednosti. S obzirom da ovaj rok nije propisan zakonom o hartijama, onda važi opšti rok propisan za tužbu u slučaju rušljivosti ugovora zbog mana volje (subjektivan rok od jedne godine i objektivan rok od tri godine od dana kada su hartije prvi put ponuđene na prodaju) što je sasvim dug rok koji štiti interese investitora. Međutim, s obzirom da Zakon o hartijama od vrijednosti predstavlja poseban zakon kojim je trebalo na naročiti način riješiti pitanje odgovornosti, to je opravdano da se i rok za tužbu utvrdi ovim zakonom, kako se ne bi javljala potreba za različitim tumačenjima.

III DIO Empirijska analiza prakse korporativnog upravljanja u Crnoj Gori

Pored iscrpnog desk istraživanja radni tim na projektu "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" sproveo je i dva terenska istraživanja čiji je cilj bio da se uradi empirijska analiza prakse korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, da se dâ ocjena postojećeg stanja i pruže adekvatne preporuke za njegovo unapređenje.

U nastavku Izvještaja prezentirani su rezultati ovih terenskih istraživanja:

- I) Ocjena opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori;
- II) Analiza rada sudova i sudske prakse u odnosu na korporativno upravljanje.

Terenska istraživanja su ukazala da se u praksi ne koriste svi mehanizmi i mogućnosti koje zainteresovane strane u korporativnom upravljanju imaju shodno zakonima i propisima u ovoj oblasti. Uzrok tome između ostalog leži u neadekvatnoj informisanosti ili neposjedovanju adekvatnih znanja zainteresovanih strana o pravima koje imaju. Stoga je potrebno intenzivirati programe edukacije u ovoj oblasti.

1. Terensko istraživanje:

OCJENA OPŠTEG STANJA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

Terensko istraživanje čiji je cilj bio da se dâ ocjena opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj je realizovano u 16 crnogorskih opština, na uzorku od 168 akcionarskih društava. Ovakvo istraživanje se po prvi put realizuje u Crnoj Gori, i stoga može poslužiti za definisanje polaznih ocjena u odnosu na koje će se pratiti kasniji napredak i vršiti, eventualni, monitoring postignutog.

Istraživanje **Ocjena opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori** je realizovano sa ciljem utvrđivanja osnovnih karakteristika korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima u Crnoj Gori i pružanju empirijske podloge, odnosno građe za razvoj korporativnog upravljanja, kako sa stanovišta posebnih odredbi o korporativnom upravljanju sadržanim u Zakonu o privrednim društvima, tako i sa aspekta ustanovljavanja potrebe za uspostavljanjem nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja.

Na osnovu sprovedenog kompleksnog i sveobuhvatnog istraživanja došlo se do rezultata kojim se utvrđuju ključni akteri i odnosi u sistemu korporativnog upravljanja, i ukazuje na nekoliko ključnih razvojnih izazova korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Istraživanje je realizovano na način da se definiše i promoviše dobra praksa, ukaže na potrebu za boljom zaštitom interesa malih akcionara, potrebu za snažnijom ulogom odbora direktora i većom transparentnošću nagrađivanja odbora direktora, uz definisanje korelacije između njihovih primanja i ostvarenih poslovnih rezultata.

Spovedeno istraživanje je, u skladu sa definisanim ciljevima, omogućilo prikupljanje adekvatne empirijske građe (sloboda transfera vlasništva, zaštita manjinskih akcionara u kompanijama, analiza organa upravljanja preduzećem, situacija konflikta interesa i povezana lica, transparentnost, analiza sadržaja i načina informisanja učesnika na tržištu kapitala i dr.) nadasve neophodne za ocjenu postojećeg stanja korporativnog upravljanja i davanje preporuka za dalji razvoj korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Pored glavnih nalaza, izvještaj sadrži analizu rezultata koja se odnose na:

- skupštinu akcionarskih društava,
- odbor direktora,
- izvršnog direktora,
- konflikt interesa,
- transparentnost i
- opšta akta preduzeća.

1.1. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Istraživanje o ocjeni opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori otpočelo je u junu 2007. godine, kada su odrađene pripremne aktivnosti u cilju kreiranja upitnika i početka procesa realizacije ovog projektnog zadatka.

U skladu sa prihvaćenom metodologijom istraživanje je sprovedeno u 16 crnogorskih opština, a uzorkom je obuhvaćeno 168 akcionarskih društava. Struktura realizovanog uzorka data je u sljedećoj tabeli, gdje su anketirana akcionarska društva predstavljena brojno, po opštinama i po regionu uz poređenje sa planiranim uzorkom.

Tabela 1: Planirani i ostvareni broj anketiranih preduzeća

Opština	Ostvareni uzorak	Planirani uzorak	Odstupanje
Podgorica	79	78	+1
Nikšić	13	22	-9
Danilovgrad	2	4	-2
Cetinje	1	6	-5
CENTAR	95	110	-15
Andrijevica	1	1	
Berane	10	12	-2
Bijelo Polje	14	18	-4
Pljevlja	7	9	-2
Rožaje	8	8	
Plužine	1	1	
Žabljak	-	1	-1
šavnik	-	1	-1
Kolašin	-	1	-1
Mojkovac	-	2	-2
Plav	-	2	-2
SJEVER	41	56	-15
Bar	8	8	
Budva	6	6	
Herceg Novi	4	6	-2
Kotor	8	8	
Tivat	2	2	
Ulcinj	4	4	
JUG	32	34	-2
UKUPNO	168	200	-32

Prikupljanje podataka je obavljeno u julu 2008. godine (07. jul – 28. jul), i vršeno je kroz direktne intervju sa ovlašćenim predstavnicima akcionarskih društava. Za rad na terenu anagažovani su anketari koji su prošli jednodnevnu obuku o sadržini upitnika, cilju istraživanja, kao i rokovima za prikupljanje podataka.

Uzorkom je bilo predviđeno anketiranje 200 akcionarskih društava. Nakon završetka terenskog istraživanja, ukupno je prikupljeno 168 anketa, što je za 32 ankete manje od planiranog broja. Razlog ovakvog rezultata je u činjenici da je jedan broj preduzeća bio u fazi zatvaranja odnosno u stečaju, ili su preduzeća već bila zatvorena. Takođe, bilo je i akcionarskih društava koja su u procesu privatizacije reorganizovana u neki drugi organizacioni oblik. Sva preduzeća iz baze podataka akcionarskih društava su kontaktirana i na osnovu informacija sa terena, 15 akcionarskih društava, nije bilo u mogućnosti da odgovori na pitanja iz upitnika zbog obima posla i trajanja odmora ovlašćenih predstavnika u periodu realizacije istraživanja.

Bez obzira na navedeno, smatramo da odstupanje od inicijalno utvrđenog uzorka neće ugroziti objektivnost dobijenih rezultata istraživanja.

Anketa je bila anonimna, što znači da je identitet ispitanika u potpunosti zaštićen, a izvještaj sadrži isključivo kumulativne analize. Svaki namjeran pokušaj da se na bilo koji način dođe do ličnih podataka ispitanika biće smatran i tretiran kao ozbiljni prekršaj.

Za realizaciju ovog istraživanja, pripremljen je upitnik koji sadrži 101 pitanje, uključujući demografske karakteristike anketiranih preduzeća i njihovih ovlašćenih predstavnika. Pitanja u upitniku definisana kao pitanja otvorenog i zatvorenog tipa.

Unos podataka urađen je u programu Microsoft Excel, dok je obrada podataka sa potrebnim logičkim kontrolama odrađena u SPSS programu (Statistički paket za društvene nauke). SPSS je softverski program za obradu i analizu podataka. Može se koristiti za istraživanje tržišta, intervjuisanje kompanija i institucija, istraživanje obrazovnih institucija, itd.

Uzimajući u obzir način na koji je uzorak kreiran, njegovu reprezentativnost, kao i primijenjenu metodologiju, smatramo da se prezentirani nalazi mogu tretirati kao validni pokazatelji opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

1.2. NALAZI ISTRAŽIVANJA

Kako je ranije navedeno istraživanje je obuhvatilo više segmenata u cilju ocjene opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

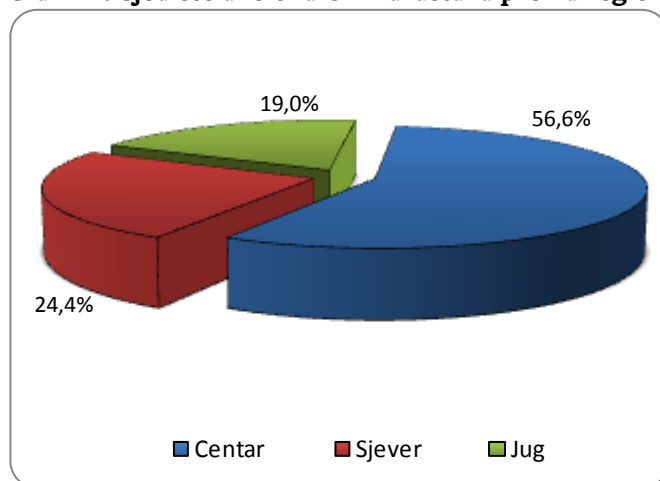
U ovom izvještaju su, između ostalog, obrađeni sljedeći aspekti:

- skupština akcionarskih društava,
- odbor direktora,
- izvršni direktor,
- konflikt interesa,
- transparentnost i
- opšta akta preduzeća.

a) Demografske karakteristike akcionarskih društava i njihovih ovlašćenih predstavnika

Ukupan broj anketiranih preduzeća iznosi 168. S obzirom na stratifikaciju uzorka, struktura po regionima je različita, pa se tako u uzorku našao najveći broj akcionarskih društava sa sjedištem u centralnom regionu.

Grafik 1. Sjedište akcionarskih društava prema regionu



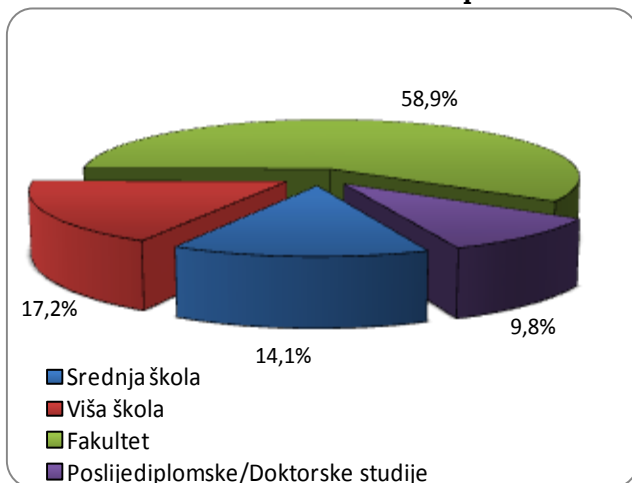
U 63,9% slučajeva ovlašćeni predstavnici anketiranih akcionarskih društava su muškarci, dok žene čine 39,1% uzorka.

Kada je u pitanju starosna struktura ispitanika, možemo zaključiti da su u najvećoj mjeri zastupljeni ispitanici srednjih godina. Više od jedne trećine je starosti između 51 i 60 godina (34,2%), a svaki četvrti starosti od 31 do 40 i od 41 do 50 godina (po 25,3%). Prosječna starost iznosi 45 godina.

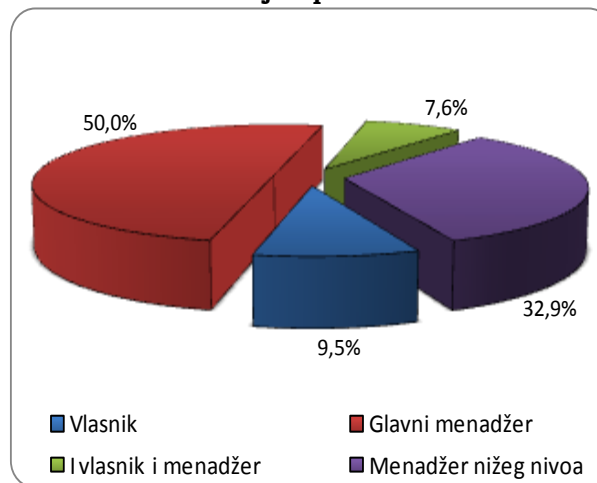
Više od polovine ispitanih (58.9%) je sa fakultetskim obrazovanjem, višu školu je završio skoro svaki peti ispitanik, a srednju 14,1% (Grafik 2).

U svakom drugom slučaju (50,0%) ovlašćeni predstavnici anketiranih akcionarskih društava su glavni menadžeri kompanije, a jedna trećina je menadžer nižeg nivoa (32,9%), (Grafik 3).

Grafik 2. Obrazovna struktura ispitanika

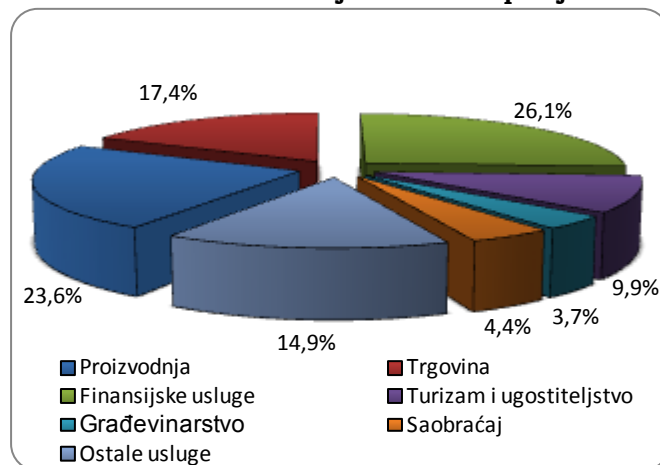


Grafik 3. Funkcija ispitanika



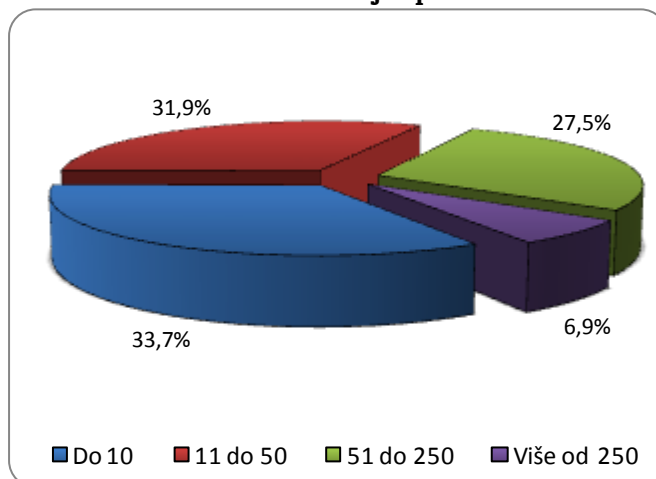
U najvećem broju slučajeva (26,1%, odnosno 23,6%) glavna djelatnost posmatranih akcionarskih društava su finansijske usluge i proizvodnja.

Grafik 4. Glavna djelatnost kompanije



Nešto više od polovine anketiranih kompanija je osnovano nakon 1991. godine (30,9% - poslije 2000. godine i 24,7% u periodu od 1991. do 2000. godine). Jedna trećina kompanija (35,2%) je osnovana prije 1980. Polazeći od broja zaposlenih, anketirana akcionarska društva najčešće pripadaju kategoriji mikro i malih preduzeća. Po jedna trećina ispitanika je navela da radi u kompaniji koja broji do 10 zaposlenih (33,3%) i od 11 do 50 (31,9%). U kategoriju srednjih preduzeća spada 27,5%, dok velika preduzeća čine 6,9% ukupnog uzorka. Prosječan broj zaposlenih u posmatranim kompanijama iznosi 81.

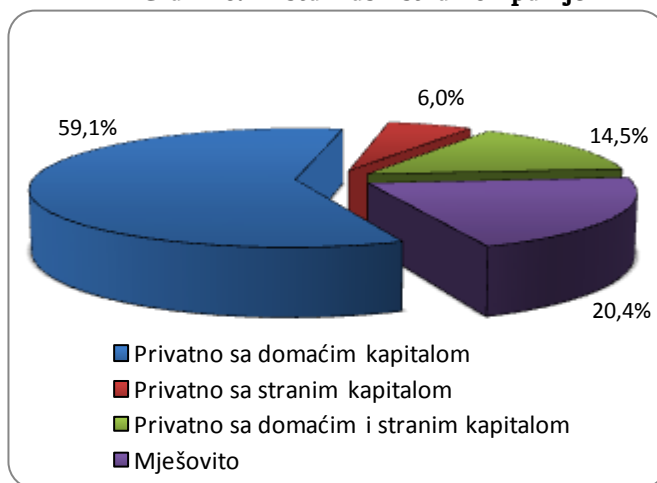
Grafik 5. Broj zaposlenih



Sagledavajući vlasništvo, rezultati su pokazali da je 59,1% akcionarskih društava u privatnom vlasništvu sa domaćim kapitalom.

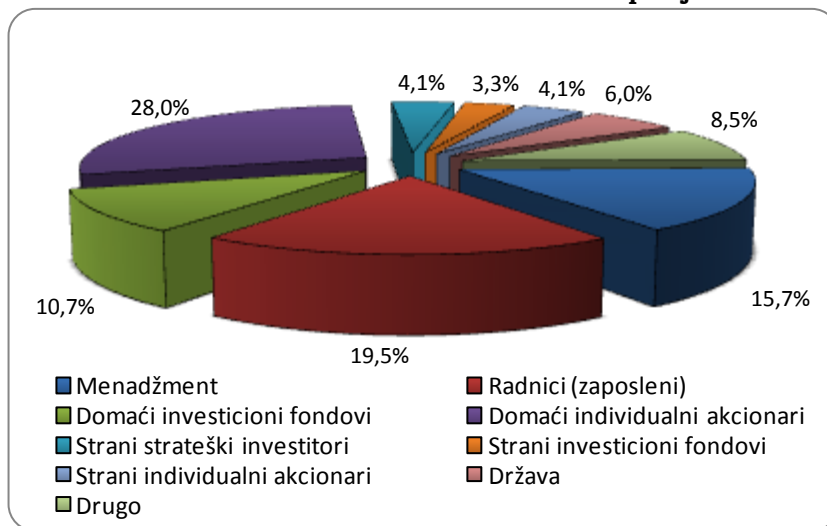
Svaka peta kompanija (20,4%) navodi da je u mješovitom vlasništvu, odnosno u državnom i privatnom. Kada je u pitanju vlasništvo države, u 41,7% slučajeva ona je većinski vlasnik, a u svakom četvrtom slučaju (25,0%) je jedini vlasnik. Procenat privatnog vlasništva se najčešće kreće od 26 do 50% (u 44,4% slučajeva).

Grafik 6. Vrsta vlasništva kompanije



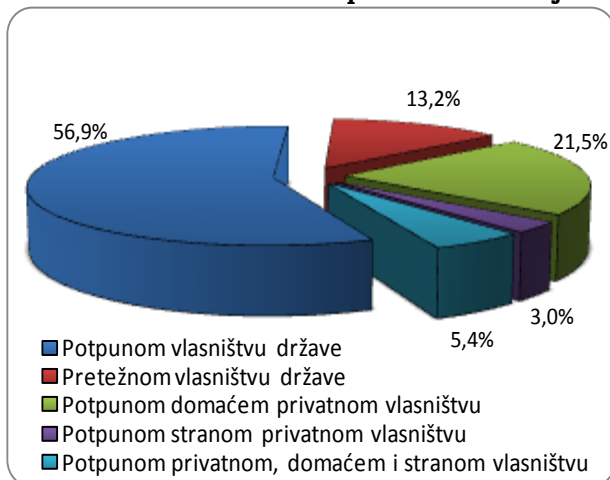
Detaljnija analiza strukture vlasništva kompanije pokazuje da su u 28,0% slučajeva vlasnici domaći individualni akcionari, u 19,5% radnici i 15,7% menadžment. Skoro jedna trećina domaćih individualnih akcionara (31,8%) je vlasnik kompanije od 75 do 100%. Radnici su u 39,1% slučajeva manjinski akcionari, do 10% vlasništva kompanije, dok je menadžment u posmatranim preduzećima u nešto manje od tri petine slučajeva (64,8%) većinski vlasnik (od 51 do 100% vlasništva).

Grafik 7. Struktura vlasništva kompanije

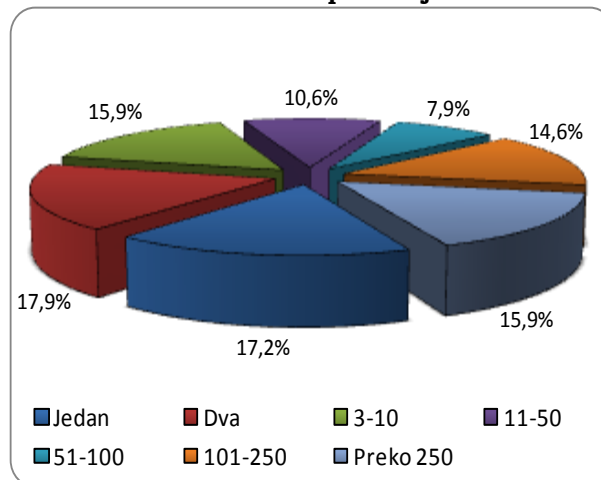


U 56,9% slučajeva kompanija je prilikom osnivanja bila u potpunom vlasništvu države, a svaka peta (21,5%) u potpunom domaćem privatnom vlasništvu (Grafik 8). U približno istom procentu ukupan broj vlasnika je jedan, odnosno dva (17,2% i 17,9%), dok se u po 15,9% slučajeva broj kreće od tri do deset vlasnika i preko 250 (Grafik 9).

Grafik 8. Vlasništvo prilikom osnivanja



Grafik 9. Ukupan broj vlasnika



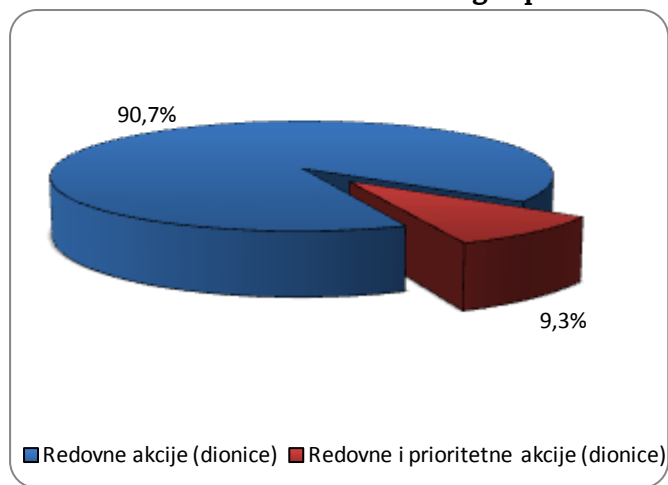
S obzirom da je u 35,1% slučajeva svojina koncentrirana u rukama jednog do dva akcionara, značajan aspekt korporativnog upravljanja treba da bude fokusiran na konflikte između manjinskih i većinskih akcionara ili između većinskih akcionara i menadžera.

Skoro svaka druga kompanija iz uzorka (45,3%) je ostvarila godišnji promet veći od 1.000.000 EUR u 2007. godini. Za 18,9% kompanija promet je bio manji od 50.000 EUR.

Redovne akcije su osnovni kapital za 90,7% kompanija, dok u 9,3% kompanija osnovni kapital čine redovne i prioritetne akcije. Detaljnija analiza pokazuje da je učešće prioritetnih akcija u osnovnom kapitalu najčešće do 10% (60,4% preduzeća).

Ovakvo stanje ukazuje na nedovoljnu razvijenost akcionarstva, s obzirom na velike mogućnosti koje kompaniji stoje na raspolaganju kada izdaje povlašćene akcije. Takođe, treba imati u vidu da je veoma mali broj kompanija prikupljalo kapital izdavanjem obveznica na tržištu.

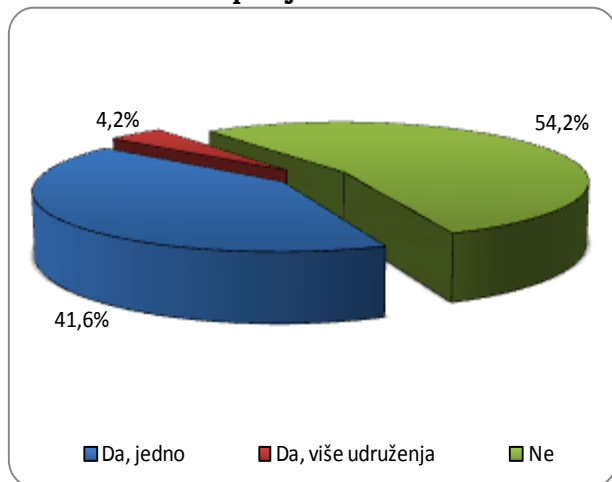
Grafik 10. Struktura osnovnog kapitala



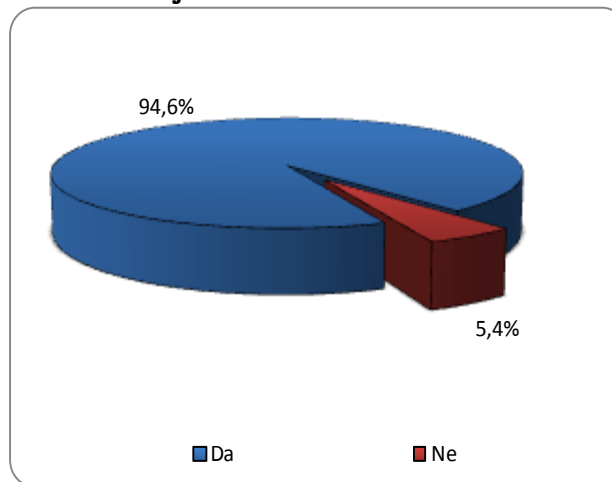
Iako u više od polovine anketiranih preduzeća (54,2%) ne postoji udruženje akcionara, ipak je značajno to što u 41,6% slučajeva postoji jedno udruženje. Postojanje više udruženja je navelo 4,2% kompanija (Grafik 11).

U 94,6% kompanija redovne akcije nose jednaka glasačka prava (Grafik 12).

Grafik 11. Postojanje udruženja akcionara u kompaniji



Grafik 12. Postojanje jednakih glasačkih prava kod redovnih akcija



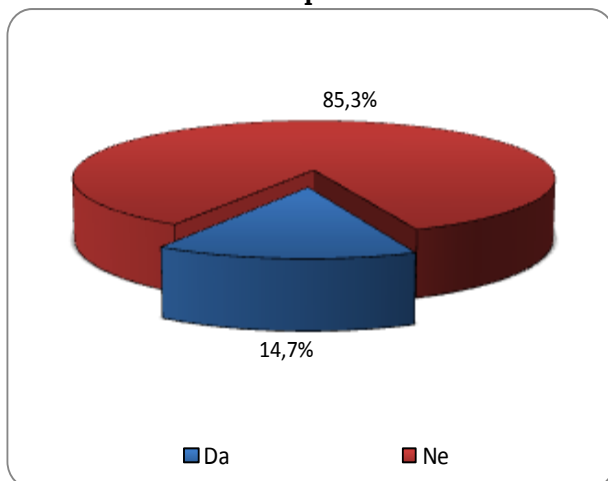
b) Skupština akcionarskog društva

Skupština je najviši organ akcionarskog društva. To znači da na samoj skupštini kao organu akcionari izražavaju svoju volju i da bez skupštine kao organa nema akcionarskog društva. Akcionari odluke donose u tom organu i zato je skupština akcionara mjesto na kojem se ostvaruju upravljačka prava akcionara. S obzirom na veliki značaj odluka koje se donose na skupštini akcionara od prevashodnog je značaja kako se skupština akcionara organizuje.

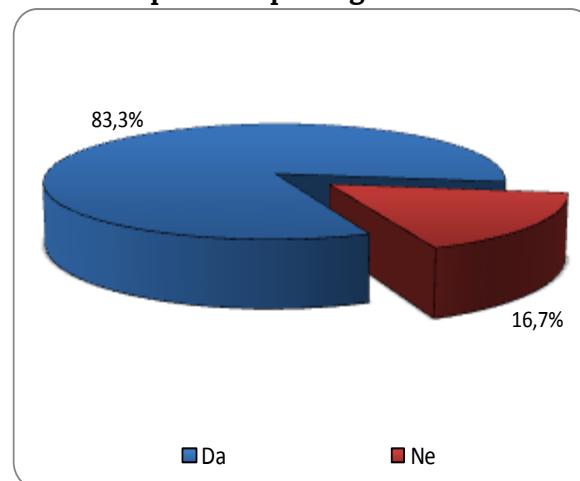
Ovlašćeni predstavnici akcionarskih društava u 85,3% slučajeva navode da manjinski akcionari nijesu zahtijevali od odbora direktora sazivanje skupštine (Grafik 13). Ukoliko su to učinili, najčešće su to uradili jednom (70,8%), a maksimalno tri puta (12,5%). U nešto više od četiri petine slučajeva (83,3%) odbor direktora je prihvatio takav predlog (Grafik 14).

Dodatnom analizom, dolazi se do podatka da su manjinski akcionari koji su se jednom obratili sa zahtjevom sazivanja skupštine odbor direktora je najčešće prihvatio takav zahtjev (88,9%).

Grafik 13. Zahtjevi od odbora direktora za sazivanje skupštine

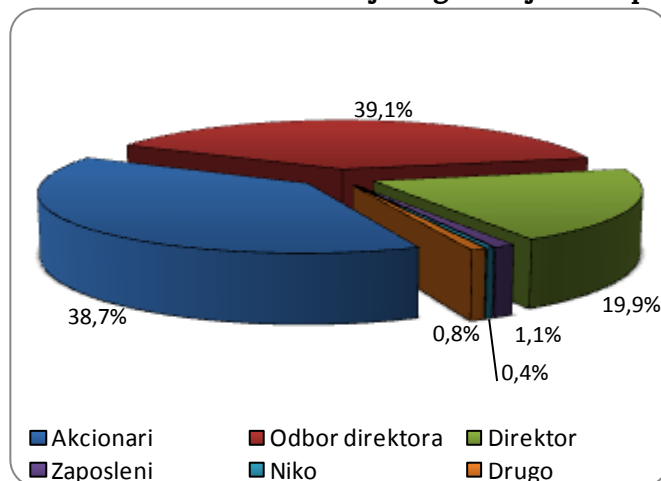


Grafik 14. Da li je odbor direktora prihvatio predlog



Odluke od najvećeg značaja u kompaniji donose odbor direktora i akcionari (39,1% i 38,7%).

Grafik 15. Ko donosi odluke od najvećeg značaja u kompaniji?



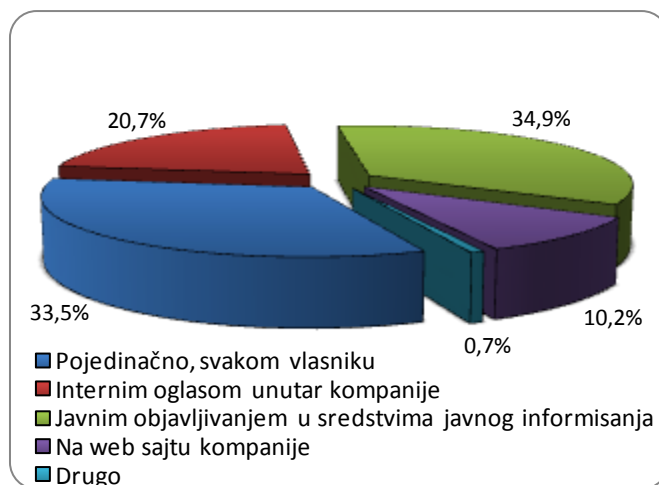
Osnovno pitanje na koje korporativno upravljanje treba da pruži odgovor jeste: Ko donosi odluke od najvećeg značaja u kompaniji, jer ono daje odgovor na pitanje kakva je distribucija ovlašćenja i odgovornosti u kompaniji. Približno jednak procenat odluka koje donose akcionari (38,7%) i odbor direktora (39,1%) ukazuje da odlučivanjem dominiraju skupština akcionara i odbor direktora što je veoma dobar rezultat sa aspekta razvoja korporativnog upravljanja. Međutim, ovaj podatak treba analizirati uz podatak da li, i u kojoj mjeri, odbor direktora usvaja predloge izvršnog direktora.

U najvećoj mjeri skupština usvaja predloge odbora direktora (60,0% uvijek i 37,0% često), takođe i odbor direktora usvaja predloge direktora i to često (55,9%) i uvijek (39,6%). Predlog izvršnog direktora najčešće bude prihvaćen (često 55,9% i uvijek 40,4%). Činjenica da predlog izvršnog direktora najčešće bude prihvaćen ukazuje da izvršni direktor ima dosta značajnu ulogu prilikom odlučivanja i dosta značajan uticaj na samo korporativno upravljanje unutar kompanije. Ovo nas vodi zaključku da su odbori direktora pod velikim uticajem izvršnog direktora, jer njegove predloge odbacuju u svega 3,7% slučajeva. Dakle, odbori direktora imaju sprovednu ulogu u korporativnom upravljanju u odnosu na izvršnog direktora, jer ne odlučuju na sopstvenu inicijativu, već na inicijativu izvršnog direktora.

Pravo da učestvuju u radu skupštine, u skladu sa odredbama statuta, u 93,4% ostvaruju svi akcionari. Ovakav rezultat ukazuje na veoma veliku aktivnost akcionara i razvoj samo akcionarstva i korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, s obzirom da su akcionari postali svjesni da akcije predstavljaju imovinu i da treba da imaju aktivnu ulogu u ostvarivanju svojih prava iz akcija. Dakle, u praksi, gotovo da nijesu prisutna onemogućavanja akcionarima – vlasnicima da vrše svoja upravljačka prava.

Od velikog značaja za procjenu stanja korporativnog upravljanja je činjenica da li je skupština valjano organizovana i da donosi pravno valjane odluke. Prema dosadašnjem iskustvu ispitanika poziv za skupštinu akcionara se, u približno istom procentu, upućuje javnim objavljivanjem u sredstvima javnog informisanja i pojedinačno svakom vlasniku (34,9%, odnosno 33,5%). Najmanje zastupljen oblik informisanja je putem veb-sajta kompanije. Ovi rezultati pokazuju da kompanije najčešće u praksi poštuju minimum postavljenih zakonskih uslova po kojima propisuje da se obavještenje o sazivanju skupštine akcionara dostavlja putem pošte, a za društva koja imaju 100 i više akcionara, odbor direktora je dužan da obavještenje o sazivanju skupštine objavi dva puta u najmanje jednom dnevnom štampanom mediju koji se izdaje u Republici. Objavljivanje poziva na Internet stranicama kompanije nije zakonski obavezno, pa kao takvo ni zastupljeno u velikoj mjeri (10,2%).

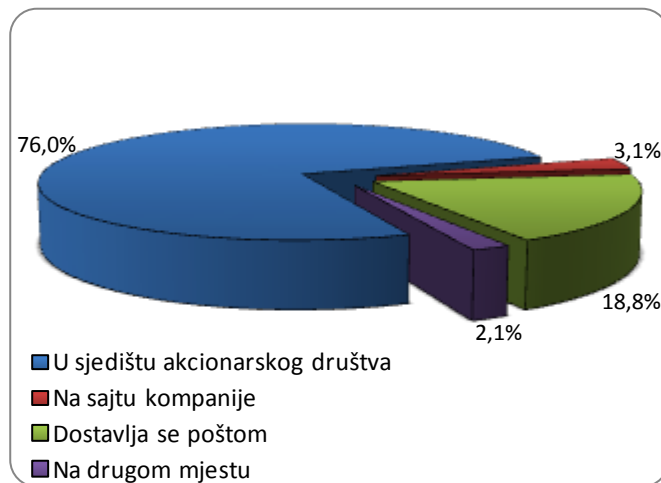
Grafik 16. Način upućivanja poziva za skupštinu akcionara



Ovaj poziv se najčešće upućuje 30 dana prije održavanja skupštine (85,5%). Dakle, u praksi se poštuje rok od najmanje 30 dana između dana sazivanja skupštine akcionara i dana njenog održavanja, tako da sa tim u vezi nije bilo isuviše ranog sazivanja skupštine i pokušaja da se akcionari, isuviše ranim ili kasnim sazivanjem skupštine akcionara onemoguće da ostvare svoja upravljačka prava. Prema navođenju nešto više od četiri petine ispitanika (83,7%) ovom prilikom se dostavljaju i predlozi odluka o kojima će se odlučivati na skupštini. Dnevni red u pozivu je najčešće detaljan (80,1%). Dakle, u praksi nema pokušaja da se dostavljanjem sumarnog dnevnog reda akcionari onemogući informisanje akcionara o tačkama koje će se razmatrati na skupštini.

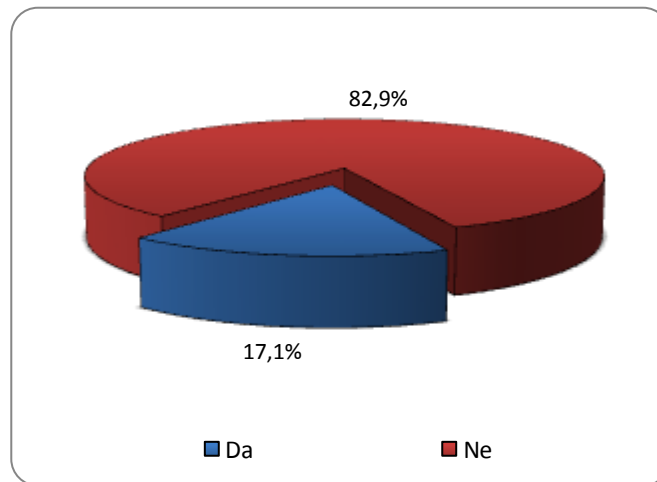
Materijal za odlučivanje, koji je na raspolaganju akcionarima, se prema 76,0% ispitanika nalazi u sjedištu akcionarskog društva, a najmanje je dostupan na veb-sajtu kompanije (3,1%). I kod ovog pitanja nailazimo na situaciju da se u praksi najčešće nastoji ostvariti samo minimum zakonskih uslova koji propisuju da materijali sa predlozima odluka koji treba da se razmotre na skupštini akcionara moraju biti dostupni na uvid akcionarima društva u sjedištu društva. Ipak, u 18,8% slučajeva materijal se akcionarima dostavlja poštom, što nije izričito zahtijevano zakonom, izuzev u slučaju kada akcionari to izričito zahtijevaju.

Grafik 17. Način na koji je materijal za odlučivanje dostupan akcionarima



Najčešće ne postoji ograničenje u nekom pravnom aktu kompanije kojim je definisan procenat akcija koji akcionaru omogućuje da mu materijal bude dostavljen (82,9%). Ipak, ispitanici koji su naveli da takva ograničenja postoje, najčešće navode da su ona definisana Statutom kompanije. Dvije petine ispitanika navodi da je potrebno 1% vlasništva da bi se akcionaru dostavio materijal, dok svaki peti navodi 5% vlasništva. Iako su ograničenja prava akcionara da im materijal bude dostavljen poštom izričito suprotna mandatornoj zakonskoj odredbi (društvo je dužno da, na zahtjev akcionara, uz naknadu troškova umnožavanja i dostave materijala, odmah dostavi ili uruči kopije materijala i predloge odluka koje će se razmatrati na skupštini akcionara), na njih se nailazi u praksi u ne tako zanemarljivom broju slučajeva (17,1%).

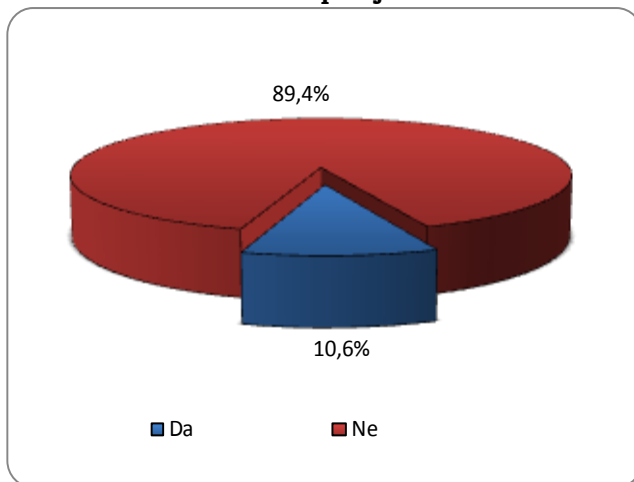
Grafik 18. Definisan procenat akcija nekim pravnim aktom kompanije



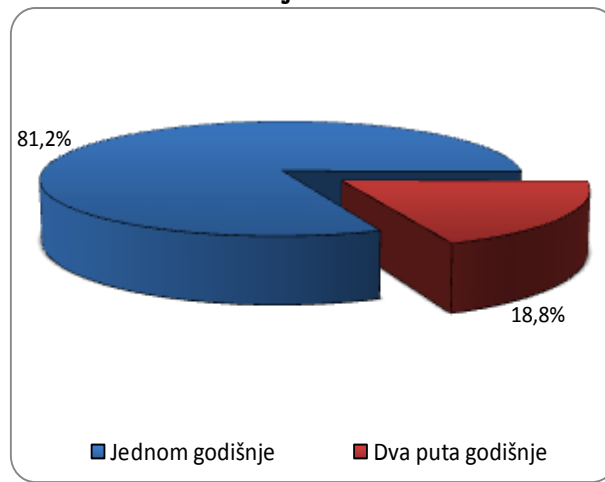
Da je komunikacija sa akcionarima najmanje zastupljena elektronskim putem potvrđuje i podatak da se materijali nikada ili rijetko dostavljaju elektronskom poštom (45,5%, odnosno 35,7%). Izmjenama Zakona o privrednim društvima koje su stupile na snagu početkom 2008. godine propisana je obaveza društva da, na zahtjev akcionara, ukoliko posjeduje tehničke uslove, obavještenja o sazivanju skupštine i materijale koji će se razmatrati na skupštini sa predlozima odluka dostavlja elektronskom poštom na adresu koju odredi akcionar. S obzirom da je riječ samo o instruktivnoj, a ne mandatornoj zakonskoj odredbi, društva ne koriste svoje tehničke mogućnosti da materijal dostavljaju putem elektronske pošte. I ovdje, društva samo nastoje da ispoštuju u praksi minimum postavljenih zakonskih uslova.

Skupštine akcionara se najčešće održavaju u mjestu sjedišta kompanije (89,4%), (Grafik 19). Prema navođenju svakog desetog ispitanika skupštine se održavaju van mjesta sjedišta i to jednom godišnje (81,2%), (Grafik 20). Dakle, praksa pokazuje da se skupštine u malom broju slučajeva u praksi (10,6%) održavaju van sjedišta, tako da nema značajnih pokušaja da se na ovaj način manipuliše akcionarima i oni onemoguće u vršenju svojih upravljačkih prava.

Grafik 19. Održavanje skupštine van sjedišta kompanije

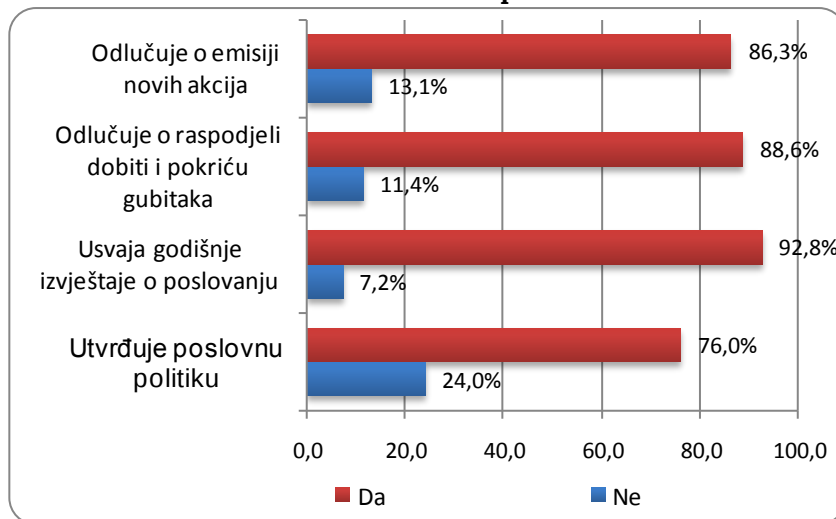


Grafik 20. Učestalost da se skupštine održavaju van sjedišta



Prema mišljenju ovlašćenih predstavnika, skupština akcionara u približnim procentima obavlja sve navedene poslove. Ipak, to je najčešće slučaj sa usvajanjem godišnjih izvještaja o poslovanju (92,8%).

Grafik 21. Nadležnost skupštine akcionara



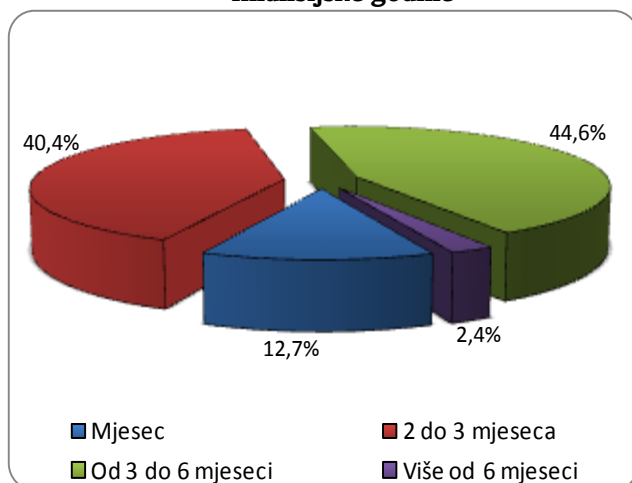
Iako u velikoj većini slučajeva (od 76% do 92,8%) skupština zaista odlučuje o ovim pitanjima, ne treba zanemariti činjenicu da su sve navedene odluke u izričitoj nadležnosti skupštine prema odredbama Zakona o privrednim društvima i da je, prema odredbama ovog Zakona skupština jedina isključivo nadležna za odlučivanje o ovim pitanjima.

Skupština akcionara se najčešće održava jednom godišnje (95,8%). Ovo potvrđuje i podatak da je tokom prethodne godine, shodno navođenju anketiranih, održana jedna skupština (63,5%). I u ovom slučaju nanovo nailazimo na činjenicu da se poštuje samo minimum postavljenih zakonskih uslova koji imperativno zahtijevaju da se skupština mora održati najmanje jednom godišnje.

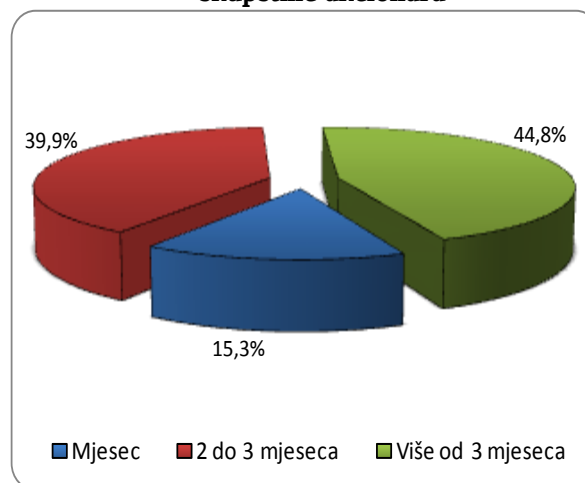
Skoro polovina ispitanika (44,6%) je navela da se skupština akcionara najčešće saziva u periodu od 3 do 6 mjeseci po isteku finansijske godine (Grafik 22). Nakon isteka poslovne godine, u periodu više od 3 mjeseca (44,6%), najčešće se održava redovna godišnja skupština akcionara (Grafik 23). Kada je riječ o poštovanju zakonski propisanih rokova za sazivanje skupštine akcionara stanje u praksi je sasvim suprotno zakonski propisanim rokovima za sazivanje skupštine. Svega u 53% slučajeva skupštine akcionara se sazivaju u zakonski propisanom roku, dok u 47% slučajeva zakonski propisan rok za sazivanje skupštine nije ispoštovan u praksi.

S obzirom da Zakonom o privrednim društvima nije propisan obavezan rok za održavanje, već samo za sazivanje redovne godišnje skupštine akcionara, društva su slobodna da skupštinu održe u skladu sa rokovima koje samostalno propisuju statutom.

Grafik 22. Sazivanje skupštine akcionara po isteku finansijske godine



Grafik 23. Održavanje redovne godišnje skupštine akcionara

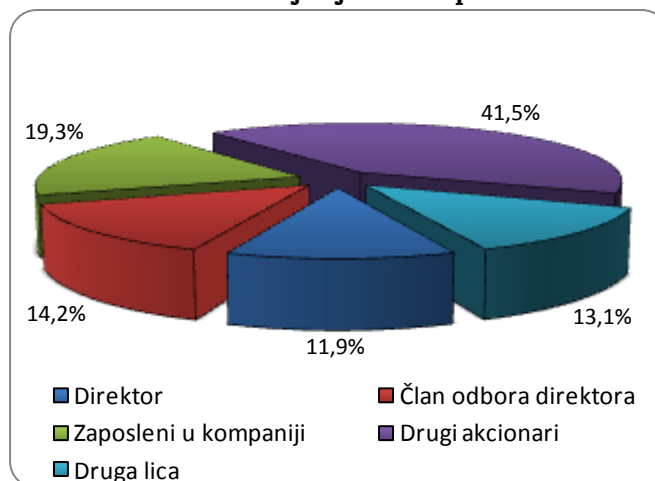


Značajno pravo sa aspekta razvoja korporativnog upravljanja jeste pravo akcionara da glasaju u odsustvu – preko punomoćnika ili poštom. Upravo zato Zakon o privrednim društvima propisuje kao imperativno pravo akcionara (pravo koje im ne može biti uskraćeno internim aktima kompanije) da glasaju u odsustvu, bilo imenovanjem punomoćnika ili poštom. Akcionari imaju pravo da glasaju preko punomoćnika i poštom, odnosno putem glasačkih listića, a rezultati istraživanja pokazuju sljedeću situaciju:

- Pravo da glasa samo **preko punomoćnika** je zastupljeno u 41,3% slučajeva (u 69 preduzeca)
- Pravo da glasa samo **putem glasačkih listića, odnosno poštom** u 1,2% slučajeva (u 2 preduzeca)
- Pravo da glasa putem **punomoćnika i poštom** zastupljeno je u 47,3% anketiranih društava (u 79 preduzeca)
- **Ni jedno ni drugo** 10,2% (u 17 preduzeca)

Ukoliko se ovi rezultati analiziraju iz drugog ugla mogu se interpretirati i na sljedeći način: glasanje preko punomoćnika je zastupljeno u 88,6% anketiranih kompanija, dok je glasanje poštom praksa svake druge kompanije obuhvaćene istraživanjem (48,5%). U ulozi punomoćnika se najčešće javljaju drugi akcionari (41,5%), a u svakom petom slučaju zaposleni u kompaniji (19,3%).

Grafik 24. Ko se javlja u ulozi punomoćnika



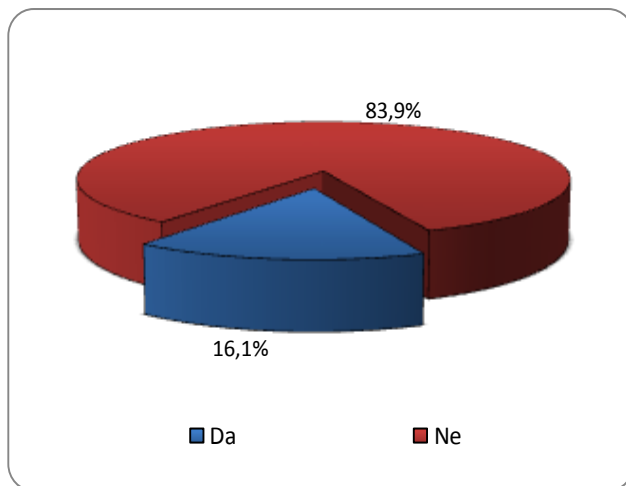
Punomoćja za glasanje na skupštini su opšteg karaktera i važe za sve tačke dnevnog reda (87,8%) i kao takva najčešće važe samo za jednu skupštinu (77,8%).

Većina ispitanika smatra da ne postoji ograničenje pravila "jedna akcija jedan glas". To potvrđuje činjenica da je vrlo visok procenat anketiranih predstavnika kompanija koji smatraju da se ne ograničavaju prava vlasnika (89,4%), niti je određen maksimalan broj glasova koje akcionar može da posjeduje (80,5%), te da ne postoji degresija da svaka dodatna akcija nosi manji broj glasova (95,1%). Dakle, u najvećem broju slučajeva u praksi svi akcionari su u jednakom položaju i ne postoje ograničenja pravila jedna akcija jedan glas.

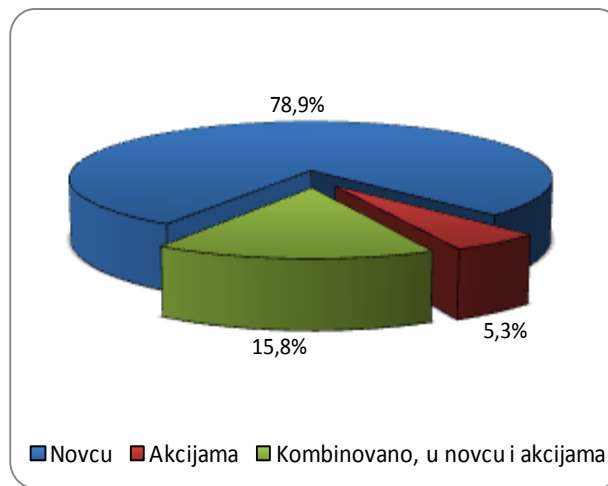
Poslednja skupština je bila mirna, gotovo jednoglasno su donijete odluke (85,4%).

U svega 16,1% slučajeva ispitanici su istakli da je kompanija isplatila dividendu tokom prethodnih godina (Grafik 25). Svaki drugi ispitanik, kao godinu najčešće izvršene isplate, navodi 2007. Ukoliko je vršena, isplata je najčešće bila u novcu (78,9%), (Grafik 26).

Grafik 25. Isplaćivanje dividende



Grafik 26. Način isplaćivanja

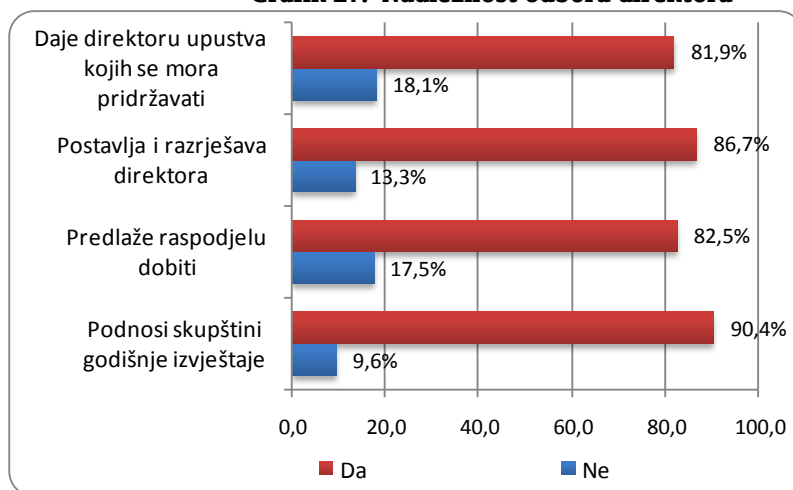


c) Odbor direktora

Odbor direktora je organ koji se obavezno bira u svakom akcionarskom društvu. Odbor direktora je organ upravljanja i rukovođenja društva čije odluke izvršavaju sekretar društva i izvršni direktor. Odbor direktora upravlja i vodi poslove društva i vrši nadzor nad tekućim poslovanjem, koje se povjerava izvršnom direktoru i drugim licima odgovornim za posloводство (članovi menadžmenta). Zakon o privrednim društvima ne propisuje nadležnosti odbora direktora kao organa društva, već samo isključive nadležnosti skupštine.

Prema ocjeni ispitanika, odbor direktora obavlja sve navedene poslove. Međutim, najčešće podnosi skupštini godišnje izvještaje (90,4%). Dakle, odbor direktora ne obavlja sve nadležnosti koje su mu propisane Zakonom. Ipak, u najvećem broju slučajeva odbor direktora vrši svoja ovlaštenja.

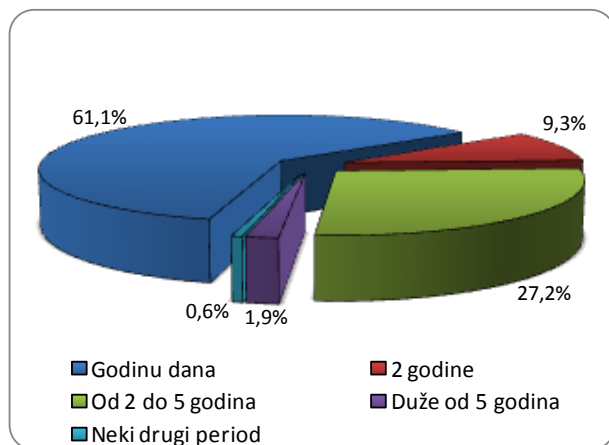
Grafik 27. Nadležnost odbora direktora



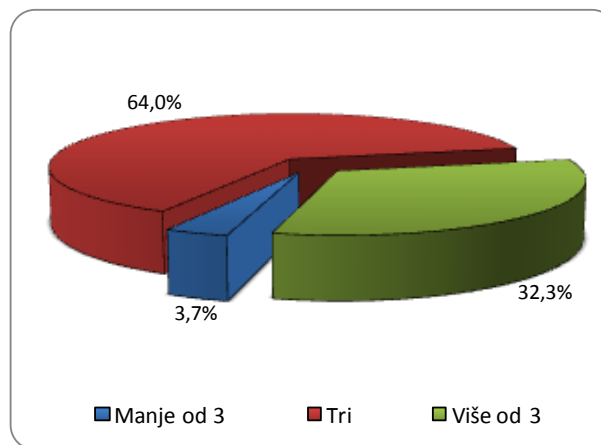
Mandat članova odbora direktora u tri petine slučajeva (61,1%), traje do godinu dana (Grafik 28). Prema mišljenju 64,0% ispitanika odbor direktora broji tri člana (Grafik 29). Kao i kod drugih pitanja, i ovdje je riječ o poštovanju minimalnih zakonskih uslova. Naime, izmjenama Zakona o privrednim društvima propisano je da mandat članova odbora direktora traje od jedne do druge skupštine akcionara, dakle najviše godinu dana. Interesantno je da se u svega 1,9% slučajeva odbor direktora imenuje na period duži od 5 godina. Ovakav podatak je zaista veoma dobar, jer ukazuje na spremnost da se obezbijedi stalna izmjena članstva i stalan priliv novih članova u odbor direktora. Veoma visok procenat slučajeva kada odbor direktora ima mandat samo godinu dana (61,1%) ukazuje na veoma veliku smjenjivost odbora direktora, što je dobra karakteristika

stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, jer se obezbjeđuje agilniji odnos odbora direktora u vezi sa kontrolom poslovanja direktora i poslovanja društva uopšte.

Grafik 28. Trajanje mandata članova odbora direktora



Grafik 29. Broj članova odbora direktora



Kada je riječ o broju članova odbora direktora, u najvećem broju slučajeva riječ je o ispunjenju zakonskog uslova da odbor direktora ima najmanje tri člana. Ovakvo stanje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, kada je riječ o broju članova odbora direktora, u skladu je sa dobrim praksama korporativnog upravljanja. Ovi mali odbori (sa devet ili manje članova) efikasnije funkcionišu nego veliki odbori. Takođe, članovi manjih odbora direktora obično imaju više mogućnosti da se aktivno uključe u poslovanje odbora, tako da odbori direktora u Crnoj Gori mogu funkcionisati na zadovoljavajući način i aktivno se uključiti u rukovođenje poslovima društva.

Prema ocjeni tri petine ispitanika (60,1%) izvršni direktor nije član odbora direktora, a ovo je slučaj u kompaniji svakog trećeg ispitanika (35,6%). Izvršni direktor je član odbora direktora i njegov je predsjednik u 4,3% slučajeva. Da se statutom ne postavljaju dodatni uslovi za izbor člana direktora, osim onih koji su već predviđeni zakonom, mišljenja je 89,4% ispitanika.

Zakonom o privrednim društvima, u vezi sa članstvom u odboru direktora, propisuje da izvršni direktor ne može biti član odbora direktora. Dalji uslovi za izbor članova odbora direktora se ne propisuju zakonom, već bi kompanije, po pravilu, trebalo da ih propisuju svojim opštim aktima. Istraživanje pokazuje da se, uglavnom, aktima kompanije ne navode dodatni uslovi za izbor članova odbora direktora, osim uslova propisanih zakonom.

Činjenica da se aktima kompanije ne propisuju dodatni uslovi za izbor članova odbora direktora ukazuje na nerazvijenost korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Standardni zahtjev posljednjih godina u komparativnom pravu bio je fokusiran na nezavisnosti članova odbora direktora, dok se u Crnoj Gori ne pokazuje naročito interesovanje za nezavisnošću članova odbora direktora.

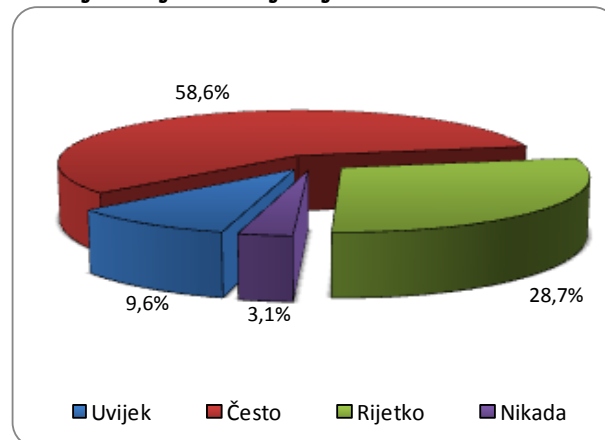
Od članova odbora direktora se u 91,5% slučajeva ne zahtijeva da imaju prethodno iskustvo u odborima direktora drugih kompanija. Jednom članu odbora direktora se ne ograničava maksimalan broj članstava koje može imati u odborima direktora drugih kompanija, 93,2% ispitanika. Ovi podaci pokazuju da u crnogorskom pravu nije zaživjela tendencija koja je veoma uočljiva u komparativnom pravu koja se ispoljava u zahtjevu "nezavisnosti" članova odbora direktora. Dobre prakse korporativnog upravljanja ukazuju da odbori direktora treba da imaju nezavisne direktore, tj. direktore koji nemaju uključene privatne interese u upravljanju kompanijom koje bi dovodili u pitanje odlučivanjem o rukovođenju tom kompanijom. S obzirom da se u čak 93,2% slučajeva članovima odbora direktora ne zabranjuje da budu članovi odbora direktora drugih kompanija, situacije u kojima je član odbor direktora u konfliktu interesa prilikom odlučivanja su veoma česte, što može uticati na efikasnost nadzora menadžmenta od strane odbora direktora. Usljed članstva u drugim odborima direktora, nije realno očekivati da se član odbora direktora značajno fokusira na svoje obaveze u odboru i aktivno uključi u rukovođenje kompanijom ukoliko je uključen u članstvo više odbora direktora, tako da će kompanije biti primorane da razmotre cjelishodnost uvođenja ove odredbe u statutima.

U većini slučajeva, statutom kompanije se ne zahtijeva da član odbora direktora bude u radnom odnosu u kompaniji (92,0%). Takođe, statutom najčešće nijesu propisane određene kvalifikacije koje član odbora direktora mora imati. Zakon omogućava kompanijama da statutom društva utvrde i druge kriterijume za izbor člana odbora direktora, ukoliko smatraju da su im ti kriterijumi potrebni. Jedan od najčešćih kriterijuma koji se koristi u uporednom pravu je kriterijum kvalifikacije člana odbora direktora. Ovaj kriterijum, međutim, nije propisan u statutima kompanija u Crnoj Gori, što ukazuje na nerazvijenost korporativnog upravljanja. Ovakvo stanje je nezadovoljavajuće jer, da bi se postigao odgovarajući stepen odgovornosti članova odbora direktora za aktivnosti koje preuzima, statutom kompanije trebalo bi utvrditi uslove u pogledu izbora nekog lica za članstvo u odboru. Ove uslove bi trebalo propisati za svakog člana odbora direktora.

Funkcija članu odbora direktora u 63,4% slučajeva, prestaje istekom mandata. U znatno manjem procentu, kao razloge prestanka funkcije, ispitanici navode ostavku i razriješenje (18,6%, odnosno 18,0%).

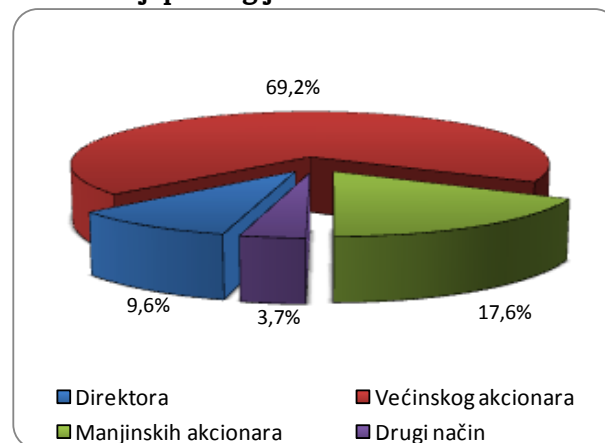
U tri petine slučajeva (58,6%), isto lice je više puta imenovano za člana odbora direktora. Uz podatak da mandat članova odbora direktora, u najvećem broju slučajeva traje godinu dana, ovaj podatak nam ukazuje da pored smjenjivosti koja "prijeti" članovima odbora direktora svake godine, korporativno upravljanje u Crnoj Gori karakteriše i reizbornost, što je dobro u smislu obezbjeđenja kontinuiteta.

Grafik 30. Broj slučajeva u kojem je isto lice imenovano za člana odbora direktora



Član odbora direktora je, prema 69,1% ispitanika, izabran na predlog većinskog akcionara. Ovakav podatak ukazuje na veoma dobro stanje korporativnog upravljanja kada je riječ o imenovanju članova odbora direktora, jer se u 86,8% slučajeva odbor direktora imenuje na predlog akcionara. Samo u 9,6% slučajeva članovi odbora direktora su izabrani na predlog direktora, što ukazuje da društvima uglavnom upravljaju i društvo kontrolišu akcionari kao vlasnici, a ne izvršni menadžment, što je u skladu sa savremenim tendencijama korporativnog upravljanja.

Grafik 31. Na čiji predlog je izabran član odbora direktora?



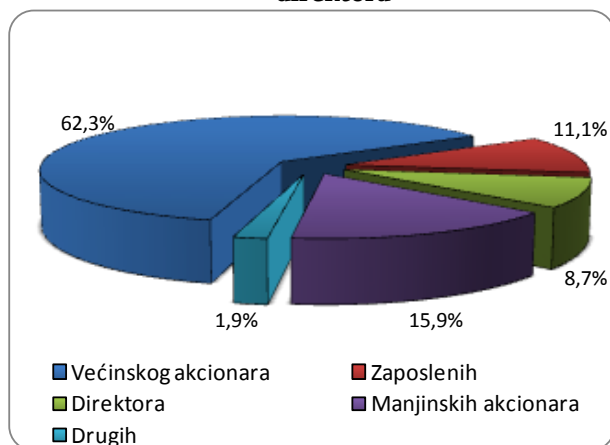
Prema mišljenju 80,5% ispitanika primjenjuje se kumulativno glasanje tokom izbora članova odbora direktora, dok njih 56,1% ističe da se ono primjenjuje i pri razriješenju članova. S obzirom da je kumulativno glasanje zakonski propisano kao obavezno u svim slučajevima glasanja za članove odbora direktora, kao i da se ono mora primijeniti bez obzira na eventualne drugačije odredbe u statutima kompanija, u praksi kumulativno glasanje nije neizostavno prisutno. U gotovo 20% slučajeva u praksi kumulativno glasanje se ne primjenjuje u praksi. Posebno je zabrinjavajuće da se kumulativno glasanje ne primjenjuje prilikom razriješenja članova odbora direktora. Iako zakonom nije propisano, i prilikom razriješenja članova odbora direktora treba da se primjenjuje isti princip kao i prilikom imenovanja, što znači da se primjenjuje kumulativno glasanje. Situacija se ublažava ako se ovaj podatak analizira sa podatkom da kumulativno glasanje prilikom razriješenja ima manji značaj, jer funkcija članu odbora direktora u svega 18% slučajeva prestaje razriješenjem, a uglavnom prestankom mandata ili ostavkom.

Prema ocjeni tri petine ispitanika (60,1%) izvršni direktor nije član odbora direktora, a ovo je slučaj u kompaniji svakog trećeg ispitanika (35,6%). Izvršni direktor je član odbora direktora i njegov je predsjednik u 4% slučajeva.

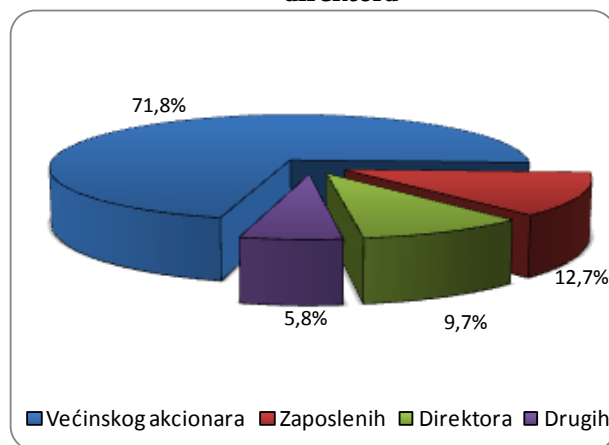
Da se statutom ne postavljaju dodatni uslovi za izbor člana direktora, osim onih koji su već predviđeni zakonom, mišljenja je 89,4% ispitanika.

Sadašnji i prethodni odbor direktora su u najvećem broju slučajeva izabrani na predlog većinskog akcionara (62,3%, odnosno 71,8%), (Grafik 32 i Grafik 33).

Grafik 32. Način izbora sadašnjeg odbora direktora



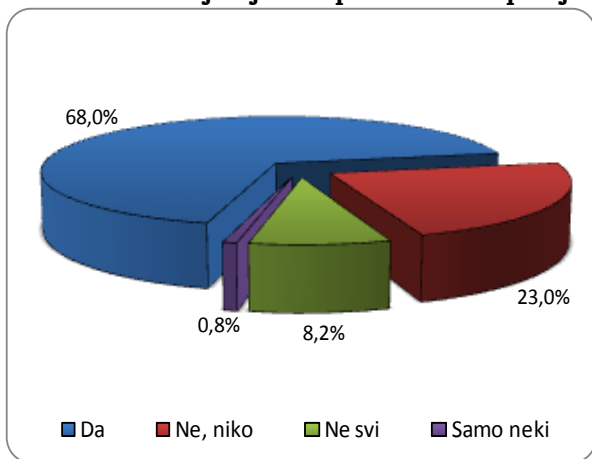
Grafik 33. Način izbora prethodnog odbora direktora



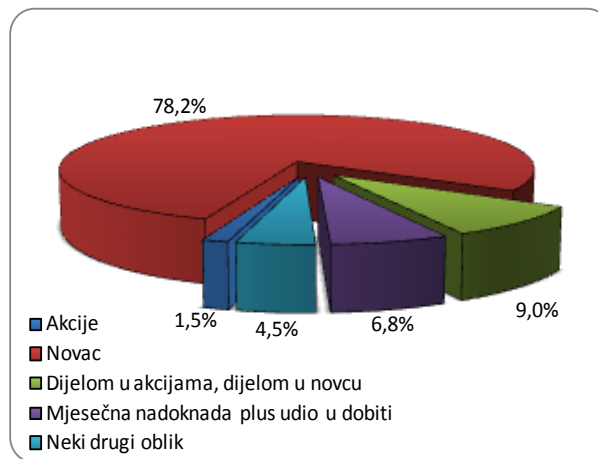
Članovi odbora direktora su u 65,0% slučajeva zaposleni u kompaniji, a izvan kompanije se nalazi 77,2% članova. Odnosno, posmatrajući sumarno, može se zaključiti da su u više od polovine slučajeva članovi odbora direktora (53,0%) izvan kompanije. Detaljniji uvid u strukturu broja članova odbora direktora, koji su zaposleni u kompaniji, pokazuje da je najčešće njihov broj jedan i dva (49,0%, odnosno 36,0%). Broj zaposlenih izvan kompanije je dva i tri (35,0%, odnosno 30,8%). Dakle, iako se u visokom broju slučajeva statutom, ili drugim opštim aktom kompanije, ne postavlja ovaj uslov od članova odbora direktora, oni su u dovoljnom broju slučajeva zaposleni van kompanije. Ipak, u dovoljno velikom broju članovi odbora su zaposleni u kompaniji tako da se stanje može ocijeniti zadovoljavajućim, jer se postiže ravnoteža između novih ideja koje potencijalno donose članovi odbora van kompanije i velike upućenosti u poslovanje kompanije članova koji su u njoj zaposleni. Takođe, ovim se obezbjeđuje i nezavisnost odbora direktora od menadžmenta kompanije, s obzirom da se odbor direktora, jer je i sâm upućen u svakodnevno poslovanje, ne mora oslanjati na informacije koje pruža menadžment.

Članovi odbora direktora u 68,0% slučajeva primaju nadoknadu (Grafik 34), i u 78,2% slučajeva njihova naknada je ugovorena u novcu (Grafik 35). Ovaj podatak pokazuje da, dok se ranije na članstvo u odboru direktora posmatrano kao privilegija koja nije uključivala plaćanje naknade za članstvo u odboru, danas je stanje korporativnog upravljanja mnogo bolje. Plaćanje naknade za članstvo u odboru direktora u čak 68% slučajeva pokazuje da se korporativno upravljanje kreće u pravcu profesionalizacije članstva u odboru direktora.

Grafik 34. Pravo na nadoknadu članova odbora direktora koji nijesu zaposleni u kompaniji



Grafik 35. Vrsta nadoknade članovima odbora direktora

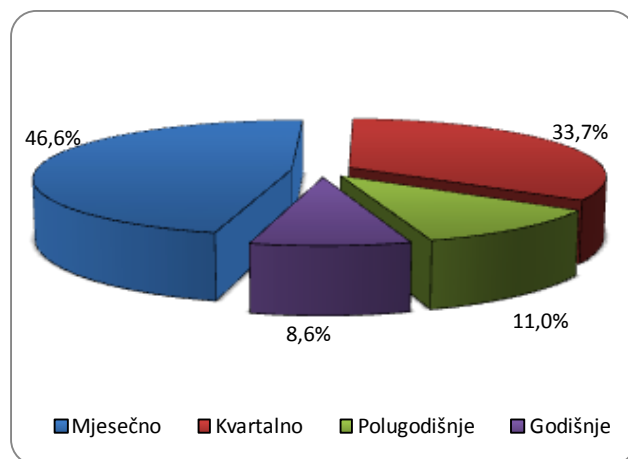


Iako se u najvećem broju slučajeva (68,0%) članovi odbora direktora primaju naknadu za svoje članstvo u odboru, naknada se uglavnom sastoji u novcu. Samo u gotovo zanemarljivom broju slučajeva (4,5%) naknada

se isplaćuje u akcijama ili je vezana za uspjeh poslovanja preduzeća (6,8%). Ovakvo stanje ne odgovara savremenim tendencijama u korporativnom upravljanju po kojima se naknade članovima odbora direktora sastoje i u sticanju akcija ili opcija. Danas je preovlađujuća praksa da akcije i opcije koje daju pravo kupovine akcija postaju vrlo uobičajen oblik naknada članova odbora direktora. Takođe, inostrana praksa upućuje da se naknade odbora direktora trebaju sastojati od varijable i fiksnog dijela. Varijabilna komponenta uključuje jednokratne i godišnje komponente koje bi trebale da budu u vezi sa poslovnim uspjehom, kao i komponente koje pružaju dugoročnu motivaciju i nose elemenat rizika.

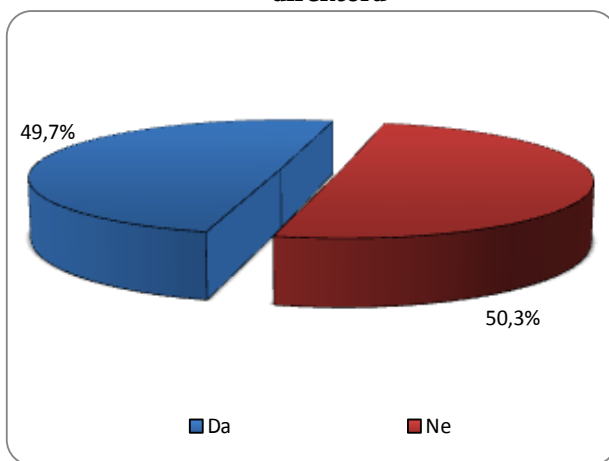
Skoro svaki drugi ispitanik (46,6%) navodi da se sastanci članova odbora direktora održavaju jednom mjesečno. Ovako visok procenat ukazuje da su odbori direktora aktivni, a ne pasivni organi akcionarskog društva, te da se članovi odbora direktora aktivno uključuju u upravljanje i rukovođenje kompanijom. Svega u 8,6% slučajeva može se zaključiti da odbor direktora zapravo ne radi svoj posao upravljanja i rukovođenja kompanijom. Sa rastućom kompleksnošću današnje ekonomije postaje sve značajnije da direktori posvećuju dovoljno vremena efektivnom vršenju svojih funkcija. Efektivan monitoring zahtijeva više od tek prostog pregledanja papira odbora i prisustvovanja sastancima, tako da će intenzivno održavanje sastanaka (najčešće jednom mjesečno) zahtijevati i ustanovljavanje ograničenja broja članstava članova odbora direktora u odborima direktora drugih kompanija. U crnogorskom pravu nema ograničenja u pogledu broja članstava određenog lica u odborima direktora, ni u zakoni, ni u statutima kompanija, tako da se može očekivati da ovi zahtjevi postaju sve snažniji što se odbori direktora budu aktivnije uključivali u nadziranje poslovanja kompanije.

Grafik 36. Učestalost održavanja sastanaka članova odbora direktora

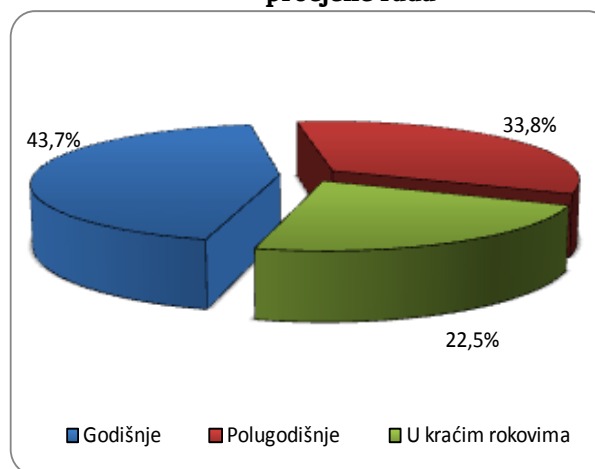


Članovi odbora direktora imaju neograničen pristup svim dokumentima (91,4%). Jedan od osnovnih problema korporativnog upravljanja koji proističe iz činjenice da članovi odbora direktora najčešće nijesu zaposleni u kompaniji jeste slab protok informacija od izvršnih ka neizvršnim članovima odbora direktora. Međutim, visok procenat ispitanika, čak 91,4%, pokazao je da se članovi odbora direktora zaista mogu osloniti na zakonske odredbe kojima se garantuje pristup svim potrebnim podacima, kao i da se informisanost članova odbora direktora u vezi sa poslovanjem kompanije može ocijeniti zadovoljavajućom. Odbor direktora ne formira posebne komisije (75,0%). Kada se to dešava, najčešće je u pitanju Komisija za popis (31,0%). Kako bi se obezbijedila bolja informisanost odbora, veća efikasnost rada, veća djelotvornost nadzora nad menadžmentom, unapređenje kvaliteta upravljanja i odlučivanja, danas se javlja vrlo zastupljena praksa formiranja različitih komisija (komiteta) unutar odbora direktora. U Crnoj Gori, međutim, to nije slučaj, i odbor direktora gotovo da ne formira nikakve komisije. Preporuka Komisije EU insistira na postojanju, po pravilu, najmanje tri komisije u kotiranim akcionarskim društvima: komisija za imenovanja, komisija za naknade i komisija za reviziju. U crnogorskoj praksi nije zaživjelo formiranje ovih komisija, pretpostavljamo iz razloga što samim zakonom nije ustanovljeno formiranje ovih komisija kao obaveznih, tako da se još uvijek nije razvila potreba postojanja ovih komisija. Postoji podijeljeno mišljenje ovlašćenih predstavnika akcionarskih društava po pitanju samostalne procjene sopstvenog rada od strane odbora direktora (Grafik 37). Kada odbor direktora vrši samostalne procjene sopstvenog rada to je najčešće jednom godišnje (43,7%), (Grafik 38)

Grafik 37. Samostalna procjena rada odbora direktora



Grafik 38. Učestalost samostalne procjene rada



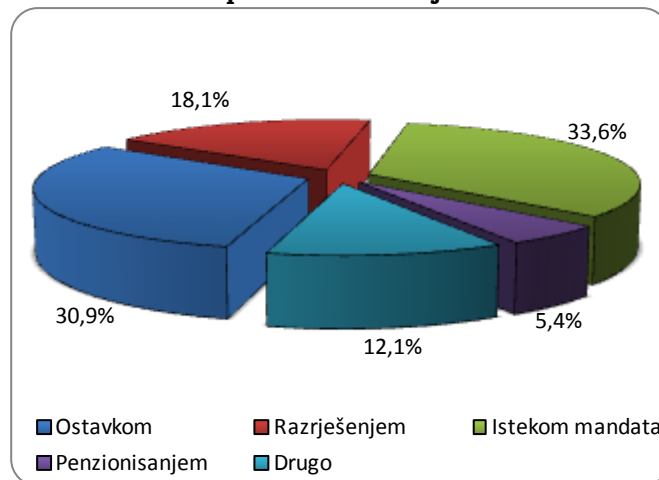
Članovi odbora direktora/direktor u 66,7% slučajeva nijesu imali neki seminar ili trening na temu korporativnog upravljanja. Svega svaki treći član/direktor je imao seminar iz ove oblasti.

d) Izvršni direktor

Izvršni direktor u 69,8% slučajeva vodi poslovanje kompanije djelimično samostalno, uz odbor direktora. U svakom petom slučaju (19,1%) on je samostalan u vođenju poslovanja.

Prestanak funkcije bivšem izvršnom direktoru je nastupila istekom mandata, 33,6%, i ostavkom, 30,9%. U veoma malom broju slučajeva funkcija izvršnom direktoru prestaje istekom mandata (18,1%) tako da se ne ostvaruje dovoljno velika smjenjivost izvršnih direktora u kompaniji. Promjena lošeg direktora bi trebalo da bude način za unapređenje korporativnog upravljanja, što izgleda da nije slučaj kada je riječ o crnogorskim kompanijama.

Grafik 39. Način prestanka funkcije bivšem direktoru



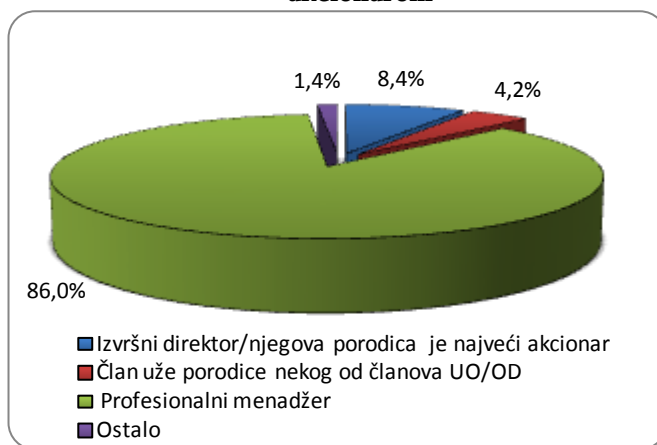
U približnom procentu izvršni direktor jeste (48,2%) i nije akcionar kompanije u kojoj radi (51,8%). Za korporativno upravljanje je značajno da li menadžment posjeduje akcije kompanije ili ne. Ukoliko posjeduje akcije kompanije onda je vjerovatnije zainteresovan za uspješno poslovanje kompanije, jer i sâm snosi rizik tog poslovanja. Međutim, posjedovanje akcija od strane menadžmenta ima i svoje negativne strane koje se prvenstveno ogledaju u mogućnosti da menadžment razvlašćuje manjinske akcionare u svoju korist. Kako se punomoćje daje izvršnom direktoru u svega oko 13% slučajeva, mogućnost za zloupotrebe i nije velika.

U 79,9% slučajeva zaradu izvršnog direktora čini samo fiksna plata, dok sa druge strane u svakom petom slučaju (20,1%) ona je uvećana za bonus u slučaju uspješnog poslovanja. Procenat slučajeva kada je zarada izvršnog direktora isključivo određena kao fiksna zarada, bez ikakvih varijabilnih elemenata, gotovo 80%

ukazuje da su direktori nemotivisani da se uključe u svakodnevno odlučivanje i upravljanje, jer ni na koji način njihova zarada nije vezana za uspjeh poslovanja kompanije. Iako se u svega 20,1% situacija zarada uvećava za bonus u slučaju uspješnog poslovanja, ne postoje situacije u kojima je zarada direktora isključivo zavisna od uspjeha poslovanja kompanije, dakle, nema izuzetno podsticajnog sistema nagrađivanja.

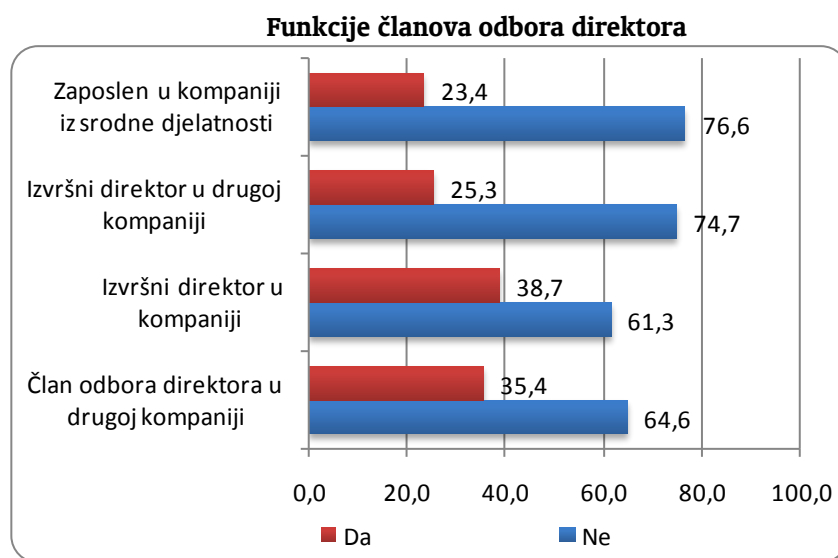
Izvršni direktor je u 86,0% slučajeva profesionalni menadžer u kompaniji.

Grafik 40. Odnos izvršnog direktora sa najvećim akcionarom



e) Konflikt interesa

Članovi odbora direktora najčešće nijesu angažovani na nekim drugim funkcijama u kompaniji ili izvan nje. Ipak, oko 39% anketiranih navodi da je član odbora direktora i izvršni direktor u kompaniji. Izmjenama Zakona o privrednim društvima zabranjeno je da izvršni direktor bude član odbora direktora kompanije, ali izgleda da se zabrana u praksi ne sprovodi na odgovarajući način, jer se u više od trećine slučajeva nailazi na situaciju da je član odbora direktora i izvršni direktor.



Ovakvo stanje je razumljivo ukoliko se uzme u obzir da se samim zakonom ne uvode nikakva ograničenja u pogledu mogućnosti članova odbora direktora da se angažuju u odborima direktora drugih kompanija, da budu izvršni direktori ili zaposleni u konkurentskim kompanijama. Sâmo društvo bi trebalo da iskoristi mogućnosti koje su mu zakonom date i ova ograničenja propiše internim aktima kompanije. Dakle, spajanje funkcija odbora direktora i izvršnog direktora jeste nelegalno, dok ostala spajanja, iako možda nepoželjna, nijesu nelegalna.

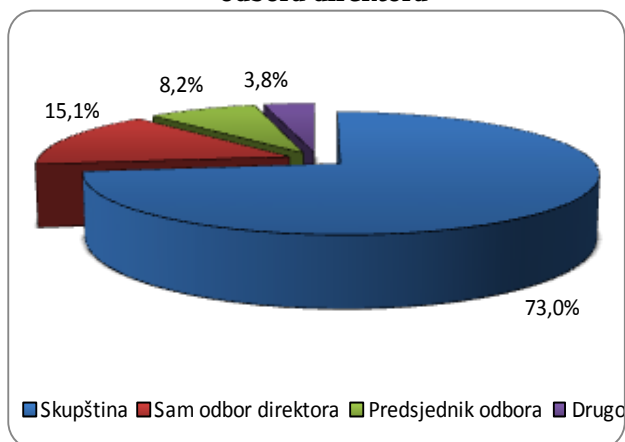
Međutim, iako nije direktno nelegalna, ovakve situacije upućuju na moguće postojanje konflikta interesa prilikom odlučivanja članova odbora direktora. Kada direktor ima direktan ili indirektan finansijski ili lični interes u ugovoru ili transakciji u kojoj je sa druge strane kompanije, ili kada član odbora direktora razmatra

zaključenje transakcije koja uključuje upotrebu sredstava, imovine kompanije ili konkurenciju u samoj kompaniji, smatra se da je direktor u konfliktu interesa.

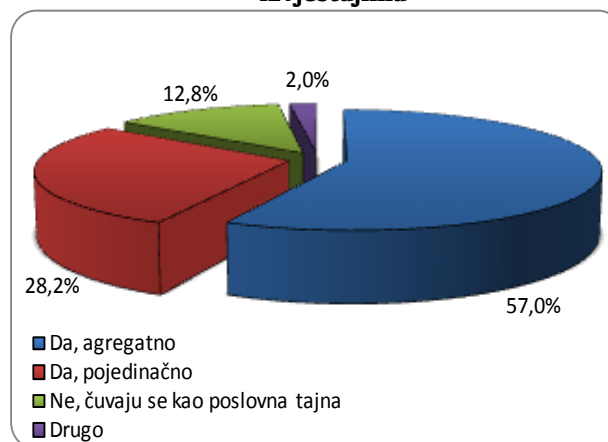
U ovom slučaju takvu transakciju treba da odbori direktor koji ne nezainteresovan u tom predmetu, ili akcionari. Dakle, sama situacija u kojoj je član odbora direktora istovremeno izvršni direktor druge kompanije ili član odbora direktora druge kompanije (25,3%, odnosno 35,4%) ne mora sama po sebi da bude nepoželjna ukoliko se statutom kompanije propišu postupci koji se mogu koristiti kako bi se direktor, koji je obavijestio kompaniju o konfliktu, ovlastio na zaključenje transakcije .

Visinu nadoknade članovima odbora direktora utvrđuje skupština (73,0%), (Grafik 42). Visina nadoknade je javna, i ona se prikazuje u godišnjim izvještajima o poslovanju, najčešće u agregatnom iznosu (57,0%), (Grafik 43).

Grafik 41. Utvrđivanje naknade članovima odbora direktora



Grafik 42. Prikazivanje nadoknada u godišnjim izvještajima

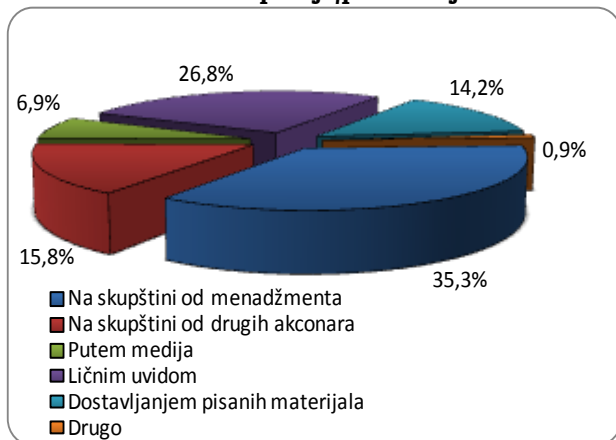


Konflikt interesa ni po pitanju sljedećih segmenata u najvećem broju slučajeva nije prisutan u ispitanim kompanijama. Član odbora direktora ne sklapa ugovore sa kompanijom koji nijesu vezani za njegovo članstvo u odboru direktora (86,0%). Kompanije nikada ne daju zajmove/kredite članovima odbora direktora (96,3%). U 82,4% slučajeva se nije desilo da se jedan član ili više članova odbora direktora uzdržao od glasanja zbog postojanja konflikta interesa.

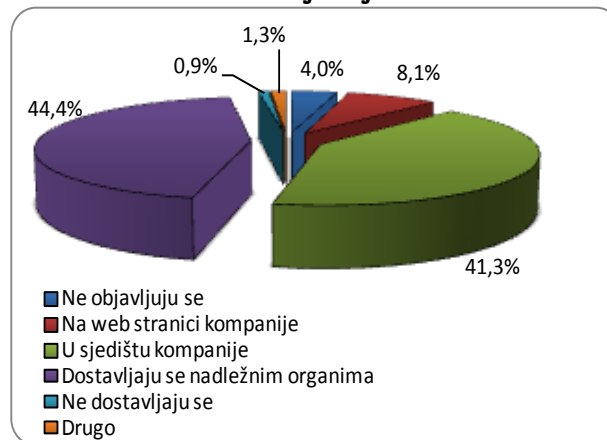
f) Transparentnost

U svakom trećem slučaju (35,3%) vlasnici kompanije, odnosno njeni akcionari se o načinu rada i poslovanju kompanije najčešće informišu na skupštini akcionara od menadžmenta, a u svakom četvrom ličnim uvidom (26,8%), (Grafik 44). Informisanje na samoj skupštini akcionara je najčešće sumarno i neadekvatno. U svega 14,6% slučajeva se akcionarima dostavljaju pisani dokumenti i na taj način se akcionari informišu pisanim putem – dostavljanjem materijala prije održavanja skupštine. Finansijski izvještaji kompanije se dostavljaju nadležnim organima (44,4%), što je i njihova zakonska obaveza, i oni su na raspolaganju u sjedištu kompanije (41,3%), (Grafik 45). I ovdje je riječ o zadovoljavanju ispunjavanja minimalnih zakonskih uslova, bez nastojanja kompanije da ostvari veću transparentnost svojeg poslovanja objavljivanjem akata u medijima ili dostavljanjem akcionarima na drugi način.

Grafik 43. Način informisanja o radu kompanije/poslovanju



Grafik 44. Način objavljivanja finansijskih izvještaja

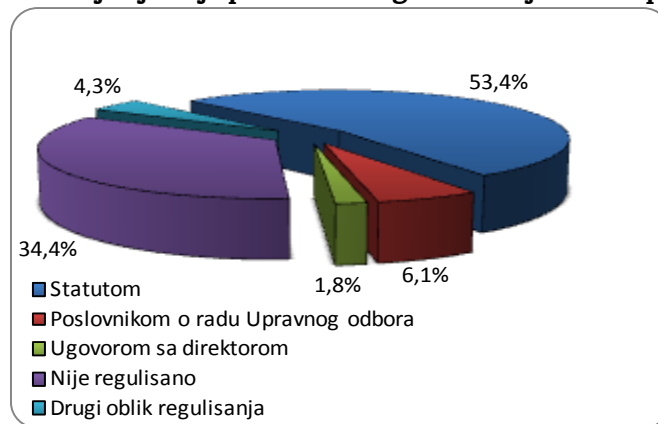


Dokumenta kompanije najčešće nijesu dostupna na Internet stranici kompanije (42,3%), a u skoro trećini slučajeva kompanija ne posjeduje veb-sajt (30,7%).

Polugodišnje izvještaje priprema svaka druga kompanija (50,8%), a svaka treća kvartalne (31,3%).

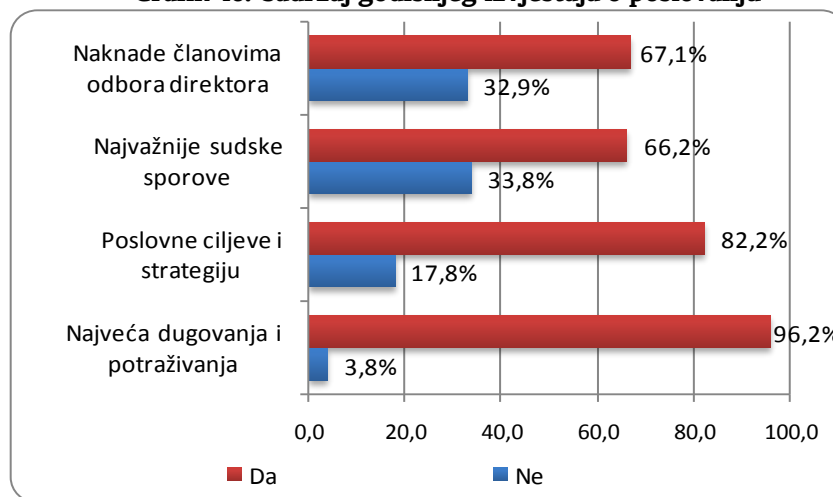
U nešto više od polovine slučajeva (53,4%) način trgovanja akcijama kompanije od strane menadžmenta i članova odbora je regulisan statutom. Sa druge strane, u svakoj trećoj kompaniji ne postoji regulacija u vezi sa ovim (34,4%)

Grafik 45. Način objavljivanja podataka o trgovini akcijama kompanije



Godišnji izvještaj o poslovanju najčešće sadrži sve nabrojane elemente. Međutim, u najvećem broju slučajeva su u pitanju informacije o najvećim dugovanjima i potraživanjima (96,2%). U posmatranim kompanijama najvažnije sudske odluke su najmanje sadržane u godišnjim izvještajima o poslovanju. Iz ovoga se može zaključiti da su godišnji izvještaji o poslovanju kompanija dosta šturi i pružaju samo sumarne podatke, jer bi logično bilo očekivati da svaki od ovih izvještaja sadrži sve navedene podatke. U gotovo jednoj trećini slučajeva zarade članova odbora direktora čuvaju se kao poslovna tajna.

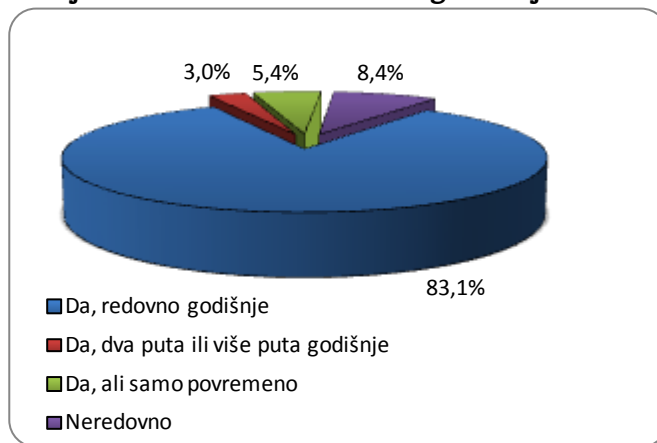
Grafik 46. Sadržaj godišnjeg izvještaja o poslovanju



Visok procenat kompanija (95,8%) primjenjuje međunarodne računovodstvene standarde.

Nešto više od dvije trećine kompanija (67,7%) nema internu reviziju. Ipak, u 83,1% kompanija se vrši revizija računovodstvenih iskaza angažovanjem spoljnog/nezavisnog revizora i to jednom godišnje. S obzirom da je revizija zakonski obavezna za sva akcionarska društva, 8,4% kompanija neredovno revidira svoje finansijske iskaze. Ako se uzme u obzi da 5,4% kompanija revidira finansijske izvještaje povremeno, to dovodi u sumnju kvalitet revidiranih finansijskih izvjetaja.

Grafik 47. Revizija računovodstvenih iskaza angažovanjem nezavisnog revizora



Da anketirana akcionarska preduzeća posvećuju malo pažnje komunikaciji putem Interneta potvrđuju i podaci koji se odnose na postojanje i ažuriranje Internet stranice. Naime, 34,5% kompanija posjeduje dvojezični sajt (našu i englesku verziju), sa druge strane 35,2% nema verziju sajta na engleskom jeziku. Broj kompanija koje ne posjeduju Internet sajt iznosi **30,7%**.

Predstavnici akcionarskih društava su ocijenili da se informacije na sajtu ažuriraju najčešće jednom mjesečno u svakoj trećoj kompaniji (29,8%). Takođe, značajan broj kompanija je naveo da se informacije na sajtu mijenjaju samo kada se za to ukaže potreba.

g) Opšta akta društva

Mišljenje ispitanika o tome da li statut sadrži odredbe kojima se zahtijeva većina za donošenje odluka od većine propisane zakonom je skoro podijeljeno. Naime, 54,9% predstavnika anketiranih kompanija smatra da statut ne sadrži ovakve odredbe, sa druge strane 45,1% je mišljenja da su one sadržane u statutu.

Statut sadrži odredbe identične zakonskim i to prema mišljenju manje od tri četvrtine (72,3%) ovlašćenih predstavnika akcionarskih društava. Dakle, kompanije se ne koriste mogućnostima koje su im zakonom date, a to je da dispozitivne zakonske odredbe primijene samo ukoliko nijesu drugačije ugovorile, već najčešće samo prepisuju zakonska rješenja u svojim opštim aktima. Ovakavo stanje ukazuje na nerazvijenost akcionarstva u Crnoj Gori, jer se Zakon o privrednim društvima karakteriše dosta velikim brojem dispozitivnih odredbi.

Ukoliko dođe do izmjene akata, te izmjene se redovno dostavljaju Centralnom registru Privrednog suda (CRPS-u) na objavljivanje (95,2%).

1.2. ZAKLJUČAK

-
- Korporativno upravljanje u Crnoj Gori je uglavnom zasnovano na imperativnim odredbama sadržanim u Zakonu o privrednim društvima;
- Kompanije se uglavnom ne koriste mogućnošću da svoje odnose urede opštim aktima u slučajevima kada zakonske odredbe nijesu mandatorne, već se koriste dispozitivnim zakonskim odredbama;
- Odluke od najvećeg značaja u kompaniji donose odbor direktora i akcionari, tako da glavni akter korporativnog upravljanja nije izvršni menadžment kompanije;
- Kada je riječ o transparentnosti kompanije se zadovoljavaju ispunjavanjem minimalnih zakonskih uslova, bez nastojanja da ostvare veću transparentnost svojeg poslovanja objavljivanjem akata u medijima ili dostavljanjem akcionarima na drugi način.
- Struktura upravljanja se zasniva takođe na imperativnim zakonskim odredbama i formiraju se samo obavezni organi akcionarskog društva, a ne i posebne komisije odbora direktora koje su vrlo česte u uporednom pravu;
- Odbor direktora se profesionalizuje, uzima aktivno učešće u upravljanju kompanijom, ali se od članova odbora direktora ne zahtijeva ispunjenje posebnih uslova u vezi sa iskustvom, profesionalnim kvalifikacijama ili izbjegavanju članstva u drugim odborima. Kompanije se ne koriste zakonski datim ovlašćenjem da same propisuju uslove za izbor članova, već propisuju samo minimalne zakonske uslove.

2. Terensko istraživanje:

ANALIZA RADA SUDOVA I SUDSKE PRAKSE U CRNOJ GORI U ODNOSU NA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Jedan od projektnih zadataka u okviru projekta "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" bilo je terensko istraživanje rada sudova i sudske prakse u Crnoj Gori u odnosu na korporativno upravljanje. Cilj ovog terenskog istraživanja bilo je sveobuhvatno sagledavanje situacije u crnogorskim privrednim sudovima u pogledu prakse sudova u vezi sa instrumentima zaštite manjinskih akcionara, pokretanja postupaka u vezi sa pravom akcionara na obavještenje, postupke po derivativnoj i individualnoj tužbi akcionara protiv društva, kao i postupke po tužbi društva protiv članova uprave.

Ciljna grupa koja je obuhvaćena istraživanjem odnosila se na sudije zaposlene u Privrednom sudu u Podgorici (7 anketa) i Privrednom sudu u Bijelom Polju (3 ankete).

Prema mišljenju dvije petine anketiranih najčešći razlog akcionara za pokretanje postupka pred Privrednim sudom je to što su njihova prava povrijeđena. Kao radnje koje su akcionari smatrali nezakonitim ili van ovlašćenja društva izdvajaju se: nezakonita prodaja akcija, nepozivanje da prisustvuju skupštinama akcionara, prodaja dijela imovine društva, kao i nezakonito sazivanje skupštine.

Najčešća prava akcionara koja se krše u praksi su prema navođenju svakog drugog ispitanika pravo na sazivanje skupštine akcionara. Svaki peti sudija je pored navedenog istakao i pravo na informisanje ili neko drugo pravo (nijesu pozvani na skupštinu akcionara i poništaj ugovora).

Akcionari su zahtijevali sudsku zaštitu usled kršenja prava koja su im priznata Zakonom o privrednim društvima. Sudska zaštita se u 9 slučajeva odnosila na to da Privredni sud sazove skupštinu i pravo na proširenje dnevnog reda skupštine u 5 slučajeva.

U 70.0% slučajeva ispitanici su mišljenja da su članovi odbora pasivno legitimisana lica (tuženi) prilikom podnošenja akcionarskih tužbi. Postupak pred Privrednim sudom se, prema mišljenju sudija, pokreće u tri petine slučajeva protiv odgovornih lica koja su na dužnosti.

Shodno iznijetom mišljenju ispitanika, akcionari nijesu zahtijevali ni naknadu štete zbog neurednosti i nepotpunosti podataka u prospektu za javnu ponudu hartija od vrijednosti, kao ni naknadu štete od revizora zbog nesačinjavanja izvještaja revizora u skladu sa zakonom.

2.1. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Jedan od projektnih zadataka realizovanih od strane radnog tima koji je radio na projektu "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori", bila je analiza rada sudova i sudske prakse u odnosu na korporativno upravljanje.

Istraživanje je realizovano anketiranjem sudija Privrednog suda u Podgorici i Bijelom Polju. Struktura popunjenih upitnika, prema lokaciji i broju, prikazana je u sljedećoj tabeli.

Tabela 1. Struktura uzorka

Lokacija		Popunjen broj anketa
1.	Privredni sud Podgorica	7
2.	Privredni sud Bijelo Polje	3
Ukupno:		10

Finalna verzija upitnika sastojala se od 15 pitanja koja su se odnosila na sagledavanje broja sporova pokrenutih pred Privrednim sudom, pokrenutih postupaka po individualnoj i derivativnoj tužbi akcionara, učestalost sporova u odnosu na pokazatelj kvaliteta korporativnog upravljanja, itd...

Bitno je napomenuti da ispitanici u upitnicima koje su popunili nijesu navodili podatke koje se odnose na iznos naknade štete i naknade troškova akcionara, jer nemaju pristup istim. Naime, sudovi nemaju evidenciju o traženim podacima u elektronskoj formi, već bi za svaku navedenu godinu bilo potrebno pregledati obrađene predmete i na taj način dobiti precizan broj. Ovi podaci ne postoje ni u internim izvještajima sudija, prije svega zbog velikog obima posla koji bi zahtijevala njegova priprema.

Unos dobijenih podataka je urađen u programu Microsoft Excel, dok je obrada podataka sa potrebnim logičkim kontrolama urađena u statističkom programskom paketu SPSS.

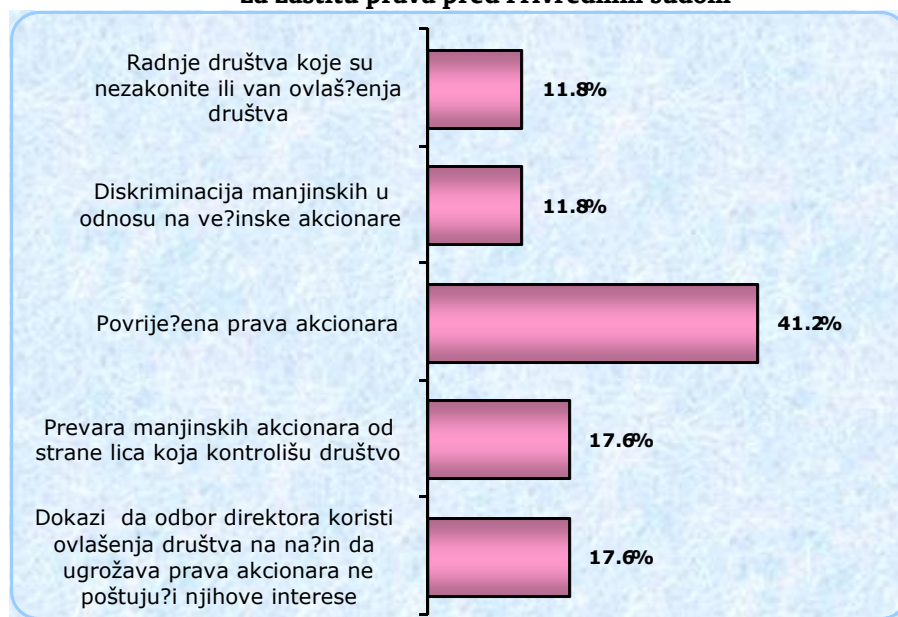
2.2. DOBIJENI PODACI

Ukupan broj postupaka, pokrenutih po tužni društva i tužbi akcionara, navelo je dvoje sudija Privrednog suda iz Podgorice. Prema njihovom mišljenju broj postupaka pokrenutih po tužbi društva je dva, dok je broj navedenih postupaka po tužbi akcionara (derivativno) šest.

Interesantno je da je, iako je broj pokrenutih postupaka veoma mali, čak 25% pokrenuto po tužbi društva, što je izuzetno veliki procenat i ukazuje na spremnost organa društva da zaštite interese i prava akcionara i društva u cjelini. Ovome je svakako doprinio i veoma liberalno orjentisan okvir za ulaganje akcionarskih tužbi u Zakonu o privrednim društvima.

U slučajevima kada su akcionari pokrenuli postupak za zaštitu prava pred Privrednim sudom, kao najčešći razlog, u 41.2% slučajeva, naveli su da su njihova prava povrijeđena. Detaljniji uvid u dobijene rezultate prikazan je na grafiku koji slijedi.

Grafik 1. Najčešći razlozi akcionara prilikom pokretanja postupka za zaštitu prava pred Privrednim sudom¹⁶



Kao najčešće radnje društva koje su akcionari smatrali nezakonitim ili van ovlaštenja društva sudije su navodili: nezakonite prodaje akcija, nepozivanje na skupštinu akcionara, prodaju dijela imovine društva, kao i nezakonito sazivanje skupštine.

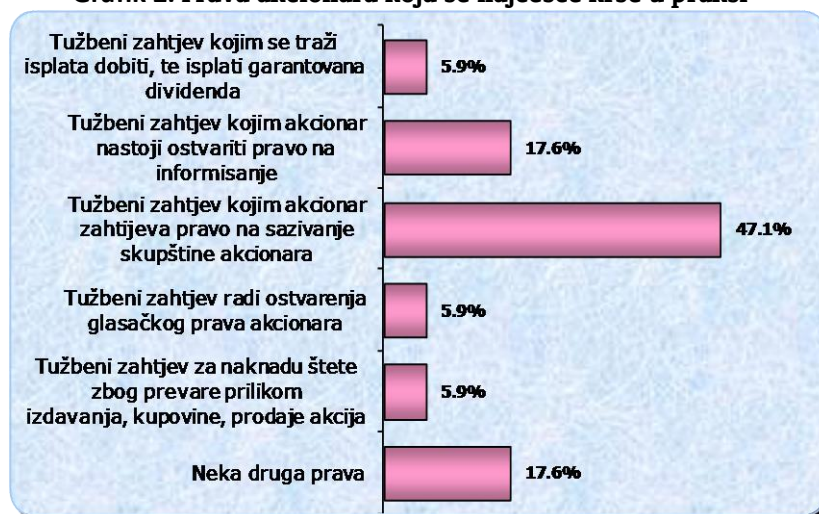
Kao najčešća prava akcionara koja se krše u praksi, a garantovana su Zakonom o privrednim društvima ili statutom društva, sudije navode pravo na sazivanje skupštine akcionara (47.1%), pravo na informisanje ili neka druga prava (po 17.6%).

¹⁶ Ispitanici su imali mogućnost da navedu više od jednog razloga, tako da su se ponderisanjem dobile navedene vrijednosti.

Analiza radnji koje su smatrane nezakonitim i prava akcionara koja se najčešće krše u praksi pokazala je da su akcionari najviše upoznati sa pravom da prisustvuju skupštini akcionara, da budu obaviješteni o sazivanju skupštine akcionara, i da zahtijevaju sazivanje skupštine akcionara.

Shodno navođenju ispitanika neka druga prava, navelo 17.6% ispitanika, koja su kršena u praksi su da nijesu pozvani na skupštinu akcionara i pravo da zahtijevaju poništaj ugovora.

Grafik 2. Prava akcionara koja se najčešće krše u praksi¹⁷



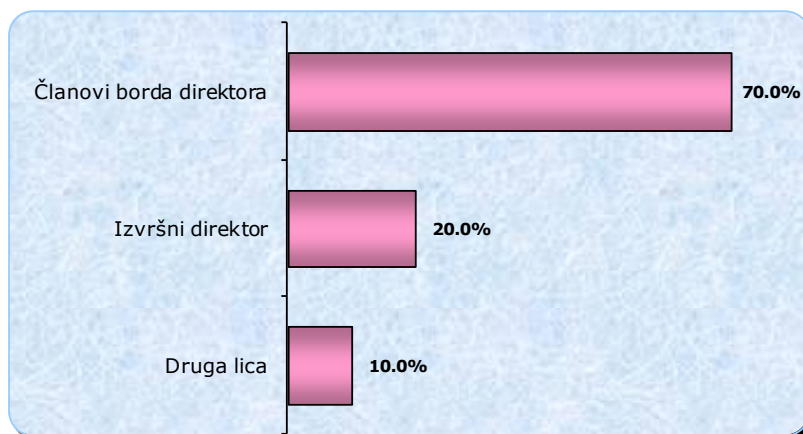
Prema iskustvu sudija, u 20 slučajeva, akcionari su zahtijevali sudsku zaštitu usljed kršenja prava koja su im priznata Zakonom o privrednim društvima. Sudska zaštita se u 9 slučajeva odnosila na to da Privredni sud sazove skupštinu, pravo na proširenje dnevnog reda skupštine u 5 slučajeva, dok su u 3 slučaja akcionari zahtijevali ostvarenje prava na kontrolu finansijskih izvještaja i pravo na predlaganje imenovanja predstavnika akcionara u Odboru direktora.

Veoma veliki procenat broja postupaka koji za predmet imaju zahtjev da Privredni sud sazove skupštinu akcionara (47,1%) i zahtjev za ostvarivanje prava na kontrolu finansijskih izvještaja (17,6%) ukazuje da su akcionari mnogo informisani o svojim neimovinskim pravima, nego o imovinskim (npr. pravo da zahtijevaju isplatu dividende).

¹⁷ Ispitanici su imali mogućnost da navedu više od jednog razloga, tako da su se ponderisanjem dobile navedene vrijednosti.

Pasivno legitimisana lica (tuženi) su u 70.0% podnesenih akcionarski tužbi bili članovi odbora direktora. Kao neko drugo lice prilikom podnošenja tužbi ispitanici su naveli akcionarska društva.

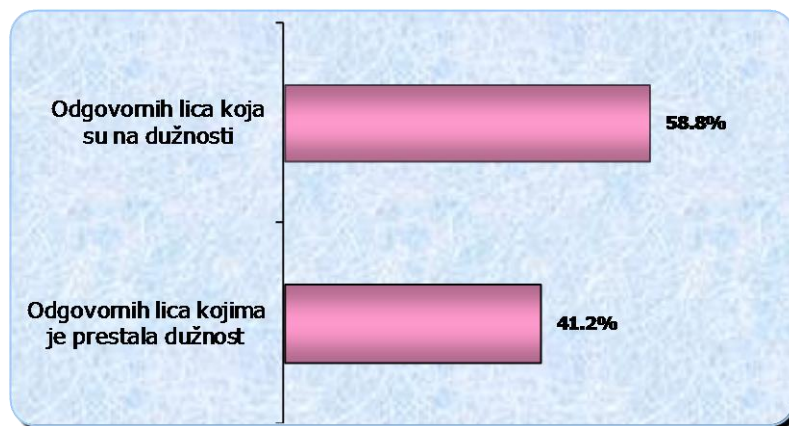
Grafik 3. Pasivno legitimisana lica prilikom podnošenja akcionarskih službi



Usmjeravanje zahtjeva za naknadu štete prema članovima odbora direktora je nesumnjivo korisno, jer se Zakonom o privrednim društvima ustanovljuje solidarna odgovornost članova odbora direktora, tako da akcionar ima pravo da zahtjeva naknadu štete od bilo kojeg člana odbora direktora, do naknade iznosa cjelokupne dosuđene štete. Međutim, s obzirom da je zakonska formulacija "odgovorno lice" dovoljno široka, akcionari bi trebali da se koriste svojim pravom da tužbu usmjere i prema drugim odgovornim licima (npr. izvršnom direktoru i revizoru društva).

Postupak pred Privrednim sudom protiv odgovornih lica koja su na dužnosti se, prema mišljenju sudija, pokreće u skoro tri petine slučajeva (58.8%)

Grafik 4. Postupak pred Privrednim sudom se pokreće protiv:



Dovoljno velik broj slučajeva u kojima se tužbeni zahtjev usmjerava prema članovima odbora direktora kojima je prestala dužnost pokazuje na razvoj akcionarskog prava u Crnoj Gori i na činjenicu da se dužnost člana odbora direktora ne posmatra kao protokolarna dužnost koja se obavlja za simbolične nadoknade, već dužnost koja povlači odgovornost.

Sve anketirane sudije su navele da ni u jednom slučaju Privredni sud nije utvrdio da je tužba akcionara osnovana. Ovaj podatak je zabrinjavajući i pokazuje da sudovi na nizak nivo poznavanja akcionarskih prava od strane podnosioca tužbi – akcionara – i da sud najvjerojatnije nije ni procjenjivao osnovanost tužbenih zahtjeva protiv odgovornih lica u društvu, već je zahtjev odbacivan u ranijoj fazi postupka zbog formalnih nedostataka, tako da se sudovi nijesu odlučivali o meritumu spora.

Shodno iznijetom mišljenju ispitanika, akcionari nijesu zahtijevali ni naknadu štete zbog neurednosti i nepotpunosti podataka u prospektu za javnu ponudu hartija od vrijednosti, kao ni naknadu štete od revizora zbog nesačinjavanja izvještaja revizora u skladu sa zakonom. Ovakav podatak se može takođe posmatrati sa aspekta nedovoljne informisanosti akcionara o mogućnosti da se revizori jave kao potencijalno odgovorna lica, a ne samo društvo. Ako se ovaj fakat dovede u vezi sa podatkom da je kršenje prava na informisanje navođeno kao razlog za ulaganje tužbe u 17,6% slučajeva, uočava se da nema pretjerane korelacije između velikog značaja koji akcionari pridaju ovom pravu i postupaka protiv odgovornih lica u slučaju njegovog kršenja (nema pokrenutih postupaka).

Principi Zakona o privrednim društvima mogli su voditi razvoju sudske prakse kojom bi se konkretnije regulisala prava i obaveze članova odbora direktora i većinskih akcionara. Ipak, do ovog razvoja sudske prakse nije došlo u pravu Crne Gore. Brojni činioци su mogli voditi ka nedostatku razvoja sudske prakse u ovoj oblasti. Najprije izgleda da sudije nijesu spremne da preuzmu aktivnu ulogu u tumačenju Zakona o privrednim društvima u svjetlu potencijalno oštih reakcija koje je moguće očekivati s obzirom na veliku vrijednost predmeta spora u ovim slučajevima, i posljedice odluka koje su mnogo dalekosežnije od samih stranaka u sporu. Takođe, u Crnoj Gori je malo sporova pokrenutih po tužbama akcionara, iako sâm Zakon o privrednim društvima ne postavlja ograničenja za ulaganje derivativnih i direktnih akcionarskih tužbi, tako da sudovi nijesu imali mnogo prilika da zaista preuzmu aktivnu ulogu u rješavanju ovih sporova.

2.3. NALAZ ISTRAŽIVANJA

Cilj terenskog istraživanja kojim je analizan rad sudova i sudska praksa u odnosu na korporativno upravljanje u Crnoj Gori bilo je sveobuhvatno sagledavanje situacije u crnogorskim privrednim sudovima u pogledu prakse sudova u vezi sa instrumentima zaštite manjinskih akcionara, pokretanja postupaka u vezi sa pravom akcionara na obavještenje, zatim postupcima po derivativnoj i individualnoj tužbi akcionara protiv društva, kao i postupke po tužbi društva protiv članova uprave. Ciljna grupa koja je obuhvaćena istraživanjem odnosila se na sudije zaposlene u Privrednom sudu u Podgorici (7 anketa) i Privrednom sudu u Bijelom Polju (3 ankete).

Prema mišljenju dvije petine anketiranih najčešći razlog **akcionara za pokretanje postupka pred Privrednim sudom** je to što su njihova prava povrijeđena. Kao **radnje koje su akcionari smatrali nezakonitim ili van ovlašćenja društva** izdvajaju se: nezakonita prodaja akcija, nepozivanje da prisustvuju skupštinama akcionara, prodaja dijela imovine društva, kao i nezakonito sazivanje skupštine.

Najčešća **prava akcionara koja se krše u praksi** su prema navođenju svakog drugog ispitanika pravo na sazivanje skupštine akcionara. Svaki peti sudija je, pored navedenog, istakao i pravo na informisanje ili neko drugo pravo (nijesu pozvani na skupštinu akcionara i poništaj ugovora).

Akcionari su zahtijevali sudsku **zaštitu usljed kršenja prava koja su im priznata Zakonom o privrednim društvima**. Sudska zaštita se u 9 slučajeva odnosila na to da Privredni sud sazove skupštinu i pravo na proširenje dnevnog reda skupštine u 5 slučajeva.

U 70.0% slučajeva ispitanici su mišljenja da su **članovi odbora pasivno legitimisana lica (tuženi)** prilikom podnošenja akcionarskih tužbi. Postupak pred Privrednim sudom se, prema mišljenju sudija, pokreće u tri petine slučajeva protiv odgovornih lica koja su na dužnosti.

Shodno iznijetom mišljenju ispitanika, akcionari nijesu zahtijevali ni naknadu štete **zbog neurednosti i nepotpunosti podataka** u prospektu za javnu ponudu hartija od vrijednosti, kao ni naknadu štete od revizora **zbog nesačinjavnja izvještaja revizora** u skladu sa zakonom.

**IV DIO FINANSIJSKO IZVJEŠTAVANJE U FUNKCIJI EFIKASNOG KORPORATIVNOG
UPRAVLJANJA**

U ovom dijelu Izvještaja predstavljeni su rezultati ocjene stanja u oblasti finansijskog izvještavanja u Crnoj Gori i dat je predlog mjera za unaprijeđenje finansijskih izvještaja, kao i sredstva za ostvarivanje cilja finansijskog izvještavanja u skladu sa *acquis communautaire* EU, međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja i međunarodnim standardima revizije.

Ocjena stanja u oblasti finansijskog izvještavanja u Crnoj Gori data je na osnovu na jednoj strani desk istraživanja propisa kojim se uređuje ova oblast, a na drugoj strani na osnovu rezultata terenskih istraživanja koja su sprovedena u toku realizacije projekta "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori".

Pored toga, ovaj dio Izvještaja sadrži i analizu propisa i prakse finansijskog izvještavanja u zemljama Evropske unije i predloge za unapređenje ove oblasti kod nas u skladu sa relevantnim međunarodnim propisima. Dorada postojećeg zakona koji uređuje ovu oblast u Crnoj Gori trebala bi se ponajprije odnositi na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije, što je praksa u EU-u. Pritom su moguće dvije osnovne alternative, od kojih je prva donošenje nacionalnih standarda za male i srednje kompanije zasnovanih na Direktivama EU-a i MRS-ovima. Druga je alternativa poređenje IASB-ovih standarda za male i srednje kompanije. Međutim, bez obzira na to za koji se model zakonodavac odluči, on treba biti usmjeren na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije radi usklađivanja s regulativom EU-a.

UVOD

Razvoj tržišne ekonomije neminovno dovodi do sve većeg broja investitora i finansijskih institucija koji stavljaju poseban akcenat na kvalitet korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Korporativno upravljanje predstavlja temelj i zdravu osnovu za dalji privredni rast i napredak konkurentnosti. Dobra praksa korporativnog upravljanja u osnovi omogućuje zaštitu interesa akcionara, pravovremenu dostavu svih relevantnih informacija o poslovanju i potpunu transparentnost kroz javni pristup finansijskim izveštajima kompanija. Kompanija koja je razvila dobar sistem korporativnog upravljanja bolje je pozicionirana na tržištu i ostvaruje konkurentnost u poslovanju kroz uspješno zadovoljavanje zahtjeva tržišta. Razvoj finansijskog tržišta u Crnoj Gori usko je povezano sa dinamikom razvoja korporativnog upravljanja. Ono poboljšava investicionu klimu, a istovremeno umanjuje finansijski i operativni rizik kompanija.

Tokom tranzicije ka tržišnoj ekonomiji, Crna Gora je uspješno uspostavila mnogo važnih elemenata institucionalnog i zakonskog okvira za uspješno finansijsko izvještavanje. Međutim, potrebno je da se preduzmu i dalji koraci u postizanju svojeg cilja – ispravnog okvira finansijskog izvještavanja prilagođenog potrebama crnogorske ekonomije, a sve u skladu sa *Acquis communautaire*¹⁸ Evropske unije, međunarodnim standardima i najboljom praksom..

Zakon o računovodstvu i reviziji, usvojen 2005. godine, odraz je želje za kontinuiranim poboljšanjem. Shodno ovom Zakonu, finansijski izvještaji se pripremaju u skladu sa Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS) i Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja (MSFI). Međutim, regulatorni okvir još uvijek nije zaokružen i nije u potpunosti usaglašen sa *acquis*-om.

Zahtjevi za međunarodno finansijsko izvještavanje i reviziju su nedavno postali složeniji i rigorozniji, a i *acquis* je značajno evoluirao u posljednjih nekoliko godina. U takvom dinamičnom međunarodnom regulatornom okruženju, nacionalni zahtjevi za finansijsko izvještavanje mogu lako postati neusklađeni sa *acquis*-om. Sljedećim pitanjima se mora posvetiti posebna pažnja: priprema izvještaja o upravljanju, polugodišnjih izvještaja za kompanije koje se kotiraju na berzama, elektronsko publikovanje finansijskih izvještaja, odobravanje i registrovanje društava za reviziju, i priprema konsolidovanih računa.

¹⁸ *Acquis communautaire* model za uređenje oblasti računovodstva i revizije koji predstavlja skup pravnih normi odluka koje obavezuju sve članice Evropske unije.

1. FINANSIJSKO IZVJEŠTAVANJE PREDUZEĆA

Cilj finansijskog izveštavanja je da pruži informacije o finansijskom položaju (bilans stanja), uspiješnosti (bilans uspijeha) i promjenama finansijskog položaja (izvještaj o novčanom toku preduzeća). Ove informacije su korisne širokom krugu korisnika u procesu donošenja odluka. Njima se prezentuje ekonomska suština transakcija i događaja na način kako su se oni stvarno desili, ali i da se prikažu posljedice tako nastalih događaja koji su u računovodstvenom pogledu obuhvaćeni. Finansijski izvještaji trebaju istinito i objektivno prikazati promjene stanja koja su refleksija ostvarenih transakcija i drugih događaja. Istinito, objektivno i fer iskazano stanje osnova je za vrednovanje jednog privrednog sistema i od presudne je važnosti i interesa za sve one koji zavise od ostvarenih ekonomskih ishoda preduzeća o kojem se izvještava. Svojom koncepcijom, MRS prvenstveno su usmjereni da javnosti objelodane svoj okvir za sastavljanje i prezentovanje finansijskih izvještaja. Kao takvi, namijenjen su cjelokupnoj javnosti koja je zainteresovana za pouzdane tržišne informacije. MRS, samim tim, treba da obezbjedi balans između dvije fundamentalne kategorije koje čine temelj izveštavanja. A to su: s jedne strane korisnici finansijskih izvještaja, a sa druge strane sadržaj informacija koje su predmet prezentovanja.

Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI), predstavljaju instrumente harmonizacije finansijskih izvještaja. Ovi standardi u jednoj ekonomiji mogu biti prihvaćeni na neki od sljedećih načina:

- prihvaćeni kao nacionalni standardi;
- mogu biti korišćeni kao nacionalni standardi, ali prilagođeni lokalnim zahtjevima;
- nacionalni standardi mogu biti utvrđeni nezavisno, ali usaglašeni sa međunarodnim računovodstvenim standardima.

Sve kompanije su dužne da poštuju samo one međunarodne računovodstvene standarde koji su potvrđeni i usvojeni. Da bi Standard bio usvojen i potvrđen potrebno je da budu ispunjeni sljedeći uslovi:

- Standard ne smije da bude u suprotnosti sa načelima istinitog i pravičnog mišljenja utvrđenog Četvrtom i Sedmom direktivom EU;
- Standard mora da pogoduje opštem evropskom dobru;
- Standard mora da zadovolji kriterijume razumljivosti, relevantnosti, pouzdanosti i uporedivosti.

Instrumenti za finansijsko izveštavanje su finansijski izvještaji. Ovi izvještaji predstavljaju skup finansijskih iskaza i ostalih pratećih izvještaja koji mogu podrazumijevati i izvještaje menadžmenta, komentare uprave, mišljenja i izvještaje revizora i druge isprave. Tako finansijski izvještaji sadrže sljedeće elemente:

- Bilans uspjeha (račun dobitka i gubitka);
- Bilans stanja;

- Izvještaj o promjenama kapitala;
 - Izvještaj o novčanim tokovima;
- Bilješke uz finansijske izvještaje, koje uključuju računovodstvene politike i druga obrazloženja, a koje predstavljaju dodatne informacije o pozicijama bilansa stanja i uspjeha, informacije o rizicima i nesigurnostima koje uziču na preduzeće, kao i informacije o sredstvima koja nijesu iskazana u bilansu stanja.¹⁹

Okvir za izradu i prezentaciju finansijskih izvještaja polazi od značajnih pretpostavki: obračunske osnove (metod računovodstva na osnovu tekućih troškova koji podrazumjeva da se transakcije priznaju i evidentiraju računovodstveno onda kada su nastale, a ne kada je došlo do novčanog toka) i koncepta trajne brige za poslovanje (kontinuiranosti poslovanja).

Da bi se finansijski izvještajima postigli ciljevi, potrebno je da isti budu sastavljeni u skladu sa sledećim računovodstvenim načelima:

1. Načelo uzročnosti – načelo nastanka poslovnog događaja. Finansijski izvještaji se pripremaju u skladu sa načelom nastanka poslovnog događaja, prema kome se učinci poslovnih promjena i drugih događaja priznaju u momentu nastanka i evidentiraju u poslovnim knjigama i uključuju u finansijske izvještaje u periodima na koje se odnose. Tako, finansijski izvještaji koji su sastavljeni u skladu sa ovim načelom korisnike informišu ne samo o poslovnim promjenama iz prethodnog perioda, već i o onim koje će se desiti u budućem periodu.
2. Načelo stalnosti – načelo neograničenog vremena poslovanja. Finansijski izvještaji se uobičajeno sastavljaju pod pretpostavkom da će preduzeće da posluje u neograničenom vremenskom periodu i da će da nastavi sa poslovanjem u doglednoj budućnosti. U slučaju da u preduzeću postoji namjera prestanka poslovanja, finansijski i izvještaji se sastavljaju na drugačijoj osnovi. U ovom slučaju, osnovu na kojoj su sačinjeni finansijski izvještaji potrebno je objelodaniti.

Koncept kvaliteta finansijskih izveštaja takođe polazi od multidimenzionalnosti njihovih karakteristika koje čine korisnim informacije koje se pružaju. Najznačajnije dimenzije kvaliteta finansijskih izvještaja svakako

¹⁹ Napomene uz finansijske izvještaje preduzeća:

(a) prikazuju informacije o osnovama za pripremu finansijskih izvještaja i specifične računovodstvene politike koje su odabrane i primijenjene na značajne poslovne promjene i događaje;

(b) objelodanjuju informacije koje zahtijevaju Međunarodni računovodstveni standardi, a koje nisu prikazane na nekom drugom mjestu u finansijskim izvještajima;

(c) obezbjeđuju dodatne informacije koje nisu prikazane u samim finansijskim izvještajima, ali su potrebne radi poštenog prikazivanja.

Napomene uz finansijske izvještaje prikazuju se na sistematski način. Svaka stavka prikazana u samom bilansu stanja, bilansu uspjeha i izveštaju o tokovima gotovine unakrsno se povezuje sa odgovarajućim informacijama u napomenama.

proizilaze iz materijalnosti, kao praga kvaliteta čije prekoračenje izostavljanjem, neobjektivnim prezentiranjem ili neodgovarajućim vrednovanjem informacija finansijske izvještaje čini manje upotrebljivim za potrebe korisnika.³

Kvalitet finansijskih izvještaja može se odrediti sa više aspekata:

- a) Sa aspekta sadržaja
- b) Sa aspekta prezentacije
- c) Sa aspekta prepreka

a) Sa aspekta sadržaja, kvalitet finansijskih izvještaja može se odrediti prema njihovoj:

- relevantnosti (važnosti), i
- pouzdanosti.

Relevantnost – važnost kao dimenzija kvaliteta ogleda se u uticaju neizostavnosti finansijskih izvještaja za poslovno-finansijsko odlučivanje zbog njihovih atributa, predvidljivosti i potvrdivosti. Finansijske izvještaje koji se ne koriste u konkretnom poslovno-finansijskom odlučivanju karakteriše irelevantnost. Jednostavnije, da bi neka informacija sadržana u finansijskim izvještajima bila od koristi, ona mora biti važna za njenog korisnika. Jedna informacija ima osobinu važnosti kada ima uticaj na ekonomske odluke njenog korisnika tako što mu pomaže da procjeni prošle, sadašnje ili buduće događaje, ili da im potvrdi odnosno koriguje ranije procjene.

Pouzdanost je veoma bitna opšta karakteristika kvaliteta. Dimenzija pouzdanosti zahtijeva da finansijski izvještaji sa odgovarajućim informacionim sadržajima budu oslobođeni grešaka i pristrasnosti.

To praktično dalje znači da finansijski izvještaji treba da budu sastavljeni postupno, oprezno i neutralno i da se korisnici mogu pouzdati da vjerno odslikavaju ono što treba da predstave.

b) Sa aspekta prezentacije i objelodanjivanja, kvalitet finansijskih izvještaja se može utvrđivati i pratiti prema njihovoj:

- uporedivosti i
- razumljivosti.

³ Dr Slobodan D. Malinić; rad na temu, "Karakteristike i kontrola kvaliteta finansijskog izveštavanja."

Uporedivost kao obilježje kvaliteta se određuje konzistentnošću pri objelodanjivanju finansijskih izvještaja, bez obzira na različitost korisnika. Praktično uporedivost finansijskih izvještaja se svodi na mogućnost korisnika da prilikom donošenja ekonomskih odluka upoređuju finansijske izvještaje datog preduzeća u vremenu, kako bi mogli da odrede razvoj tog preduzeća u finansijskom položaju i u uspješnosti. Takođe, korisnici treba da budu u mogućnosti da porede finansijske izvještaje različitih konkurentnih preduzeća, kako bi donijeli ispravnu odluku.

Razumljivost podrazumijeva dvije dimenzije kvaliteta finansijskih izvještaja – adekvatna agregiranja i klasifikacije primjerene korisničkim komunikacionim sposobnostima, odnosno sposobnostima korisnika da ih razumije i koristi u poslovno-finansijskom odlučivanju. Praktično, korisniku finansijskih izvještaja informacije sadržane u njima moraju biti odmah razumljive, uz pretpostavku da korisnik poznaje prirodu poslovanja date kompanije, ekonomske aktivnosti, kao i da posjeduje znanje iz računovodstva.

c) Sa aspekta prepreka, odnosno ograničenja u određivanju kvaliteta finansijskih izvještaja, moguće je govoriti o:

- blagovremenosti i
- racionalnosti.

Blagovremenost kao obilježje kvaliteta ogleda se u aktuelnom, pravovremenom sastavljanju i prezentaciji finansijskih izvještaja namijenjenih prvenstveno menadžmentu preduzeća.

Racionalnost se odnosi na zahtjev da kvalitet finansijskih izvještaja može biti određen odnosom njihovih koristi i troškova.

U pokušaju suštinskog određenja koncepta kvaliteta finansijskih izvještaja, mora se poći od koncepta kvaliteta uopšte, ali i od sintetizovanih kvalitativnih karakteristika finansijskih izvještaja datih u Okviru za njihovu pripremu i prezentaciju od strane Odbora IASC²⁰. One omogućavaju korisnicima da prepoznaju karakteristike kvaliteta i ograničenja finansijskih izvještaja, ali i da utiču na njih.

Takođe, eventualno buduće proširenje obima MRS-a zahtjeva za finansijsko izvještavanje bi trebalo da bude praćeno simultanom izgradnjom institucionalnog i profesionalnog kapaciteta kako bi se osiguralo i održalo pouzdano i visokokvalitetno finansijsko izvještavanje.

Međutim, finansijski izvještaji ne pružaju sve informacije koje bi korisnicima mogle biti nužne pri donošenju nekih ekonomskih odluka, budući da daju sliku o finansijskim učincima prošlih događaja i ne pružaju nefinansijske informacije.

²⁰ International Accounting Standards Committee - Komitet za međunarodne računovodstvene standarde (IASC)

Za kvalitet finansijskih izvještaja odgovara menadžment nekog entiteta, a za njihovu vjerodostojnost odgovara revizija. Kroz revizorski postupak se vjerodostojnost, a time i korisnost finansijskih izvještaja, poboljšava, odnosno njima se obezbjeđuje kredibilitet. Cilj revizije je dat u međunarodno prihvaćenim standardima revizije (ISA 200): "Cilj revizije finansijskih izvještaja je da omogući revizoru da izrazi mišljenje da li su finansijski izvještaji pripremljeni, u svim bitnim aspektima, u skladu sa utvrđenim pravilima i propisima."

Reakcija investitora prema nekom ekonomskom prostoru će biti još pozitivnija ako pored finansijskih izvještaja sastavljenih po međunarodno priznatim standardima imaju uvjerenje da će oni biti verifikovani kroz postupak revizije utemeljen na visokim standardima struke i etike.

Važno je razumjeti da se implementacija visokog nivoa kvaliteta međunarodnih standarda finansijskog izvještavanja i međunarodnih računovodstvenih standarda ne može obezbijediti bez visokog stepena implementacije međunarodnih standarda revizije.

Sa sve većim tehnološkim napretkom, razvojem tržišta, kompleksnošću poslovanja i globalizaciji ekonomskih tokova revizor mora posjedovati i stalno dograđivati visoka stručna znanja koja treba da mu omoguće da pribavi, obradi i protumači sve dokaze neophodne da stekne razumno uvjerenje⁵ da su finansijski izvještaji realno i fer prezentovani. Pored finansijske revizije, u današnje vrijeme, sve veći značaj dobijaju revizije poslovanja ("operational auditing") i revizije usklađenosti sa propisima ("compliance auditing").

Revizija finansijskih izvještaja podrazumjeva sistematičan pristup što znači pripremu, dokumentovanu planom, sistematičnost postupka revizije i praćenja preporuka. Revizija se treba obaviti objektivno kroz pribavljanje i procjenu dokaza kako bi se utvrdio nivo usklađenosti izjava menadžmenta i ustanovljenih kriterijuma. Finalni cilj je prenos rezultata zainteresovanim korisnicima. Revizija u svom radu treba da se rukovodi visokim etičkim principima kao što su: nezavisnost, integritet, objektivnost, stručnost, obazrivost, povjerljivost, profesionalno ponašanje i zadovoljenje tehničkih standarda.

⁵ Koncept vezan za sakupljanje revizorskih dokaza potrebnih da bi revizor mogao zaključiti da ne postoje značajne pogreške i pogrešni navodi u finansijskim izvještajima u cjelini. To je uvjerenje da bi bilo koje značajne greške trebale biti detektovane kroz revizorski postupak.

Sva ova i mnoga druga pitanja standardizacije računovodstveno-revizorskih poslova obuhvaćena međunarodnim standardima zahtijevaju drugačiju sistematizaciju, prioritizaciju i mehanizme nadzora u odnosu na postojeću regulativu.

1.1. Transparentnost finansijskog izvještavanja

U uslovima tržišne privrede raste značaj revizije i ona dobija svoj pun smisao. Korisnici finansijskih izvještaja jedino na ovaj način mogu dobiti potpune informacije o preduzeću, jer svaki od izvještaja sa svog aspekta daje sliku o pojedinim transakcijama, dok set ovih izvještaja daje jedinstvenu sliku o poslovanju preduzeća. Ukoliko se obezbijedi da izvještaji revizije budu javno dostupni, za njih su zainteresovani: akcionari (vlasnici), kreditori preduzeća, poslovni partneri, zaposleni, kupci, berze, država i šira javnost.

Revizori potvrđuju da su računovodstveni iskazi realno i istinito iskazani, što omogućuje vlasnicima da donose valjane poslovne odluke u domenu upravljačkih funkcija. Oni žele da se uvjere da menadžment preduzeća upravlja tako da na najbolji način ostvaruje njihove poslovne interese - da iskazana dobit bude što veća i da se što realnije utvrdi rizičnost njihovih ulaganja. Odluku o izboru i razrješenju revizora donosi Skupština akcionara (u akcionarskim društvima), a revizorski izvještaj je njima adresiran.

Revizor ne podnosi izvještaj kreditorima preduzeća, ali u uslovima njegove dostupnosti, kreditore bi prevashodno interesovao kvantitet i kvalitet poslovnih sredstava korisnika kredita. Ove informacije se nalaze u onom dijelu izvještaja gde je prikazana struktura poslovnih sredstava klijenata, a to je bilans stanja.

Zaposleni bi mogli da koriste podatke iz izvještaja revizije za procjenu sigurnosti svojih radnih mesta, kroz visinu iskazane dobiti (naročito kroz njeno kretanje iz godine u godinu), kao i kvalitet iskazanih poslovnih sredstava koje preduzeće iskazuje u bilansu stanja.

Potvrda revizora o realnosti i istinitosti iskazanih računovodstvenih iskaza bi pomogla poslovnim partnerima da planiraju svoju buduću poslovnu saradnju. Revizorski izvještaji bi pružili učesnicima u transakcijama na berzi pouzdanu osnovu za donošenje poslovnih odluka.

Računovodstveni iskazi treba da obezbijede nezavisne i stručne potvrde da su podaci u računovodstvenim iskazima objektivni i istiniti, i na taj način snadbiju korisnike potrebnim informacijama, uklone određene poremećaje i primjenom Međunarodnih računovodstvenih standarda učine ih uporedivim sa stranim finansijskim izvještajima.

1.2. Regulativa finansijskog izvještavanja evropskih zemalja

OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) u svojem izvještaju o korporativnom upravljanju u Srednjoj i Istočnoj Evropi ističe da su korporativno izvještavanje i transparentnost osnovni stubovi uspješnog korporativnog upravljanja. Investitori bez redovnih, blagovremenih, pouzdanih i uporedivih informacija ne mogu procjenjivati investicione alternative radi donošenja kvalitetnih investicionih odluka ili adekvatno glasati na skupštinama akcionara.

Zakonska regulative računovodstva na nacionalnom ili međunarodnom nivou obično ima jedan od ova tri oblika⁶:

- regulativa zakonima (zakonom o računovodstvu, zakonom o privrednim društvima ili direktivama),
- regulativa računovodstvenim standardima i načelima računovodstvene profesije,
- regulativa kombinovanim pristupom, koja obuhvata i zakone i računovodstvene standarde.

Radi analize stanja regulative finansijskog izvještavanja u EU-u, profesionalna računovodstvena organizacija FEE (Federation des Experts Comptables Europeens) sprovela je istraživanja te problematike 2001. godine. Istraživanje je dalo zaključke da u većini zemalja odgovornost za pripremu finansijskih izvještaja imaju uprave kompanija. Nadalje, u većini zemalja postoji praksa da godišnje finansijske izvještaje usvajaju skupštine akcionara. Najveće razlike među zemljama utvrđene su u institucijama koje bi trebale nadzirati efikasnu primjenu računovodstvene regulative i standarda najvećih i najvažnijih kompanija koje se kotiraju na berzama. Utvrđene razlike u analiziranim europskim zemljama date su u sljedećoj tabeli:

Tabela 1. Institucionalni nadzor finansijskog izvještavanja za kotirane kompanije
Institucija koja nadzire finansijsko izvještavanje

Berza	Nezavisni regulator berze	Privatna organizacija	Državni nadzor	Ne postoji nadzorna institucija	
švedska	Belgija	UK	Danska	Austija	Holandija
Norveška	Francuska		UK	Finska	Mađarska
švajcarska	Italija		Češka	Njemačka	Slovenija
	španija			Irska	
	Portugal			Luksemburg	

Izvor: FEE, 2001. Enforcement mechanisms in Europe ŠonlineĆ. Available from:
<http://www.fee.be/publications/main.htmĆ>.

⁶ I. Pervan: Usklađenost okvira finansijskog izvještavanja u Hrvatskoj, Bugarskoj i Rumunjskoj sa zahtjevima Europske unije Financijska teorija i praksa 28 (4) str. 469-485 (2004.)

Praksa primjene računovodstvenih standarda takođe je bila različita. Naime, neke su se zemlje koristile samo nacionalnim standardima, druge su dopuštale primjenu MRS-ova, a ostale su dopuštale primjenu računovodstvenih standarda SAD-a, odnosno SFAS-ova. Poređenje računovodstvenih standarda u zemljama EU-a do 2001. godine dato je na tabeli 2.

Tabela 2: Primjena računovodstvenih standarda u zemljama EU 2001. Godine

Zemlja	Standardi	Zemlja	Standardi
Austrija	Nacionalni MRS i SFAS	Luksemburg	Nacionalni
Belgija	Nacionalni, izuzetno, uz dopuštenje MRS i SFAS	Njemačka	MRS i SFAS za SMAX i Neuer Market za ostatak kotiranih kompanija nacionalni ili MRS/SFAS
Danska	Nacionalni	Holandija	nacionalni
Finska	Nacionalni, samo za konsolidovane izvještaje MRS i SFAS	Portugal	Nacionalni i MRS
Francuska	Nacionalni za domaće kompanije, MRS za strane kompanije	španija	Nacionalni
Irska	Nacionalni	švedska	Nacionalni, bazirani na MRS
Italija	Nacionalni standard ii MRS mogu biti primijenjeni za konsolidovane izvještaje	UK	Nacionalni za domaće kompanije, MRS/SFAS kao opcija za strane kompanije

1.3. Najnovija regulativa EU

Evropska komisija je 2000. godine izradila document *Strategija finansijskog izvještavanja u EU: Put naprijed*. Tim je dokumentom predložena primjena MRS-ova u konsolidovanim finansijskim izvještajima za sve kompanije iz Unije čijim će se akcijama trgovati na berzama u Uniji od januara 2005. godine. Pritom je ostavljena mogućnost zemljama članicama Unije da samostalno prošire primjenu MRS-ova i na ostale kompanije i njihove finansijske izvještaje. Prema tom predlogu sastav finansijskog izvještavanja u Uniji izgledao bi kao u tabeli 3.

Tabela 3: Finansijsko izvještavanje u EU od 2005. godine

Vrste finansijskih izvještaja	Vrste kompanija	
	<i>Kompanije čijim se akcijama trguje u EU</i>	<i>Kompanije čijim se akcijama ne trguje u EU</i>
Temeljni finansijski izvještaji	IV direktiva	IV direktiva
Konsolidovani finansijski izvještaji	MRS	VII direktiva

Uredbu o primjeni MRS-ova usvojilo je Vijeće ministara u junu 2002. godine, pa je Uredba iste godine stupila na snagu. Osim navedene Uredbe, značajna je izmjena IV direktive (objavljena 1. maja 2004), koja propisuje pravila sastavljanja, izvještavanje i revizije temeljnih finansijskih izvještaja za određene kompanije u EU-u.

Četvrta Direktiva koja ima za cilj ujednačavanje nacionalnih propisa članica EEZ o polaganju računa i finansijskom izvještavanju, od posebnog je značaja. Nacionalni propisi članica EEZ, koji su se razlikovali kao posljedica različitog pravnog poretka i političke volje države članica, onemogućavali su uporedivost finansijskog informacija, što je preduslov slobodnog kretanja kapitala. Otuda i potreba propisivanja minimalnih zahjeva za sve članice u pogledu obaveznih bilansnih šema, sadržine dopunskih izvještaja, ujednačavanja principa procjenjivanja, vršenja kontrole godišnjih računa i njihovog objavljivanja. Predmet ujednačavanja su: a) godišnji zaključak koji čine: bilans, račun dobitka i gubitka i aneks, i (b) izvještaj o poslovanju. Godišnji zaključak treba da bude sačinjen tako da pruža vjernu sliku imovine, obaveza, finansijske situacije i finansijskog rezultata.

Kao bitna novost u IV direktivi može se ponajprije istaknuti uvođenje odjeljka 7a), koji zahtijeva vrednovanje finansijskih instrumenata prema fer vrijednosti. Takav način vrednovanja zemlje članice mogu omogućiti ili zahtijevati od svih ili samo od pojedinih kompanija. Prema članu 42a) IV direktive, fer vrijednost treba biti utvrđena na osnovu tržišne cijene ako se ona može lako utvrditi. U suprotnom, fer vrijednost finansijskih instrumenata može biti utvrđena na osnovu opšteprihvaćenih modela i tehnika vrednovanja. Nadalje, IV Direktiva proširenim članom 46 zahtijeva uravnotežen i opsežan prikaz poslovne pozicije kompanije u

godišnjem izvještaju. Radi boljeg razumijevanja razvoja i finansijske pozicije kompanije, prikaz poslovanja mora obuhvatiti ključne finansijske i nefinansijske pokazatelje relevantne za djelatnost kojom se kompanija bavi. Bitna su novost i izmijenjeni iznosi za klasifikovanje kompanija po veličini, što je navedeno u sljedećoj tabeli.

Tabela 6. Izmijenjeni kriterijumi za određivanje veličine kompanije iz IV direktive Evropske Unije

Kriterijum	Male kompanije	Velike kompanije
Ukupna aktiva	3,65 EUR	14,60 EUR
Ukupan prihod	7,30 EUR	29,20 EUR
Broj zaposlenih	50 zaposlenih	250 zaposlenih

1.4. Finansijsko izvještavanje kotiranih kompanija

Za donošenje kvalitetne investicione odluke, najznačajniji osnov su, svakako, kvalitetni i pravovremeni finansijski izvještaji, usklađeni sa Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS), odnosno sa Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja (MSFI).

Pravovremena informacija o poslovanju kompanija, osnova je za donošenje kvalitetnih odluka o kupovini akcija, jer doprinosi smanjenu rizika i nesigurnosti prilikom investiranja. Neobjavljivanje izvještaja o poslovanju kompanija, utiče na cijenu akcija i dovodi do "insajderskog trgovanja". U cilju unapređenja ove oblasti, između ostalog, Komisija za hartije od vrijednosti će posebnu pažnju posvetiti regulatornom okviru, koji se odnosi na sačinjavanje i objavljivanje periodičnih finansijskih i drugih izvještaja.

Naime, Izmjenama Zakona o hartijama od vrijednosti propisano je da su registrovani emitenti obavezni da Komisiji dostavljaju kopiju godišnjeg računa, nakon njegovog usvajanja na skupštini akcionara, i kopiju izvještaja revizora u skladu sa zakonom. Usvojene su izmjene Pravila o kontroli poslovanja ("Službeni list, RCG", br. 28/07") kojim je propisano obavezno periodično podnošenje izvještaja od strane ovlašćenih učesnika i to u rokovima: januar-mart, januar-jun, januar-septembar, januar-decembar tekuće godine, a podnose se Komisiji najkasnije u roku od 30 dana od dana isteka perioda na koji se izvještaj odnosi. Usvojena su Pravila kojim se propisuje kvartalno i polugodišnje izvještavanje u skladu sa *acquiem*, međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja i međunarodnim standardima revizije.

U toku je izrada Javne informacijske knjižice koja će obuhvatati podatke iz finansijskih izvještaja u skladu sa *acquiem*. Javna informacijska knjižica će biti dostupna na Internet stranici Komisije za hartije od vrijednosti.

Investicioni i penzion fondovi su obavezni na podnošenje mjesečnih, tromjesečnih, polugodišnjih i godišnjih izvještaja.

2. OCJENE STANJA U OBLASTI FINANSIJSKOG IZVJEŠTAVANJA U CRNOJ GORI

Pregledom finansijskih izvještaja na osnovu nalaza dijagnostičkog pregleda sprovedenog u Crnoj Gori od strane tima Svjetske banke u novembru 2006. godine, identifikovana su izvjesna sistematska računovodstvena pitanja kojima se mora posvetiti posebna pažnja u praksi. Pored nepostojanja detaljnog objelodanjivanja koje je obavezno po MSFI (Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja), pregledom su utvrđena brojna uobičajena pitanja priznavanja i mjerenja, poput valorizovanja sredstava (npr. nepostojanje testova umanjenja vrijednosti), nedovoljnog objelodanjivanja transakcija sa povezanim stranama (uključujući i one koje uključuju Državu), nepravilnog prikazivanja poreza u godišnjim finansijskim izvještajima, i obračun doprinosa za penzijsko osiguranje.

Finansijski izvještaji banaka, koji su pregledani, bili su generalno dobrog kvaliteta. Ovo je između ostalog i rezultat intenzivne neposredne (on-site) i posredne (off-site) kontrole koju sprovodi Centralna banka Crne Gore i uticaja inostranih banaka koje posjeduju lokalne banke. Kvalitet finansijskih izvještaja nekoliko crnogorskih banaka uporediv je sa finansijskim izvještajima banaka ekvivalentne veličine u Evropskoj uniji.

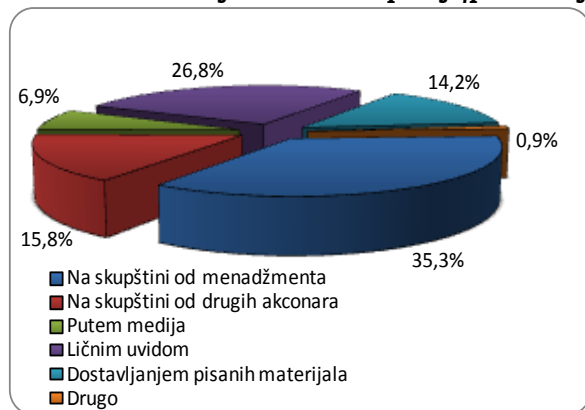
Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o računovodstvu i reviziji (2005) uređuje se publikovanje finansijskih izvještaja od strane akcionarskih društava i društava sa ograničenom odgovornošću, ali na nekonzistentan način. Zakonom o privrednim društvima predviđa se da akcionarska društva podnose godišnje finansijske i revizorske izvještaje Centralnom registru Privrednog suda, a Zakonom o računovodstvu i reviziji određuje se da se to čini u roku od šest mjeseci po isteku kalendarske godine.

Javna dostupnost finansijskih izvještaja nije uobičajena praksa. Uprkos zakonskom zahtjevu za objavljivanje finansijskih izvještaja u Centralnom registru Privrednog suda, samo 44,4% od 168 anketiranih preduzeća dostavlja svoje finansijske izvještaje. Ovako mali procenat odraz je nepostojanja sprovođenja, ograničenih sankcija i nepostojanja podsticaja na tržišnu disciplinu. Naredni izazov za Crnu Goru biće da se pobrine da su revidirani pojedinačni i konsolidovani finansijski izvještaji dostupni putem elektronskih sredstava u skladu sa *acquis-om* (First Company Law Directive). Na osnovu uzorka sprovedene ankete može se doći do zaključka da će po ovom pitanju biti dosta posla iz razloga što 30,7% anketiranih preduzeća ne posjeduje svoj veb-sajt, dok od onih preduzeća koja posjeduju svoj veb-sajt samo 42,3% objavljuje svoja dokumenta na njemu.

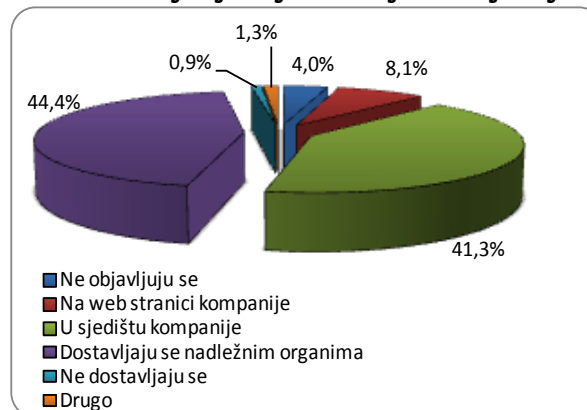
Na osnovu sprovedene ankete u svakom trećem slučaju (35,3%) vlasnici kompanije, odnosno njeni akcionari se o načinu rada i poslovanju kompanije najčešće informišu na skupštini akcionara od menadžmenta, a u svakom četvrom ličnim uvidom (26,8%), (Grafik 48). Finansijski izvještaji kompanije se dostavljaju nadležnim

organima (44,4%), što je i njihova zakonska obaveza, i oni su na raspolaganju u sjedištu kompanije (41,3%), (Grafik 49).

Grafik 48.
Način informisanja o radu kompanije/poslovanju



Grafik 49.
Način objavljivanja finansijskih izvještaja



Dokumenta kompanije najčešće nijesu dostupna na Internet stranici kompanije (42,3%), a u skoro trećini slučajeva kompanija ne posjeduje veb-sajt (30,7%).

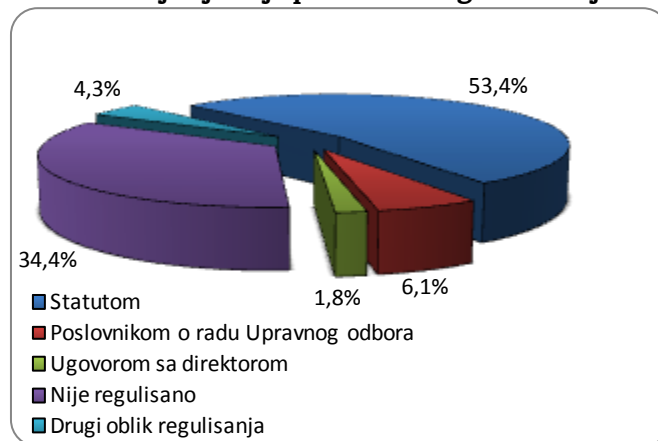
Da anketirana akcionarska preduzeća posvećuju malo pažnje komunikaciji putem Interneta potvrđuju i podaci koji se odnose na postojanje i ažuriranje Internet stranice. Naime, 34,5% kompanija posjeduje dvojezični sajt (našu i englesku verziju), sa druge strane 35,2% nema verziju sajta na engleskom jeziku. Broj kompanija koje ne posjeduju Internet sajt iznosi 30,3%.

Predstavnici akcionarskih društava su ocijenili da se informacije na sajtu ažuriraju najčešće jednom mjesечно u svakoj trećoj kompaniji (29,8%). Takođe, značajan broj kompanija je naveo da se informacije na sajtu mijenjaju samo kada se za to ukaže potreba.

Polugodišnje izvještaje priprema svaka druga kompanija (50,8%), a svaka treća kvartalne (31,3%).

U nešto više od polovine slučajeva (53,4%) način trgovanja akcijama kompanije od strane menadžmenta i članova odbora je regulisan Statutom kompanije. Sa druge strane, u svakoj trećoj kompaniji ne postoji regulacija u vezi sa ovim (34,4%).

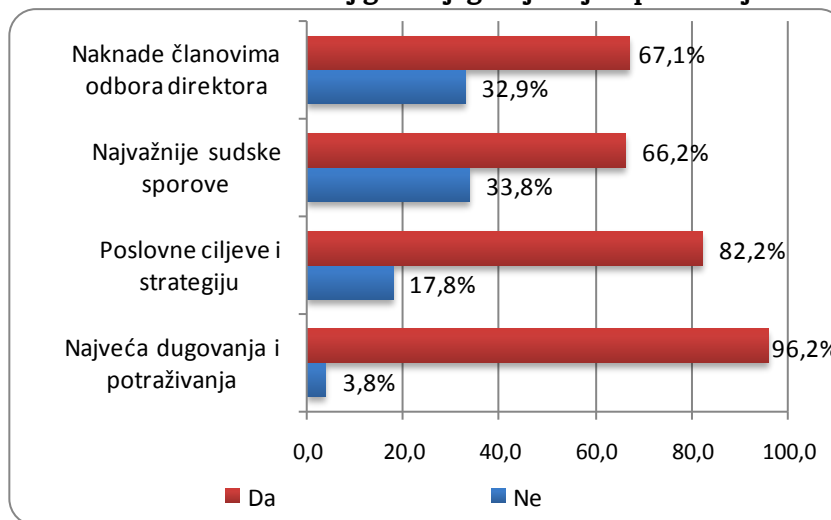
Grafik 50. Način objavljivanja podataka o trgovini akcijama kompanije



2.1. Informisanost javnosti o finansijskim i poslovnim rezultatima

Godišnji izvještaj o poslovanju anketiranih kompanija najčešće sadrži sve nabrojane elemente. Međutim, u najvećem broju slučajeva su u pitanju informacije o najvećim dugovanjima i potraživanjima (96,2%). U posmatranim kompanijama najvažnije sudske odluke su najmanje sadržane u godišnjim izvještajima o poslovanju.

Grafik 51. Sadržaj godišnjeg izvještaja o poslovanju



Mišljenje ispitanika o tome da li Statut sadrži odredbe kojima se zahtijeva veća većina za donošenje odluka od većine propisane zakonom je skoro podijeljeno. Naime, 54,9% predstavnika anketiranih kompanija smatra da Statut ne sadrži ovakve odredbe, sa druge strane 45,1% je mišljenja da su one sadržane u statutu. Statut sadrži odredbe identične zakonskim i to prema mišljenju manje od tri četvrtine (72,3%) ovlašćenih predstavnika akcionarskih društava.

Ukoliko dođe do izmjene akata, te izmjene se redovno dostavljaju Centralnom registru Privrednog suda (CRPS-u) na objavljivanje (95,2%).

2.2. Finansijsko izvještavanje banaka

Zakonom o bankama predviđa da se banke moraju osnivati kao akcionarska društva i tako moraju ispunjavati uslove za pripremu, reviziju i publikovanje finansijskih izvještaja po MSFI za akcionarska društva. Osim toga, Zakonom se predviđaju i još neki konkretni zahtjevi kao što su vođenje poslovnih knjiga u skladu sa kontnim planom koji propisuje Centralna banka i posebnim propisima, kao i publikovanje kraće verzije revizorskog izvještaja u nacionalnim dnevnim novinama.

U ROSC izvještaju se navodi da je kvalitet finansijskih izvještaja banaka, naročito banaka u stranom vlasništvu, uopšteno dobar. Nijedna od pregledanih banaka nije imala bezrezervno mišljenje revizije. Pored toga, napomene uz finansijske izvještaje predstavljene su sa objelodanjivanjem kako to i zahtijevaju MSFI, uključujući informativno izvještavanje o riziku, što je bilo komparativno za tu grupu u Evropskoj Uniji.

Zakonom o bankama se predviđa da banke podnose svoje finansijske izvještaje po MSFI, kao i da podnose prudencijalne izvještaje Centralnoj banci, u zakonom propisanom roku. S obzirom da su banke dužne da budu akcionarska društva, finansijski izvještaji i revizorski izvještaj takođe moraju biti javni. Imenovanje revizora banaka mora biti odobreno od strane Centralne banke. Zvanični revizor banke je dužan da prijavi Centralnoj banci svaku nezakonsku aktivnost ili neregularnost što je u skladu sa BCCI Direktivom.

2.3. Primjena međunarodnih računovodstvenih standarda prilikom sačinjavanja finansijskih izvještaja

Zakonom o privrednim društvima definisani su subjekti koje mogu obavljati privredne aktivnosti u Crnoj Gori, i to: (1) preduzetnici, (2) ortačko društvo, (3) komanditno društvo, (4) društvo sa ograničenom odgovornošću, (5) akcionarsko društvo i (6) dijelovi stranih kompanija. Zakon definiše pravila i zahtjeve uspostavljanja, rada i prestanak raznih vrsta subjekata. Za društva sa ograničenom odgovornošću i akcionarska društva, Zakon definiše prava i obaveze akcionara, obaveze i odgovornosti društva i njegovih organa.

Takođe, Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o računovodstvu i reviziji definisani su osnovni zahtjevi za finansijsko izvještavanje i reviziju pravnih lica (akcionarskih društava, društava sa ograničenom

odgovornošću i dijelova stranih kompanija), dok su dodatni zahtjevi za finansijsko izvještavanje i reviziju subjekata u finansijskom sektoru dati u regulativi bankarskog sektora i osiguranja.

Sljedeća tabela daje prikaz opšte pravne osnove za važne elemente finansijskog izvještavanja i revizije pravnih lica:

Tabela 7: Pravne osnove za važne elemente finansijskog izvještavanja i revizije pravnih lica u Crnoj Gori

Osnovni elementi	Pravna osnova
Priprema finansijskih iskaza i primijenjeni okvir finansijskog izvještavanja (priznavanje i mjerenje)	Član 3 Zakona o računovodstvu i reviziji (2005): sva pravna lica (uključujući i dijelove stranih kompanija) pripremaju finansijske iskaze u skladu sa MSFI
Prezentiranje finansijskih iskaza (objelodanjivanje, formati)	Član 3 Zakona o računovodstvu i reviziji (2005): priprema finansijskih iskaza u skladu sa MSFI (koje je proglasio IASB za pripremu finansijskih izvještaja u skladu sa MSFI (standardni obrasci u formi smjernica koje je izdao IAAM)
Komponente finansijskih iskaza (bilans stanja, bilans uspjeha, izvještaj o novčanim tokovima, izvještaj o promjenama na kapitalu i izvještaj menadžmenta)	Nema eksplicitno definisanih zahtjeva, ali su oni sadržani u okviru MRS/MSFI (uglavnom MRS 1). Menadžment izvještaj koji je potreban u skladu sa <i>acquis</i> nije uključen.
Odgovornost za pripremu finansijskih iskaza	Član 8 Zakona o računovodstvu i reviziji (2005): finansijski iskaz mora biti potpisan od strane odgovornih lica određenih opštim aktom pravnog lica i od strane menadžera odjeljenja za finansije i računovodstvo.
Zakonska revizija finansijskih iskaza	Član 12 stav 2 Zakona o računovodstvu i reviziji (2005): revizija finansijskih iskaza je obavezna za akcionarska društva, kao i za društva sa ograničenom odgovornošću koja na dan sastavljanja finansijskih iskaza ispunjavaju najmanje dva od ukupno tri sljedeća kriterijuma: 1) da imaju iznos ukupnih sredstava (aktiva) iznad 2 miliona eura; 2) da imaju ostvareni godišnji prihod iznad 4 miliona eura; 3) da imaju prosječan broj zaposlenih u toku poslovne godine iznad 50 radnika. Član 47 Zakona o privrednim društvima (2003): sva akcionarska društva moraju izvršiti reviziju svojih finansijskih izvještaja prije generalne skupštine akcionara; Član 69 Zakona o bankama (2004): nezavisna eksterna revizija obavlja se u skladu sa smjernicama Centralne banke i MSR.

**Tabela 8: Pravne osnove za važne elemente finansijskog izvještavanja i revizije pravnih lica u Crnoj Gori
(nastavak sa prethodne strane)**

Osnovni elementi	Pravna osnova
Usvajanje finansijskih izvještaja	Član 35.5 Zakona o privrednim društvima (2003): generalna skupština akcionarskog društva usvaja odluku o raspodjeli profita i usvajanju finansijskih izvještaja
Objavljivanje finansijskih iskaza	Član 6 Zakona o računovodstvu i reviziji (2005): pravna lica dostavljaju finansijske izvještaje Centralnom registru Privrednog suda najkasnije do 30. juna nakon završetka finansijske godine, zajedno sa mišljenjem revizora; Član 28 paragraf 7 Zakona o privrednim društvima (2003): akcionarska društva dostavljaju finansijske izvještaje zajedno sa revizorskim izvještajem; Član 71 paragraf 3 Zakona o privrednim društvima (2003): društva sa ograničenom odgovornošću dostavljaju finansijske izvještaje u roku od 2 mjeseca nakon završetka kalendarske godine.
Sankcionisanje lažnih i prevarnih finansijskih izvještaja	Član 90 Zakona o privrednim društvima (2003): svako ko namjerno pripremi ili potpiše finansijski izvještaj sa najmerom sa izvrši prevaru kažnjava se novčanom kaznom do 25.000 EUR ili kaznom zatvora do 5 godina.

2.4. Revizija finansijskih iskaza kompan

Važnost *acquis communautaire* za Crnu Goru je dvostruk. Prvo, predstavlja visoko kvalitetan model za uređenje oblasti računovodstva i revizije, koji se može primijeniti na zemlje različitih karakteristika. Drugo, usvajanjem *acquis communautaire*, koji se odnosi na računovodstvo i reviziju, podržava cilj Crne Gore da postane članica EU.

Stvarajući visoko kvalitetan regulatorni i institucionalni okvir za računovodstvo i reviziju zahtijeva reforme u crnogorskom zakonodavnom okviru, institucijama, kao i promjene u računovodstvenoj, revizijskoj i poslovnoj kulturi.

Ova strategija i akcioni plan iznose reformske aktivnosti koje će biti u potpunosti razvijene, a istovremeno uzimajući u obzir mogućnost Crne Gore da isprati ove aktivnosti (kroz sposobnost i sredstva). Reformske aktivnosti koje iako su izazovne mogu se sprovesti u kratkoročnom do srednjeročnom periodu.

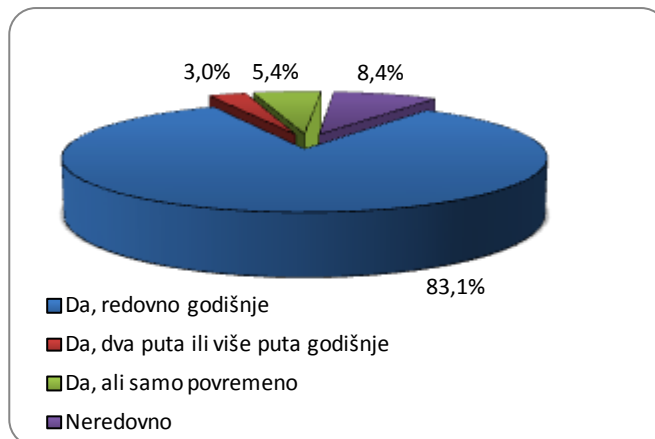
Funkcija revizije nije u potpunosti efikasna u Crnoj Gori. Umjesto dodavanja kredibiliteta objavljenim finansijskim izvještajima uvjeravanjem menadžmenta da prilagodi finansijske izvještaje u skladu sa nalazima revizije, opšte prihvaćena praksa u Crnoj Gori je da revizori ublaže, negiraju ili na neki drugi način modifikuju svoje izvještaje revizije. Približno 80% mišljenja revizije pokrivene uzorkom finansijskih izvještaja su modifikovani na neki način (nasuprot 4% u razvijenim tržišnim ekonomijama). Štaviše, čini se da su neka od kvalifikovanih mišljenja revizije zapravo bila nepovoljna mišljenja revizije na osnovu MSA.

Revizori su možda podvrgnuti neprimjerenom pritisku od strane menadžmenta zbog opšteg nepostojanja funkcije odbora za reviziju u kompanijama od javnog interesa, nepostojanja zahtjeva za podnošenje izvještaja o razlozima za razrješavanje revizora kontrolnih vlasti i generalno pasivne uloge akcionara, pri čemu svi potkopavaju efektivno korporativno upravljanje. Ne postoji sistem za osiguravanje kvaliteta koji bi identifikovao i ispravio loš kvalitet revizije praksi i omogućio poboljšanje toga kvaliteta na opštem nivou.

Izvještaji revizije lokalnih revizorskih društava, članica glavnih mreža međunarodnih revizorskih društava su u nekim slučajevima bili manje korisni, jer upućuju na nacionalne GAAP (Generally Accepted Accounting Principles – Opšteprihvaćene računovodstvene principe) nasuprot MSFI. Ovim se postavlja pitanje da li su finansijski izvještaji subjekata od javnog interesa zaista bili u potpunosti usklađeni sa MSFI. Ne postoji regulativa o odobrenju revizorskih društava. *Acquis* uključuje i zahtjeve o vlasništvu i upravljanju revizorskim društvima kako bi se poboljšao kvalitet, nezavisnost i objektivnost u sprovođenju revizija. Trenutno nepostojanje takvih propisa u Crnoj Gori stvara potencijalne probleme nezavisnosti zbog javnog (državnog) vlasništva nad revizorskim društvima i revidiranim kompanijama i mogućnostima nepriličnog uticaja u revizorskim društvima od strane menadžera koji nisu licencirani revizori.

Visok procenat kompanija (95,8%) primjenjuje međunarodne računovodstvene standarde. Nešto više od dvije trećine kompanija (67,7%) nema internu reviziju. Ipak, u 83,1% kompanija se vrši revizija računovodstvenih iskaza angažovanjem spoljnog/nezavisnog revizora i to jednom godišnje.

Grafik 52. Revizija računovodstvenih iskaza angažovanjem nezavisnog revizora



Trenutno nema regulatornog zahtjeva za eksternom provjerom kvaliteta revizora. Provjera kvaliteta je jedna od nadležnosti koja je predviđena da bude delegirana "kompetentnom profesionalnom tijelu" kada vlada završi proces delegiranja. Nepostojanje provjere kvaliteta revizije je ključna slabost s obzirom da je zakonski obavezna revizija prva linija provjere adekvatnosti primjene računovodstvenih standarda. Provjerom kvaliteta povećava se povjerenje u kvalitet funkcije revizije i omogućava i zahtijeva od revizorske profesije da poboljšava kvalitet revizija. Zahtjev za eksternom provjerom kvaliteta u skladu sa odredbama o provjeri kvaliteta izmijenjene Osme Direktive o zakonskoj reviziji je hitno potreban.

Uopšteno gledano, funkcija zakonske revizije izgleda da u potpunosti ne predstavlja tu funkciju; izvještaji revizije ne pružaju dovoljno kredibiliteta objavljenim finansijskim iskazima. Opšteprihvaćena praksa u Crnoj Gori je da, umjesto da menadžment s dužnom pažnjom razmotri nalaze revizije i uskladi finansijske izvještaje, revizor treba da objavi mišljenje revizije sa zadržanom rezervom, i odricanju od mišljenja ili svojem mišljenju doda stavove u vezi sa naglašenim mišljenjem. Izvještaj revizora sa mišljenjem sa zadržanom rezervom bi trebalo da izazove zabrinutost, a ne da bude prihvaćen kao normalna praksa. Štaviše, neka revizorska mišljenja sa zadržanom rezervom treba da budu nepovoljna revizorska mišljenja na osnovu MSR zbog njihove materijalnosti.

Većina pregledanih revizorskih firmi i revizorskih angažmana pokazali su znanje i želju u primjeni MSR. Međutim, uočeno je nekoliko značajnih slabosti u primjeni MSR koji potkopavaju činjenicu da se korisnik može osloniti na proces revizije i mišljenje revizije. Izgleda da direktori revidiranih kompanija i sami revizori nijesu na odgovarajući način shvatili svrhu revizorskog procesa i ulogu revizora. Ciljevi revizorskog procesa

po MSR, odnosno da bi revizor došao do nezavisnog i objektivnog revizorskog mišljenja i pripremio izvještaj o finansijskim iskazima koji pruža uvjeravanja akcionarima kompanije i ostalima zainteresovanim stranama, često nijesu ispunjeni.

Direktori kompanija i revizori prihvataju modifikovane revizorske izvještaje u velikoj mjeri. Ovo potkopava vrijednost revizorske funkcije i kredibiliteta finansijskih iskaza. Banke su potvrdile da u velikoj mjeri koriste finansijske iskaze za svoje kreditno poslovanje i u ocjeni kreditnog rizika. Međutim, opaženi slabi kvalitet finansijskog izvještavanja, koji je uglavnom zbog slabog kapaciteta računovođa i revizora, ne dozvoljava bankama da se u osnovi oslanjaju na finansijske izvještaje koje pružaju zajmoprimaoci u procesu kreditnih zahtjeva. štaviše, korporativno upravljanje ne funkcioniše najbolje zbog nedostatka aktivnosti akcionara, nedostatka odbora za reviziju i dominantne uloge države u nekim kompanijama koja su uzeta za pregled kao uzorak.

2.5. Osnovne karakteristike izmjena i dopuna Zakona o računovodstvu i reviziji

U skladu sa kriterijumima sadržanim u evropskom zakonodavstvu, Zakona o računovodstvu i reviziji u Crnoj Gori se ustanovljava podjela pravnih lica na mala, srednja i velika, u zavisnosti od prosječnog broja zaposlenih, ukupnog prihoda na godišnjem nivou, i ukupne aktive.

U srednja pravna lica razvrstavaju se ona pravna lica koja na dan sastavljanja finansijskih izveštaja ispunjavaju dva od tri kriterijuma:

- 1) da je prosečan broj zaposlenih u godini za koju se podnosi godišnji izveštaj od 50 do 250;
- 2) da je ukupan prihod na godišnjem nivou od 10.000.000 do 50.000.000 EUR;
- 3) da je ukupna aktiva od 10.000.000 do 43.000.000 EUR.

Pravni okvir finansijskog izvještavanja u Crnoj Gori karakteriše postojanje tzv. dualnog sistema izvještavanja. To znači da se finansijski izvještaji dostavljaju sa stanjem na dan 31. decembra i to:

- Pravna lica u papirnoj formi i elektronskoj formi dostavljaju finansijske iskaze i konsolidovane bilanse Centralnom registru Privrednog suda u Podgorici najkasnije do 31. marta tekuće godine za prethodnu godinu, a izvještaj o reviziji sa mišljenjem o finansijskim iskazima najkasnije do 30 juna;
- Akcionarska društva obavezna su da dostavljaju Komisiji za hartije od vrijednosti usvojene godišnje i kvartalne finansijske izvještaje;
- Prema Zakonu o porezu na dobit pravnih lica obveznik poreza na dobit je dužan da za period za koji se obračunava porez na dobit, nadležnom poreskom organu podnese poresku prijavu najkasnije u roku od tri mjeseca od isteka perioda za koji se obračunava porez, uz koju dostavlja bilans uspjeha i bilans stanja, pripremljene u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo.

Propisivanje roka – najkasnije do 30. juna – je od velikog značaja za ostvarivanje transparentnosti finansijskog izvještavanja. Naime, Zakonom o privrednim društvima nije propisan obavezan rok u kojem je društvo obavezno da održi godišnju skupštinu akcionara, već samo rok za sazivanje te skupštine (3 mjeseca od kraja finansijske godine). Kako je Zakonom o privrednim društvima propisana isključiva nadležnost skupštine za usvajanje finansijskih izvještaja, to se ova skupština mora održati do kraja juna tekuće godine, kako bi se postupilo u skladu sa rokovima propisanim Zakonom o računovodstvu i reviziji.

3. NALAZI ISTRAŽIVANJA

- Radi unaprijeđenja okvira finansijskog izvještavanja i smanjenja troškova kapitala, EU je napravio snažan iskorak prema usklađivanju za najveće kompanije čijim se akcijama trguje na berzama u EU-u. Naime, od 2005. sve listane kompanije u EU-u moraće primjenjivati MRS-ove koje donosi IASB. Pritom je zadržana dosadašnja praksa da male i srednje kompanije prema odredbama IV direktive imaju pojednostavnjeno izvještavanje bazirano na nacionalnim računovodstvenim standardima. Naravno, nacionalni regulatori finansijskog izvještavanja imaju mogućnost nametanja poređenja MRS-ova za male i srednje kompanije.
- Odluka o primjeni MRS-ova u Crnoj Gori danas se čini izrazito dobrom.
- Dorada postojećeg zakona trebala bi se ponajprije odnositi na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije, što je praksa u EU. Pritom su moguće dvije osnovne alternative, od kojih je prva donošenje nacionalnih standarda za male i srednje kompanije zasnovanih na Direktivama EU-a i MRS-ovima. Druga je alternativa poređenje IASB-ovih standarda za male i srednje kompanije. Međutim, bez obzira na to za koji se model zakonodavac odluči, on treba biti usmjeren na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije radi usklađivanja s regulativom EU.
- Brojna istraživanja transparentnosti računovodstvenih informacija pokazala su da samo kvalitetni računovodstveni standardi nisu dovoljni za visoki nivo transparentnosti računovodstvenih informacija. Iako su računovodstveni standardi bazirani na MRS-ovima ili se direktno primjenjuju MRS-ovi, transparentnost dobivenih računovodstvenih informacija je na znatno nižem nivou nego u anglosaksonskim zemljama (SAD-u, UK, Kanadi i Australiji). U tom kontekstu valja istaknuti da nije dovoljno samo zakonski dobro urediti okvir finansijskog izvještavanja, već ga treba dosljedno i strogo provoditi u praksi. Imajući na umu stanje sudstva u Crnoj Gori i, posebnu pažnju treba pridati upravo dosljednoj primjeni Zakona o računovodstvu i MRS-ova. Svaki pokušaj zloupotrebe finansijskih izvještaja za zavaravanje ulagača i ostalih korisnika treba dosljedno kažnjavati.
- Dostupna istraživanja pokazala su da u praksi evropskih zemalja postoje odstupanja od donešene regulative i da je kvalitet revizije loš, što, može znatno smanjiti transparentnost poslovanja kompanija i uporedivost finansijskih izvještaja. Takva praksa takođe otežava funkcionisanje tržišta kapitala, koji se temelje upravo na transparentnosti finansijskih i nefinansijskih informacija.

V DIOUTICAJ KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PERFORMANSE PREDUZEĆA

Gotovo sve studije koje se bave problematikom korporativnog upravljanja pokazuju da, što su struktura i praksa korporativnog upravljanja bolji, to je vjerovatnije da će se sredstva koristiti u interesu akcionara, bez opasnosti da će ih rukovodioci izvlačiti u privatne firme ili na drugi način zloupotrebljavati. Ova veza je od posebnog značaja na tržištima u razvoju, gdje akcionari nemaju uvek nivo zaštite koji je dostupan na razvijenijim tržištima.

Odnos performansi preduzeća, tj. uticaj praksi korporativnog upravljanja na efikasnost poslovanja kompanije u Crnoj Gori gotovo da nije moguće utvrditi s obzirom da nijedna kompanija iz uzorka nema kodeks korporativnog upravljanja koji bi se primjenjivao u kompaniji. Naprotiv, samo osnovne odredbe o korporativnom upravljanju, koje je društvo obavezno da ima u skladu sa Zakonom o privrednim društvima, sadržane su u statutima kompanija. S obzirom da je istraživanje pokazalo da se u svakodnevnom poslovanju kompanije primjenjuju samo minimalne prakse korporativnog upravljanja koje su usmjerene i motivisane ispunjenjem minimalnih zakonskih uslova, istraživanje pokazuje da se u ovom momentu ne može jednostavno utvrditi i kvantifikovati uticaj ovih praksi na efikasnost poslovanja kompanije.

Imajući u vidu navedena ograničenja u kvantifikaciji uticaja korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori sprovedena je ekonometrijska analiza kojom se želi utvrditi da li je postojala statistički značajna veza između određenih dimenzija korporativnog upravljanja i performansi preduzeća. Ovo ekonometrijsko istraživanje je, pored toga, imalo za cilj da analizira određene aspekte odnosa uticaja u trouglu: zaštita prava akcionara, efikasnost upravljanja kompanijama i efikasnost tržišta kapitala.

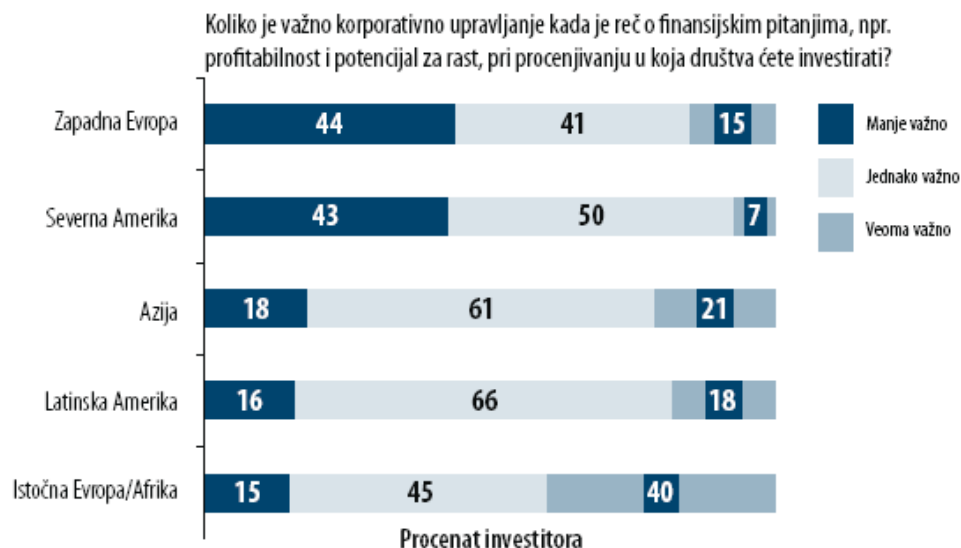
Suštinski se istraživanje zasnivalo na ekonometrijskom testiranju hipotezâ o efikasnosti različitih oblika vlasništva, efikasnosti različitih nivoa koncentracije vlasništva, efikasnosti domaćih protiv inostranih vlasnika. Hipoteze su testirane na osnovu podataka dobijenih kroz sprovedena terenska istraživanja, podataka o finansijskim rezultatima poslovanja anketiranih kompanija dobijenih što kroz neka terenska istraživanja koja je CEED sprovodio u druge svrhe, podataka o cijenama akcija sa crnogorskih berzi i podataka o strukturi vlasništva u analiziranim kompanijama iz Centralne depozitarne agencije.

Istraživanje je potvrdilo značajnu razliku u efikasnosti privatnog vlasništva u odnosu na državno vlasništvo u kompanijama, što je samo signal donosiocima odluka da je potrebno privatizovati ostatak državnog kapitala u kompanijama u Crnoj Gori (oko 85% kapitala je već privatizovano). Koncentracija vlasništva koja se dešavala kroz transakcije na sekundarnom tržištu ima pozitivan uticaj na performanse crnogorskih preduzeća, pri čemu razlika u performansama preduzeća kojom upravljaju domaći u odnosu na kompanije kojima upravljaju inostrani privatni većinski vlasnici nije statistički značajna.

1. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I PERFORMANSE PREDUZEĆA

Istraživačke studije koje analiziraju vezu između kvaliteta korporativnog upravljanja i performansi preduzeća pokazuju da, što su struktura i praksa korporativnog upravljanja bolji, to je vjerovatnije da će se sredstva koristiti u interesu akcionara, bez opasnosti da će ih rukovodioci izvlačiti u privatne firme ili na drugi način zloupotrebjavati. Slika u nastavku ilustruje kako praksa korporativnog upravljanja ima posebnu važnost na tržištima u razvoju, gdje akcionari nemaju uvek nivo zaštite koji je dostupan na razvijenijim tržištima.

Slika 1. Značaj kvaliteta korporativnog upravljanja u donošenju finansijskih odluka



Upravljanje ostaje važno u odnosu na finansijske izveštaje, naročito na tržištima u razvoju

Izvor: McKinsey & Company, Globalna anketa mišljenja investitora, jul 2002.

Mogućnost da se privuče dodatni spoljni kapital je značajno sredstvo za mnoge kompanije, jer im omogućava da dođu do mogućnosti koje se mogu realizovati samo uz dodatne investicije. Uobičajeni izvori novog kapitala su prodaja nove emisije akcija i zajmovi spoljnih investitora. Kompanije mogu privući nove nosioce interesa smanjivanjem pretpostavljenog rizika putem implementacije efektivnog korporativnog upravljanja. Istraživanja pokazuju da je velika većina investitora spremna da plati premiju na akcije kompanija koje primjenjuju visoke standarde korporativnog upravljanja. Ove premije na akcije u Sjevernoj Americi i Zapadnoj Evropi iznose od 12-14% tržišne cijene akcija. U Africi i Istočnoj Evropi ove premije

iznose i do 30%⁷. Ova studija pokazuje da bi većina investitora izbjegavala kompanije sa neadekvatnim politikama korporativnog upravljanja, a trećina ispitanih bi izbjegavala sve kompanije sa neadekvatnim korporativnim upravljanjem. Čak 63% investitora iskazalo je da bi izbjegli investiranje u kompanije ukoliko one imaju nezadovoljavajuće prakse korporativnog upravljanja, a 57% smatra da bi izmijenilo svoje vlasništvo u kompanijama na osnovu praksi korporativnog upravljanja koje primjenjuju.

Studije pokazuju da nezadovoljavajuće prakse korporativnog upravljanja mogu imati negativan uticaj i na ishod sudskih postupaka protiv kompanija. Tako su studije sprovedene u Americi pokazale da 73% sudija vjeruje da revizori namještaju izvještaje svojim klijentima, dok 78% vjeruje da kompanije uništavaju dokumenta. Ovo veliko nepovjerenje prema kompanijama može imati vrlo veliki značaj prilikom odmjeravanja naknada u sudskim sporovima protiv kompanija.⁸

⁷ MCKINSEY & COMPANY, GLOBAL INVESTOR OPINION SURVEY: KEY FINDINGS 2 (July 2002); <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinion-Survey2002.pdf>.

⁸ Minority Corporate Counsel Association, DecisionQuest/MCCA Juror Perception **Survey** Warns of Intense Corporate Distrust by America's Juries (October 16, 2002), available at: http://mcca.com/site/data/researchprograms/surveys/dq_mcca_survey_2002.htm (last visited March 29, 2004).

2.EKONOMETRIJSKA ANALIZA UTICAJA NEKIH ELEMENATA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PERFORMANSE PREDUZEĆA

Cilj ove analize je da ispita uticaj oblika vlasništva u kompaniji (privatno vs. državno) i koncentracije vlasništva na performanse preduzeća. Osim toga analiza treba da pokaže da li postoji značajna razlika u performansama preduzeća čiji je većinski vlasnik strani investitor u odnosu na preduzeća kojim dominantno upravljaju domaći investitori, kao i to da li na performanse preduzeća ima uticaja to da li je vlasnik istovremeno i menadžer kompanije.

Danas je u Crnoj Gori preko 85% kapitala u rukama privatnih vlasnika. Danas privatizovana preduzeća su u periodu socijalističkog samoupravljanja bila u tzv. društvenom vlasništvu, zaštićena od konkurencije, zaštićena od gubitaka mekim budžetskim ograničenjem i njima su uglavnom upravljali menadžeri koji su ispunjavali političke ili ciljeve zacrtane planovima⁹. Tranzicioni procesi inicirani procesom privatizacije državnog kapitala u kompanijama su promijenili sve ovo.

Neadekvatno restrukturiranje mnogih kompanija prije ulaska u proces privatizacije ometalo je njihov rast. Nedostatak kredibiliteta menadžera u državnim kompanijama koje su ušle u proces privatizacije — i opšta privredna stagnacija je uslovila spor rast biznis sektora u inicijalnim fazama tranzicije.

Međutim, uspješna privatizacija i razvoj tržišta kapitala doveo je do značajnih promjena. Liberalizacija i razvoj povoljnog biznis okruženja doveo je do osnivanja i razvoja novih kompanija, i došlo je do značajnog poboljšanja performansi privatizovanih kompanija. Aktivnosti na tržištu kapitala, posebno intenzivna trgovina na sekundarnom tržištu dovela je do konsolidacije vlasništva u privatizovanim kompanijama. Konsolidacija vlasništva i promjene u menadžmentu do kojih je ona dovela, rezultirali su restrukturiranjem kompanija, novim ulaganjima i tehnologijom, rastom profita što se manifestovalo i kroz rast cijena akcija ovih kompanija na berzama. Tržišna vrijednost kompanija je rasla, a povoljan biznis ambijent privukao je značajne strane investicije, tako da je Crna Gora jedna od zemalja sa najvećim nivoom direktnih stranih investicija po glavi stanovnika u Evropi.

Literatura koja se bavi ovim pitanjima jasno ukazuje da je restrukturiranje preduzeća i unapređenje korporativnog upravljanja u njima ključni faktor poboljšanja performansi i uspjeha biznis sektora. Restrukturiranje preduzeća i unapređenje korporativnog upravljanja u nekim zemljama dalo je bolje, u

⁹ "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey", Simeon Djankov and Peter Murrell.

nekim lošije rezultate pa se logično nameće pitanje da li su ove razlike posljedica primjenjivanih mjera ekonomskih reformi.

To otvara mnoga pitanja: da li je i u kojoj mjeri efikasnost preduzeća uslovljena stepenom koncentracije vlasništva? Ko su najefikasniji privatni vlasnici: menadžeri, radnici, banke ili investicioni fondovi?

Imajući u vidu nivo razvoja korporativnog upravljanja i ograničenja koja postoje u smislu dostupnosti podataka, naš je cilj bio da ispitamo odnos koji postoji između performansi preduzeća i vlasničke strukture akcionarskih preduzeća u Crnoj Gori. Pri tome je kao indikator uspješnosti poslovanja kompanije korišćena u literaturi veoma često korišćen pokazatelj: Tobinovo Q. Tobinovo Q se uopšteno definiše kao odnos između tržišne vrijednosti kompanije (tržišna kapitalizacija računata kao proizvod tržišne berzanske cijene akcija i broja akcija kompanije) i troškova zamjene aktive kompanije (vrijednost imovine kojom kompanija raspolaže). U analizi se koristi nekoliko indikatora vlasničke strukture u kompanijama koji će biti objašnjeni u nastavku¹⁰.

2.1. Promjenjive u modelu

A) Tobinovo Q

Tobinovo Q se uopšteno definiše kao odnos između tržišne vrijednosti kompanije (tržišna kapitalizacija računata kao proizvod tržišne berzanske cijene akcija i broja akcija kompanije) i troškova zamjene aktive kompanije (vrijednost imovine kojom kompanija raspolaže). Imajući u vidu činjenicu da je nakon faze snažnog rasta tržišta kapitala u periodu 2005-2007. došlo do stagnacije a potom i do snažnog pada, računali smo prosječne cijene akcija onih kompanija koje su bile obuhvaćene terenskim istraživanjem u okviru ovog projekta čijim se akcijama trgovalo na crnogorskim berzama u periodu januar 2006 – jun 2008. Na osnovu ovako izračunate prosječne cijene računata je tržišna vrijednost kompanije koja je potom stavljena u odnos sa troškovima zamjene imovine preduzeća, koja je aproksimirana knjigovodstvenom vrijednošću imovine preduzeća – aktive. Iako evidentna ograničenja indikatora koja proizilaze iz metodologije njegovog računanja ipak smatramo, a savremena literatura to potvrđuje i preporučuje, da je Tobinovo Q relevantan indikator performansi preduzeća čijim se akcijama trguje na berzi.

¹⁰ Djankov i Claessens (1999) su sproveli istraživanje kojim je obuhvaćeno više od 700 čeških kompanija između 1992. i 1997. godine. Istraživanje je pokazalo da postoji pozitivna korelacija između stepena koncentracije vlasništva i performansi kompanija mjerenih Tobinovim Q.

B) Indikatori vlasničke strukture

PH: Udio privatnog kapitala u kompaniji (% glasova koje na skupštini akcionara imaju privatni vlasnici).

SH: Udio državnog kapitala u kompaniji (% glasova koje na skupštini akcionara imaju država).

CS: Procenat glasova koji imaju akcionari čiji je vlasnički udio u kompaniji veći od 5% – kumulativni udio kapitala koji u kompaniji imaju vlasnici sa preko 5% vlasništva. Prag od 5% učešća u vlasništvu u savremenoj literaturi je najčešće korišćen kriterijum na osnovu koga se većinski razlikuju od manjih akcionara. Smatra se, naime, da vlasnici koji imaju više od 5% kapitala kompanije mogu značajno uticati na upravljanje preduzećem.

BS: Udio u vlasništvu koji ima najveći akcionar (ako on ima više od 5% kapitala).

FS: Ukupni (kumulativni) udio stranih investitora koji pojedinačno imaju 5% i više kapitala u vlasništvu.

DS: Ukupni (kumulativni) udio domaćih investitora koji pojedinačno imaju 5% i više kapitala u vlasništvu.

DUM: Vještačka varijabla koja uzima vrijednost 1 u dva slučaja: ako je većinski vlasnik (sa više od 5% vlasništva) koji kontroliše upravljanje kompanijom pojedinac ili porodica; i ako je makar jedan vlasnik 5% i više kapitala istovremeno i član menadžmenta kompanije. U svim ostalim slučajevima vrijednost vještačke varijable je 0.

MC: Tržišna vrijednost kompanije (broj akcija x prosječna cijena akcija na berzi).

2.2. Hipoteze koje se testiraju

Cilj ove ekonometrijske analize je da utvrdimo da li crnogorska praksa potvrđuje tezu o većoj efikasnosti privatnog kapitala u kompanijama i Demsetzove teze (1985, 2001) o efikasnosti privatnog kapitala u tranzicionim ekonomijama.

Ekonometrijskim modelom testiramo tri hipoteze:

H1: Postoji pozitivna korelacija između udjela privatnog kapitala u vlasništvu i performansi kompanije

H2: Postoji pozitivna korelacija između stepena koncentracije i performansi kompanije

H3: Oblik i vrsta vlasništva utiču na performanse kompanije

Drugim riječima, cilj je ispitivanje uticaja privatnog vs. državnog kapitala, stepena koncentracije vlasništva i oblika vlasništva na performanse preduzeća. Da li veći stepen koncentracije vlasništva donosi dobrobit kompaniji? Da li strani vlasnici značajno utiču na poboljšanje performansi kompanije? Da li je uticaj vlasnika menadžera na performanse kompanije pozitivan ili negativan, odnosno da li uopšte ima uticaja.

2.3.Specification of the model

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2PH \quad (1)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2SH \quad (2)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2BS \quad (3)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2CS \quad (4)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2FS \quad (5)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_3DS \quad (6)$$

$$Tobin = a_0 + a_1MC + a_2CS + a_3DUM \quad (7)$$

3. PROCJENA MODELA

Napomena:

* – statistički značajno sa pragom značajnosti od 5%,

** – statistički značajno sa pragom značajnosti od 10%,

3.1. Privatni vs. državni kapital i performanse kompanije

Jednačina 1

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.303546

Adjusted R-squared 0.258613

F-statistic 6.755596

Prob(F-statistic) 0.003671

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.136956	0.259165	-0.528453	0.6009
MC*	5.23E-09	2.33E-09	2.243972	0.0321
PH*	0.007940	0.003179	2.497469	0.0180

Jednačina 2

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.174305

Adjusted R-squared 0.121034

F-statistic 3.272067

Prob(F-statistic) 0.051369

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.505079	0.123823	4.079035	0.0003
MC*	6.06E-09	2.51E-09	2.414535	0.0218
SH	-0.002407	0.003764	-0.639391	0.5273

Komentar

Procjena prethodne dvije jednačine jasno pokazuje postojanje statistički značajne pozitivne korelacije između udjela privatnog kapitala u vlasništvu kompanije i performansi mjerenim Tobinovima Q. Na drugoj strani rezultata evidentna je negativna korelacija između udjela državnog kapitala u vlasništvu kompanije i njenih performansi.

3.2. Većinski vlasnici i najveći vlasnik, i performanse kompanije

Jednačina 3

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.182606

Adjusted R-squared 0.129871

F-statistic 3.462708

Prob(F-statistic) 0.043922

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.347841	0.171367	2.029797	0.0510
MC*	5.72E-09	2.55E-09	2.244341	0.0321
BS	0.003082	0.003613	0.853109	0.4001

Jednačina 4

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.333791

Adjusted R-squared 0.290809

F-statistic 7.765958

Prob(F-statistic) 0.001845

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.044052	0.176489	0.249600	0.8045
MC*	4.81E-09	2.30E-09	2.090446	0.0449
CS*	0.008806	0.003127	2.815645	0.0084

Komentar

Ocijenjena regresiona zavisnost u trećoj jednačini pokazuje da postoji pozitivna, ali ne i statistički značajna korelacija između nivoa učešće u vlasništvu kojeg ima najveći akcionar u kompaniji. Četvrta jednačina, pak, pokazuje da postoji statistički značajna pozitivna korelacija između nivoa koncentracije vlasništva i performansi kompanije.

Zaključuje se da veći nivo koncentracije vlasništva, mjerene ukupnim učešćem u vlasništvu onih vlasnika koji imaju 5% i više kapitala u kompaniji, vodi ka poboljšanju performansi kompanije. Drugim riječima, većinski vlasnici (koji imaju 5% i više kapitala) imaju aktivnu ulogu i pozitivno utiču na poslovanje kompanije.

3.3. Zavisnost performansi firme od većinskog vlasništva – domaćeg i stranog

Jednačina 5

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.225375

Adjusted R-squared 0.175399

F-statistic 4.509688

Prob(F-statistic) 0.019095

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.240405	0.174601	1.376876	0.1784
MC*	7.54E-09	2.57E-09	2.935808	0.0062
DS	0.004812	0.003056	1.574664	0.1255

Jednačina 6

Dependent Variable: TOBIN
Method: Least Squares
R-squared 0.611807
Adjusted R-squared 0.586762
F-statistic 24.42857
Prob(F-statistic) 0.000000

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.326437	0.075788	4.307260	0.0002
MC	-3.14E-10	2.03E-09	-0.154618	0.8781
FS*	0.016098	0.002690	5.983912	0.0000

Komentar

Kroz petu i šestu ocijenjenu regresionu zavisnost pokušava se uporediti uticaj domaćih u odnosu na strane većinske vlasnike u kompanijama na njihove performanse.

Ocijenjene regresione veze su statistički značajne na pragu značajnosti od 1% (kritička vjerovatnoća F-statistike je niža od 0.01), ali ocijenjeni koeficijent regresije, koji mjeri uticaj domaćih većinskih vlasnika na Tobinovo Q, nije statistički značajan, za razliku od koeficijenta regresije koji mjeri uticaj stranih privatnih većinskih vlasnika.

Pritom je intenzitet uticaja stranih većinskih vlasnika na performanse preduzeća mjerene Tobinovima Q gotovo dvostruko veći u odnosu na uticaj svih većinskih vlasnika (jednačina 4). Ocijenjeni regresioni koeficijenti su u oba slučaja statistički značajni, međutim vrijednost koeficijenta regresije koji mjeri uticaj stranih većinskih vlasnika u jednačini 6 je 0.016 u odnosu na vrijednost 0.008, kolika je vrijednost ocijenjenog koeficijenta koji mjeri uticaj svih većinskih vlasnika. Riječju, strani većinski vlasnici snažnije utiču na performanse kompanija u odnosu na domaće.

3.4. Menadžeri–vlasnici vs. menadžeri–ne-vlasnici, i performanse kompanija

Jednačina 7

Dependent Variable: TOBIN

Method: Least Squares

R-squared 0.334112

Adjusted R-squared 0.267523

F-statistic 5.017540

Prob(F-statistic) 0.006152

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.038392	0.185428	0.207045	0.8374
MC	4.76E-09	2.37E-09	2.012334	0.0532
CS	0.008722	0.003253	2.681707	0.0118
DUM	0.022413	0.186271	0.120327	0.9050

Komentar

U sedmoj jednačini pokušali smo da procijenimo uticaj koji imaju većinski vlasnici-menadžeri na performanse preduzeća mjerene Tobinovima Q.

U tom cilju kreirana je vještačka varijabla koja ima vrijednost 1 ako je makar jedan većinski vlasnik (sa 5% ili više vlasništva) istovremeno i menadžer, pa je onda ispitivan uticaj te varijable na Tobinovo Q u odnosu na kumulativni udio većinskih vlasnika u kompaniji. Ocijenjeni parametri ove regresione veze pokazali su da ne postoji statistički značajan uticaj vlasnika-menadžera na performanse kompanije.

4. NALAZ ISTRAŽIVANJA

Struktura vlasništva u kompanijama predstavlja okosnicu mehanizama korporativnog upravljanja. Ekonometrijska analiza koja je predstavljena u ovom dijelu izvještaja imala je za cilj ispitivanje uticaja vlasničke strukture kompanija na njihove performanse.

Ova analiza je pokazala da crnogorsko iskustvo potvrđuje tezu o većoj efikasnosti privatnog u odnosu na državni kapital. Analiza daje indicije da veći stepen koncentracije vlasništva statistički značajno poboljšava performanse kompanija, naročito ako je vlasništvo koncentrisano u rukama stranih vlasnika; ali i da ne postoji značajna razlika u performansama preduzeća u kojima su vlasnici istovremeno menadžeri i onih preduzeća u kojima to nije slučaj.

Imajući u vidu ograničenja koja nameće nedostupnost, bolje reći jednostavno nepostojanje relevantnih podataka na osnovu koga bi se mogli donositi čvrsti zaključci, ova analiza pokazuje da postoje indicije da rast koncentracije kapitala u crnogorskim kompanijama i promjene koje taj rast neminovno uzrokuje u kvalitetu korporativnog upravljanja dovode do poboljšanja performansi preduzeća.

Kako u literaturi postoje empirijske analize koje zaista potvrđuju da ova relacija važi u razvijenim, i u nekim tranzicionim ekonomijama, to ovu vezu treba dodatno ispitati. Dodatno istraživanje naročito se nameće kao potreba imajući u vidu tvrdnje autora koji zastupaju suprotne teze o rastu koncentracije kapitala kao posljedici nepostojanja adekvatnog zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja, posebno regulative kojom se štite manjinski akcionari. Rezultati analize propisa u Crnoj Gori pokazali su da postoje adekvatni zakonski mehanizmi zaštite svih zainteresovanih strana u korporativnom upravljanju, ali da ih zainteresovane strane rijetko efektivno koriste u praksi, što nameće potrebu intenziviranja programa edukacije u ovoj oblasti.

VI DIO ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Osnovna ideja projekta "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" je da se po prvi put u Crnoj Gori sprovede sveobuhvatna i multidimenzionalna analiza fenomena korporativnog upravljanja. Posebni značaj ovog istraživanja je u tome što je praksa korporativnog upravljanja u Crnoj Gori relativno kratka i faktički datira od završetka procesa masovne vaučerske privatizacije, a čak i u nekim razvijenim tržišnim ekonomijama ovaj fenomen je prilično neistražen. Ovo pruža mogućnost da se utvrde eventualni nedostaci u oblasti korporativnog upravljanja, daju preporuke za njihovo uklanjanje, te da se nastavljanjem prakse ovakvih ili sličnih istraživanja prati uspješnost realizacije mjera koje imaju za cilj poboljšanje ove oblasti.

Istraživački tim je želio da na jednoj strani sprovede sveobuhvatnu analizu svih propisa koji uređuju oblast korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, a paralelno sa tim opsežno terensko istraživanje koje treba da upotpuni rezultate analize zakonskog i institucionalnog okvira kroz ispitivanje onoga što se zaista dešava u praksi, sve sa ciljem da se daju preporuke za unapređenje ove oblasti u Crnoj Gori.

Sve analize i nalazi predstavljeni u ovom Izveštaju polaze od činjenice da je korporativno upravljanje prije i iznad svega pitanje svojinskih prava i njihove zaštite u jednom društvu. Preporuke koje su date u cilju unapređenja ove oblasti u Crnoj Gori zasnovane su na strateškom opredjeljenju Crne Gore – razvoj povoljnog biznis ambijenta i privlačenje stranih investicija što se u praksi svodi na zaštitu svojinskih prava i ugovora. Ova konceptualna polazišta su detaljnije razrađena u prvom dijelu analize u kojoj su predstavljene teorijske osnove fenomena korporativnog upravljanja.

Još jedna veoma značajna dimenzija analize i preporuka koje su date se odnosi na stepen usklađenosti zakonskih normi i propisa koji uređuju korporativno upravljanje sa relevantnim međunarodnim standardima: OECD principima, IOSCO standardima, EU direktivama, itd.

Korporativno upravljanje, kao skup odnosa u akcionarskim kompanijama i način njihovog organizovanja, predstavlja strukturu putem koje se određuju ciljevi kompanije. U isto vrijeme, radi se o sredstvu za ostvarivanje tih ciljeva i praćenje postignutih rezultata. Korporativno upravljanje predstavlja ključni element u poboljšanju ekonomske efikasnosti i rasta akcionarskih društava, kao i u povećanju povjerenja investitora.

Međutim, iako vezano za određeno preduzeće, korporativno upravljanje je dio šireg ekonomskog konteksta u kojem posluje firme, a koji obuhvata makroekonomsku politiku i način funkcionisanja tržišta. Takođe, način primjene principa korporativnog upravljanja u kompanijama zavisi od zakonskog, regulatornog i institucionalnog okruženja.

S obzirom na pomenute odnose, jasno je da prisustvo efikasnog sistema korporativnog upravljanja unutar pojedinačne kompanije, ali i ekonomije kao cjeline, pomaže da se stvore preduslovi za funkcionisanje tržišne ekonomije i efikasnu alokaciju resursa.

Upravo zbog toga, nameću se pitanja: Kako se primjenjuje koncept korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima? Da li je normativni sistem korporativnog upravljanja definisan na način koji omogućava njegovu efikasnu primjenu u praksi? Da li je pravni okvir za poslovanje privrednih društava u Crnoj Gori u skladu sa OECD principima korporativnog upravljanja i direktivama kompanijskog prava EU? Da li primjena principa korporativnog upravljanja značajno utiče na rezultate koje preduzeća ostvaruju?

Projekat "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" pokušava da odgovori na ova i mnoga druga pitanja kroz detaljnu analizu dosadašnje primjene principa korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima, njegovog uticaja na razvoj finansijskog sistema i cjelokupnu ekonomsku aktivnost, kao i zakonskog okvira koji definiše primjenu ovih principa u praksi.

Sistem korporativnog upravljanja u jednom društvu, problemi do kojih dolazi u upravljanju korporacijom i način njihovog rješavanja dominantno zavise od institucionalnog okvira u jednoj ekonomiji, odnosno sistema kako formalnih, tako i neformalnih institucija u društvu. Poput svih ekonomskih subjekata, korporacija ne funkcioniše u vakuumu, već se oblikuje i evolutivno prilagođava uslovima u ekonomskom okruženju. Pritom je svojina, kao bazična ekonomska institucija jednog društva i način na koji je riješeno pitanje svojine u društvu ključni faktor od koga zavisi kako će biti oblikovan sistem korporativnog upravljanja. Ukratko, dominantni oblik svojine u društvu i stepen njene zaštite osnovni su uzrok eventualnih problema koji se javljaju u korporativnom upravljanju. Tako na slobodnom tržištu, gdje se država ne pojavljuje kao tržišni igrač, već štiti svojinu i ugovore, upravo taj ugovorni mehanizam obezbjeđuje da menadžeri koji upravljaju korporacijom uvijek rade u interesu vlasnika, odnosno da se ostvaruje osnovna uloga biznisa, od Adama Smita pa do danas – ostvarivanje profita. U takvom okruženju apsolutne i neprikosnovene zaštite svojine i ugovora, svi eventualni problemi na relaciji principal (vlasnik)–menadžer (agent) glatko se rješavaju, odnosno ne možemo govoriti o problemima korporativnog upravljanja.

Teorijska analiza fenomena korporativnog upravljanja pokazuje da uvođenje nove regulative koja nameće ograničenja vlasnicima da koriste resurse shodno svojim interesima krivi sistem podsticaja u korporaciji i vodi padu njene efikasnosti.

Ključ rješenja problema koji se javljaju u sistemu korporativnog upravljanja leži u promjeni institucionalnih aranžmana u društvu. To nije lak put, a koliko je dug zavisi od mreže formalnih i neformalnih institucija u jednoj ekonomiji. Međutim, smjer kojim se mora ići je jasan.

Umjesto da nameće novu regulativu i štiti prava jedne grupe ekonomskih aktera na račun drugih država treba da svoje aktivnosti usmjeri ka zaštiti prava svojine i ugovora u društvu. Institucionalni okvir u kome se uloga države svodi na obezbjeđivanje mogućnosti da privatni vlasnik nesmetano koristi sva svojinska ovlašćenja i zaštitu ugovora omogućava efikasno upravljanje korporacijama.

Analiza zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori obuhvata analizu normativnog sistema korporativnog upravljanja, analizu cjelokupnog pravnog okvira za poslovanje kompanija u

Crnoj Gori i utvrđivanje predloga sa unapređenje regulative u skladu sa OECD principima i EU direktivama kompanijskog prava. U ovom dijelu Izvještaja prezentirani su rezultati ove analize do kojih došao istraživački tim došao mahom kroz desk istraživanje.

Analizom su obuhvaćeni propisi koji su direktno vezani za sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori; propisi koji nijesu direktno vezani za sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala, ali na njega mogu veoma značajno uticati. Poseban dio analize odnosi se na odredbe ovih propisa koji regulišu svojinska prava i njihovu zaštitu i efikasnost institucionalnih rješenja koja su uređena ovim propisima. Analiza sadrži i dio koji se odnosi na rad institucija koje neposredno ili posredno regulišu mehanizme korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori. Drugim riječima, analizirana su zakonska i institucionalna rješenja koja čine okosnicu sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Rezultati predstavljeni u ovom dijelu Izvještaja dobijeni su analizom usklađenosti postojećih zakonskih rješenja i regulatornih odredbi u vezi sa korporativnim upravljanjem u Crnoj Gori sa relevantnim međunarodnim standardima, analizom efikasnosti postojećih rješenja, dosadašnje prakse i problema u implementaciji zakona i propisa. Analiza postojećih zakonskih rješenja vrši se sa stanovišta njihove usaglašenosti sa strateškim opredjeljenjem Crne Gore da razvija pravni i institucionalni ambijent povoljan za razvoj biznisa i usmjeren na zaštitu svojinskih prava, kao i sa stanovišta međusobne usklađenosti zakonska i propisa koji uređuju okvire korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Integralni dio prezentirane analize i Izvještaja čine i preporuke za poboljšanje efikasnosti analiziranih zakonskih i institucionalnih rješenja u skladu sa relevantnim međunarodnim standardima i praksom.

U ovom dijelu Izvještaja predstavljeni su rezultati analize zakona koji neposredno regulišu oblast korporativnog upravljanja i poslovanje na tržištu kapitala: Zakona od hartijama od vrijednosti i njegove usklađenosti sa IOSCO principima; analize Zakona o privrednim društvima koja tretira i stepen njegove usklađenosti sa OECD principima korporativnog upravljanja; analize Zakona o investicionim fondovima i Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima. Pored toga, analizira se i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava i dat je komparativni pregled regulative koja tretira ovu oblast u zemljama Evropske unije.

Pored zakona koji direktno određuju regulatorni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori u ovom dijelu projekta analizirana su i zakonska rješenja koja posredno utiču na efikasnost upravljanja akcionarskim društvima: Zakon o izvršnom postupku, Zakon o parničnom postupku, poreski zakoni, Zakon o bankama... a integralni dio ovog dijela Izvještaja je i analiza rada institucija koje neposredno ili posredno utiču na efikasnost sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori: Komisije za hartije od vrijednosti, berzi, Centralne Depozitarne Agencije, i sl.

Imajući u vidu stratešku opredijeljenost Crne Gore ka razvoju povoljnog biznis ambijenta i zaštiti svojinskih prava poseban dio analize zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori odnosi se na propise koji regulišu svojinska prava i njihovu zaštitu.

Generalni zaključak do kojeg je došao istraživački tim je da su zakonski i institucionalni mehanizmi koji uređuju oblast korporativnog upravljanja u Crnoj Gori na visokom nivou u odnosu na međunarodne standarde i praksu razvijenih zemalja, međutim još uvijek postoji prostor za poboljšanja, te su u tom smislu definisane preporuke koje se tiču svakog od analiziranih propisa i institucija.

Pored iscrpnog desk istraživanja radni tim na projektu "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" sproveo je i dva terenska istraživanja čiji je cilj bio da se uradi empirijska analiza prakse korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, ne bi li se ocijenilo postojeće stanje i dale adekvatne preporuke za njegovo unapređenje:

- I) Ocjena opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori;
- II) Analiza rada sudova i sudske prakse u odnosu na korporativno upravljanje.

Terensko istraživanje čiji je cilj bio da se dâ Ocjena opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj je realizovano u 16 crnogorskih opština, na uzorku od 168 akcionarskih društava. Ovakvo istraživanje se po prvi put realizuje u Crnoj Gori, i stoga može poslužiti za definisanje polaznih ocjena u odnosu na koje će se pratiti kasniji napredak i vršiti eventualni monitoring postignutih rezultata u unapređenju ove oblasti.

Istraživanje o Ocjeni opšteg stanja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori je realizovano sa ciljem utvrđivanja osnovnih karakteristika korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima u Crnoj Gori i pružanju empirijske podloge, odnosno građe za razvoj korporativnog upravljanja, kako sa stanovišta posebnih odredbi o korporativnom upravljanju sadržanim u Zakonu o privrednim društvima, tako i sa aspekta ustanovljavanja potrebe za uspostavljanjem nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja.

Na osnovu sprovedenog kompleksnog i sveobuhvatnog istraživanja došlo se do rezultata kojim se utvrđuju ključni akteri i odnosi u sistemu korporativnog upravljanja, i ukazuje na nekoliko ključnih razvojnih izazova korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Istraživanje je realizovano na način da se definiše i promovise dobra praksa, ukaže na potrebu za boljom zaštitom interesa malih akcionara, potrebu za snažnijom ulogom odbora direktora i većom transparentnošću nagrađivanja odbora direktora, uz definisanje korelacije između njihovih primanja i ostvarenih poslovnih rezultata.

Spovedeno istraživanje je, u skladu sa definisanim ciljevima, omogućilo prikupljanje adekvatne empirijske građe (sloboda transfera vlasništva, zaštita manjinskih akcionara u kompanijama, analiza organa upravljanja preduzećem, situacija konflikta interesa i povezana lica, transparentnost, analiza sadržaja i načina informisanja učesnika na tržištu kapitala i dr.) neophodne za ocjenu postojećeg stanja korporativnog upravljanja i davanje preporuka za dalji razvoj korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Pored glavnih nalaza, u Izvještaju su posebno predstavljene analize rezultata terenskog istraživanja koje se odnose na skupštinu akcionarskih društava, odbor direktora, izvršnog direktora, konflikt interesa, transparentnost i opšta akta preduzeća.

Glavni zaključci do kojih je došao istraživački tim su:

- Korporativno upravljanje u Crnoj Gori je uglavnom zasnovano na imperativnim odredbama sadržanim u Zakonu o privrednim društvima;
- Kompanije se uglavnom ne koriste mogućnošću da svoje odnose urede opštim aktima u slučajevima kada zakonske odredbe nijesu mandatorne, već se koriste dispozitivnim zakonskim odredbama;
- Odluke od najvećeg značaja u kompaniji donose odbor direktora i akcionari, tako da glavni akter korporativnog upravljanja nije izvršni menadžment kompanije;
- Kada je riječ o transparentnosti, kompanije se zadovoljavaju ispunjavanjem minimalnih zakonskih uslova, bez nastojanja da ostvare veću transparentnost svog poslovanja objavljivanjem akata u medijima ili dostavljanjem akcionarima na drugi način.
- Struktura upravljanja se zasniva takođe na imperativnim zakonskim odredbama i formiranju samo obaveznih organa akcionarskog društva, ali ne i posebne komisije odbora direktora koje su vrlo česte u uporednom pravu;
- Odbor direktora se profesionalizuje, uzima aktivno učešće u upravljanju kompanijom, ali se od članova odbora direktora ne zahtijeva ispunjenje posebnih uslova u vezi sa iskustvom, profesionalnim kvalifikacijama ili izbjegavanju članstva u drugim odborima. Kompanije se ne koriste zakonski datim ovlašćenjem da same propisuju uslove za izbor članova, već propisuju samo minimalne zakonske uslove.

Jedan od projektnih zadataka u okviru projekta "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori" bilo je terensko istraživanje rada sudova i sudske prakse u Crnoj Gori u odnosu na korporativno upravljanje. Cilj ovog terenskog istraživanja bilo je sveobuhvatno sagledavanje situacije u crnogorskim privrednim sudovima u pogledu prakse sudova u vezi sa instrumentima zaštite manjinskih akcionara, pokretanja postupaka u vezi sa pravom akcionara na obavještenje, postupke po derivativnoj i individualnoj tužbi akcionara protiv društva, kao i postupke po tužbi društva protiv članova uprave. Ciljna grupa koja je obuhvaćena istraživanjem odnosila se na sudije zaposlene u Privrednom sudu u Podgorici (7 anketa) i Privrednom sudu u Bijelom Polju (3 ankete).

Prema mišljenju dvije petine anketiranih najčešći razlog akcionara za pokretanje postupka pred Privrednim sudom je to što su njihova prava povrijeđena. Kao radnje koje su akcionari smatrali nezakonitim ili van ovlašćenja društva izdvajaju se: nezakonita prodaja akcija, nepozivanje da prisustvuju skupštinama akcionara, prodaja dijela imovine društva, kao i nezakonito sazivanje skupštine.

Najčešća prava akcionara koja se krše u praksi su, prema navođenju svakog drugog ispitanika, pravo na sazivanje skupštine akcionara. Svaki peti sudija je pored navedenog istakao i pravo na informisanje ili neko drugo pravo (nijesu pozvani na skupštinu akcionara i poništaj ugovora).

Akcionari su zahtijevali sudsku zaštitu usljed kršenja prava koja su im priznata Zakonom o privrednim društvima. Sudska zaštita se u 9 slučajeva odnosila na to da Privredni sud sazove skupštinu i pravo na proširenje dnevnog reda skupštine u 5 slučajeva.

U 70.0% slučajeva ispitanici su mišljenja da su članovi odbora pasivno legitimisana lica (tuženi) prilikom podnošenja akcionarskih tužbi. Postupak pred Privrednim sudom se, prema mišljanju sudija, pokreće u tri petine slučajeva protiv odgovornih lica koja su na dužnosti.

Shodno iznijetom mišljenju ispitanika, akcionari nijesu zahtijevali ni naknadu štete zbog neurednosti i nepotpunosti podataka u prospektu za javnu ponudu hartija od vrijednosti, kao ni naknadu štete od revizora zbog nesačinjavanja izvještaja revizora u skladu sa zakonom.

Terenska istraživanja su ukazala da se u praksi ne koriste svi mehanizmi i mogućnosti koje zainteresovane strane u korporativnom upravljanju imaju shodno zakonima i propisima u ovoj oblasti. Uzrok tome, između ostalog, leži u neadekvatnoj informisanosti ili neposjedovanju adekvatnih znanja zainteresovanih strana o pravima koje imaju. Preporuka koja proizilazi iz ovoga je da treba intenzivirati programe edukacije u ovoj oblasti.

Poseban dio analize se odnosi na oblast finansijskog izvještavanja u Crnoj Gori. Ocjena stanja u oblasti finansijskog izvještavanja u Crnoj Gori data je na osnovu, na jednoj strani, desk istraživanja propisa kojim se uređuje ova oblast, a na drugoj strani, na osnovu rezultata terenskih istraživanja koja su sprovedena u toku realizacije projekta "Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori". Ova analiza je bila polazište za dati predlog mjera za unapređenje finansijskih izvještaja, kao sredstva za ostvarivanje cilja finansijskog izvještavanja u skladu sa *acquis communautaire* EU, međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja i međunarodnim standardima revizije.

Glavni zaključci analize i preporuke za unapređenje oblasti finansijskog Izvještavanja u Crnoj Gori dati su u nastavku:

- Radi unaprijeđenja okvira finansijskog izvještavanja i smanjenja troškova kapitala, EU je napravio snažan iskorak prema usklađivanju za najveće kompanije čijim se akcijama trguje na berzama u EU. Naime, od 2005. sve listane kompanije u EU moraće primjenjivati MRS-ove koje donosi IASB. Pritom je zadržana dosadašnja praksa da male i srednje kompanije prema odredbama IV direktive imaju pojednostavnjeno izvještavanje bazirano na nacionalnim računovodstvenim standardima. Naravno, nacionalni regulatori finansijskog izvještavanja imaju mogućnost nametanja poređenja MRS-ova za male i srednje kompanije.
- Odluka o primjeni MRS-ova u Crnoj Gori danas se čini izrazito dobrom.
- Dorada postojećeg zakona trebala bi se ponajprije odnositi na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije, što je praksa u EU. Pritom su moguće dvije osnovne alternative, od kojih je prva donošenje nacionalnih standarda za male i srednje kompanije zasnovanih na Direktivama EU i MRS-ovima.

Druga je alternativa poređenje IASB-ovih standarda za male i srednje kompanije. Međutim, bez obzira na to za koji se model zakonodavac odluči, on treba biti usmjeren na pojednostavnjenje finansijskog izvještavanja za male i srednje kompanije radi usklađivanja s regulativom EU.

- Brojna istraživanja transparentnosti računovodstvenih informacija pokazala su da samo kvalitetni računovodstveni standardi nisu dovoljni za visoki nivo transparentnosti računovodstvenih informacija. Iako su računovodstveni standardi bazirani na MRS-ovima ili se direktno primjenjuju MRS-ovi, transparentnost dobijenih računovodstvenih informacija je na znatno nižem nivou nego u anglosaksonskim zemljama (SAD-u, UK, Kanadi i Australiji). U tom kontekstu valja istaknuti da nije dovoljno samo zakonski dobro urediti okvir finansijskog izvještavanja, već ga treba dosljedno i strogo provoditi u praksi. Imajući na umu stanje sudstva u Crnoj Gori i, posebnu pažnju treba pridati upravo dosljednoj primjeni Zakona o računovodstvu i MRS-ova. Svaki pokušaj zloupotrebe finansijskih izvještaja za zavaravanje ulagača i ostalih korisnika treba dosljedno kažnjavati.
- Dostupna istraživanja pokazala su da u praksi evropskih zemalja postoje odstupanja od donešene regulative i da je kvalitet revizije loš, što, može znatno smanjiti transparentnost poslovanja kompanija i uporedivost finansijskih izvještaja. Takva praksa takođe otežava funkcionisanje tržišta kapitala, koji se temelje upravo na transparentnosti finansijskih i nefinansijskih informacija

Gotovo sve studije koje se bave problematikom korporativnog upravljanja pokazuju da, što su struktura i praksa korporativnog upravljanja bolji, to je vjerovatnije da će se sredstva koristiti u interesu akcionara, bez opasnosti da će ih rukovodioci izvlačiti u privatne firme ili na drugi način zloupotrebljavati. Ova veza je od posebnog značaja na tržištima u razvoju, gdje akcionari nemaju uvijek nivo zaštite koji je dostupan na razvijenijim tržištima.

Odnos performansi preduzeća, tj. uticaj praksi korporativnog upravljanja na efikasnost poslovanja kompanije u Crnoj Gori gotovo da nije moguće utvrditi s obzirom da nijedna kompanija iz uzorka nema kodeks korporativnog upravljanja koji bi se primjenjivao u kompaniji. Naprotiv, samo osnovne odredbe o korporativnom upravljanju, koje je društvo obavezno da ima u skladu sa Zakonom o privrednim društvima, sadržane su u statutima kompanija. S obzirom da je istraživanje pokazalo da se u svakodnevnom poslovanju kompanije primjenjuju samo minimalne prakse korporativnog upravljanja koje su usmjerene i motivisane ispunjenjem minimalnih zakonskih uslova, pa se u ovom momentu ne može jednostavno utvrditi i kvantifikovati uticaj ovih praksi na efikasnost poslovanja kompanije.

Imajući u vidu navedena ograničenja u kvantifikaciji uticaja korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori sprovedena je ekonometrijska analiza kojom se želi utvrditi da li je postojala statistički značajna veza između određenih dimenzija korporativnog upravljanja i performansi preduzeća. Ovo ekonometrijsko istraživanje je, pored toga, imalo za cilj da analizira određene aspekte odnosa uticaja u trouglu: zaštitu prava akcionara, efikasnost upravljanja kompanijama i efikasnost tržišta kapitala.

Suštinski se istraživanje zasnivalo na ekonometrijskom testiranju hipoteza o efikasnosti različitih oblika vlasništva, efikasnosti različitih nivoa koncentracije vlasništva, efikasnosti domaćih vs. inostranih vlasnika.

Imajući u vidu nivo razvoja korporativnog upravljanja i ograničenja koja postoje u smislu dostupnosti podataka naš je cilj bio da ispitamo odnos koji postoji između performansi preduzeća i vlasničke strukture akcionarskih preduzeća u Crnoj Gori. Pritom je kao indikator uspješnosti poslovanja kompanije korišćen u literaturi veoma često prisutan pokazatelj: Tobinovo Q. Tobinovo Q se uopšteno definiše kao odnos između tržišne vrijednosti kompanije (tržišna kapitalizacija računata kao proizvod tržišne berzanske cijene akcija i broja akcija kompanije) i troškova zamjene aktive kompanije (vrijednost imovine kojom kompanija raspolaže).

Ova analiza je pokazala da crnogorsko iskustvo potvrđuje tezu o većoj efikasnosti privatnog u odnosu na državni kapital. Analiza daje indicije da veći stepen koncentracije vlasništva statistički značajno poboljšava performanse kompanija, naročito ako je vlasništvo koncentrisano u rukama stranih vlasnika; ali i da ne postoji značajna razlika u performansama preduzeća u kojima su vlasnici istovremeno menadžeri i onih preduzeća u kojima to nije slučaj.

I pored ograničenja koja nameće nedostupnost, bolje reći jednostavno nepostojanje relevantnih podataka na osnovu kojih bi se mogli donositi čvrsti zaključci, ova analiza pokazuje da postoje indicije da rast koncentracije kapitala u crnogorskim kompanijama i promjene koje to neminovno uzrokuje u kvalitetu korporativnog upravljanja dovode do poboljšanja performansi preduzeća.

Kako u literaturi postoje empirijske analize koje zaista potvrđuju da ova relacija važi u razvijenim, i u nekim tranzicionim ekonomijama, to ovu vezu treba dodatno ispitati. Dodatno istraživanje naročito se nameće kao potreba imajući u vidu tvrdnje autora koji zastupaju suprotne teze o rastu koncentracije kapitala kao posljedici nepostojanja adekvatnog zakonskog i institucionalnog okvira korporativnog upravljanja, a naročito regulative kojom se štite manjinski akcionari. Rezultati analize propisa u Crnoj Gori pokazali su da postoje adekvatni zakonski mehanizmi zaštite svih zainteresovanih strana u korporativnom upravljanju, ali da ih zainteresovane strane rijetko efektivno koriste u praksi, što nameće potrebu intenziviranja programa edukacije u ovoj oblasti.

CIP – Katalogizacija u publikaciji
Centralna narodna biblioteka Crne Gore, Cetinje

005.21:334.72.021.(497.16)
347.72.036(497.16)

Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori/

(istraživanje sproveo CEED Consulting d.o.o.) – Podgorica;

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore, 2009.

(Podgorica: Montcarton d.o.o.) - 248 str. : graf. prikazi, tabele; 22 cm

tiraž 300. Predgovor/ Zoran Đikanović: str. 1.

Bibliografija i bilješke uz tekst.

ISBN 978-9940-9132-3-6

1.CEED Consulting d.o.o. (Podgorica)

a) Korporativno upravljanje – Crna Gora

COBISS.CG-ID 14521616

ISBN 978-9940-9132-3-6



9 789940 913236 >