

PAKT STABILNOSTI

SPORAZUM JUGOISTOČNE EVROPE
ZA REFORME, INVESTICIJE, INTEGRITET I RAST

WHITE PAPER

PREPORUKE O KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU U JUGOISTOČNOJ EVROPI

OECD 
ORGANIZACIJA ZA EKONOMSKU SARADNJU I RAZVOJ

Pakt stabilnosti za jugoistočnu Evropu je politička deklaracija i okvirni sporazum usvojen u junu 1999. godine da bi se ohrabrila i ojačala saradnja između zemalja jugoistočne Evrope (SEE) i da bi se podržali, koordinirali i usmjerili naponi za osiguranje stabilnosti i ekonomskog rasta u regionu. (vidjeti: www.stabilitypact.org)

Sporazum jugoistočne Evrope za reforme, investicije, integritet i rast (“Sporazum za investicije”) je ključna komponenta Pakta stabilnosti u okviru Radnog stola II o ekonomskoj obnovi, razvoju i saradnji. Privatna ulaganja su bitna za olakšavanje tranzicije u strukturu tržišne privrede i podupiranje društvenog i ekonomskog razvoja. Sporazum za investicije promovira i podržava političke reforme koje imaju za cilj poboljšanje investicione klime u jugoistočnoj Evropi i time ohrabriranje ulaganja i razvoj jakog privatnog sektora. Glavni ciljevi Sporazuma za investicije su:

- poboljšati klimu za poslovanje i ulaganje;
- privući i ohrabriti privatne investicije;
- osigurati učešće privatnog sektora u procesu reforme;
- podsticati i nadgledati ostvarivanje reforme.

Zemlje učesnice Sporazuma za investicije su: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija (FYROM), Moldova, Rumunija, te Srbija i Crna Gora (*novi ustav državne zajednice nazvane Srbija i Crna Gora usvojen je 4. februara 2003. godine*). Temeljeći se na osnovnom principu da “vlasništvo” reforme ostaje unutar samog regiona, Sporazum za investicije nastoji podijeliti dugo iskustvo zemalja članica OECD-a. On pruža regionalno razmatranje i izgradnju sposobnosti kroz dijalog o razvoju uspješne politike i osigurava identifikaciju praktičnih koraka za provođenje reforme i tranzicije.

Djelovanje Sporazuma za investicije aktivno je podržalo i finansiralo sedamnaest zemalja članica OECD-a: Austrija, Belgija, Češka Republika, Finska, Francuska, Njemačka, Grčka, Mađarska, Irska, Italija, Japan, Norveška, Švedska, Švicarska, Turska, Ujedinjeno Kraljevstvo i Sjedinjene Države. (vidjeti: www.investmentcompact.org)

Napomene

OECD i Grupacija Svjetske banke udružili su svoje napore za uspostavljanje i podršku okruglih stolova o korporativnom upravljanju, gdje domaći kreatori politika, regulatori i učesnici tržišta mogu podijeliti iskustva i raspraviti politike i reformu korporativnog upravljanja. Danas se takvi okrugli stolovi organizuju u Rusiji, Aziji, Euroaziji, Latinskoj Americi i jugoistočnoj Evropi.

Okrugli stolovi su posvećeni općim pitanjima korporativnog upravljanja i stvarima od specifičnog značaja za određene regione. Svaki okrugli stol uzima OECD Principe korporativnog upravljanja kao okvir za sačinjavanje regionalnog White Paper-a ili komparativnog dokumenta o korporativnom upravljanju. Okrugli stolovi su pomogli povećanju svijesti, identifikaciji područja gdje je potrebna reforma i izgradnji čvrstih regionalnih saveza za tu reformu. Oni su, također, doprinijeli izgradnji kapaciteta, naročito u području sprovedbe.

Okrugli stol jugoistočne Evrope o korporativnom upravljanju uživao je jaku podršku vlada i učesnika tržišta u regionu. Rezultat njegovih debata je ovaj White Paper o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi. On izražava jedinstven skup preporuka za poboljšanje praksi korporativnog upravljanja i odgovarajućeg institucionalnog okvira u jugoistočnoj Evropi.

U ime OECD-a želio bih zahvaliti učesnicima Okruglog stola jugoistočne Evrope o korporativnom upravljanju i regionalnim institucijama koje su bile sudomaćini sastanaka na kojima je razmatran ovaj White Paper. Premda se prakse i izazovi među zemljama ponekad razlikuju, učesnici su obavili posao na konstruktivan i stručan način i tako izgradili snažan savez za reforme. Također bih želio zahvaliti Sporazumu jugoistočne Evrope za reforme, investicije, integritet i rast u okviru Pakta stabilnosti, kao i Globalnom forumu za korporativno upravljanje za finansiranje i podršku ovog Okruglog stola. Kako su to u Predgovoru naglasili kopredsjedavajući Sporazuma za investicije, zamah reformi mora se održati i preporuke date u ovom dokumentu treba da budu primijenjene. Shodno tome, ovaj White Paper trebalo bi smatrati korakom u procesu koji traje. Nadam se da će on činiti osnovu za nastavljane dijaloga o kreiranju politike, ostvarivanju i sprovedbi, te da će biti djelotvorno sredstvo za pomoć vladama u promicanju i procjeni napretka ka dobrom korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi.

Donald. J. Johnston
Generalni sekretar

Sadržaj

PREDGOVOR	5
UVOD	7
KLJUČNI PRIORITETI.....	10
Poglavlje 1	
PRAVA I RAVNOPRAVAN TRETMAN DIONIČARA	15
Poglavlje 2	
ULOGA NOSILACA MATERIJALNIH INTERESA	27
Poglavlje 3	
PREGLEDNOST I OTVORENOST	34
Poglavlje 4	
ODGOVORNOSTI ODBORA	48
Poglavlje 5	
OSTVARIVANJE I SPROVEDBA.....	60
ENDNOTE.....	64

PREDGOVOR

Dobro korporativno upravljanje danas je široko prihvaćeno kao bitno za uspostavljanje privlačne investicijske klime koju karakteriziraju konkurentne kompanije i efikasna finansijska tržišta. OECD i Grupacija Svjetske banke su udružili svoje napore za unapređenje dijaloga u području korporativnog upravljanja i uspostavili regionalne okrugle stolove o korporativnom upravljanju u bliskom partnerstvu sa domaćim kreatorima politika, regulatorima i učesnicima tržišta. Tako danas postoje okrugli stolovi o korporativnom upravljanju u Aziji, Euroaziji, Latinskoj Americi, Rusiji i jugoistočnoj Evropi (SEE). Rad različitih okruglih stolova prilagođen je pitanjima specifičnim u određenim regionima, ali svaki od njih koristio je OECD Principe korporativnog upravljanja kao zajednički okvir za rasprave i zaključio da objavi regionalni White Paper o korporativnom upravljanju, koji formulira ključne ciljeve politika i prioritete reformi.

Ovaj okrugli stol je dio Sporazuma jugoistočne Evrope za reforme, investicije, integritet i rast, ciljanog na poboljšanje ekonomskog i poslovnog okruženja u regionu. On uspostavlja predanost zemalja regiona da utemelje takve strukturalne politike za održivi razvoj i reforme koje će kreirati snažnu tržišnu privredu i ohrabriti privatna ulaganja. U Ministarskoj deklaraciji "Privlačenje investicija u jugoistočnu Evropu: zajednički principi i najbolje prakse", usvojenoj u Beču 18. jula 2002. godine, ministri iz SEE uputili su važan signal o predanosti zemalja SEE reformama korporativnog upravljanja. Oni su naznačili da "uprkos obećavajućim prilikama za investiranje, ulaganja usmjerena ka regionu i unutar regiona ne dostižu potrebe i očekivanja". Također su izjavili da su "u okviru Sporazuma za investicije potrebni trajni i intenzivirani naponi na provođenju ekonomskih, pravnih i administrativnih reformi i obezbjeđenju struktura dobrog korporativnog upravljanja". Prihvatili su da, među ostalim ključnim principima i najboljim praksama, dobro korporativno upravljanje, "u mjeri u kojoj se primjenjuje, doprinosi pogodnoj klimi kako za međunarodna tako i za regionalna ulaganja". Konačno, oni su se angažirali da povedu računa o prihvatanju OECD Principa korporativnog upravljanja.

Zemlje SEE učinile su značajan napredak u korporativnom upravljanju tokom nekoliko posljednjih godina. Nedavne i tekuće reforme poboljšale su pravni i regulatorni okvir pružajući bolju zaštitu protiv zloupotreba. Nekoliko nacionalnih inicijativa za objavljivanje smjernica, deklaracija o najboljim praksama ili za uspostavljanje specijaliziranih berzanskih kotacija po kriteriju dobrog korporativnog upravljanja na berzama doprinijele su porastu svijesti i poboljšanju prakse. Konačno, berze i regulatori vrijednosnih papira pojačali su njihovo nadgledanje vođenja kompanija.

Važno je održati zamah reformi i uspostaviti vjerodostojne mehanizme provedbe. Tržišta treba da budu uvjerena da se reforme korporativnog upravljanja u SEE nepovratno približavaju globalnim standardima. Objavljivanje ovog dokumenta je korak u procesu koji traje i naša je iskrena nada da će preporuke sadržane u njemu biti praćene nizom važnih domaćih inicijativa. Nastale na temelju potpune saglasnosti, ove preporuke su ključno sredstvo za promidžbu, podršku i procjenu napretka korporativnog upravljanja u SEE, kojim se pomaže jačanju povjerenja u proces reformi i njihove međunarodne vjerodostojnosti.

Organizacija Okruglog stola o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi i nastanak ovog dokumenta rezultat su zajedničkih napora i snažne predanosti svih

uključenih institucija i pojedinaca koji su učestvovali na Okruglom stolu. Želimo iskazati našu iskrenu zahvalnost Grupaciji Svjetske banke i svim institucijama zemalja jugoistočne Evrope i OECD-a koje su podržale ovaj rad, naročito Komisiji za vrijednosne papire Rumunije, Bukureštanskoj berzi, Zagrebačkoj berzi i Komisiji za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine, koje su bile domaćini sastanaka Okruglog stola, kao i Turskoj agenciji za međunarodnu saradnju (TICA). Želimo, također, zahvaliti svim učesnicima iz privatnog sektora, predstavnicima sindikata, civilnog društva, profesionalnih udruženja i drugih zainteresiranih strana širom regiona SEE. Zahvaljujemo, također, našim partnerima iz Globalnog foruma za korporativno upravljanje, te Deutsche Gesellschaft Für Technische Zusammenarbeit (GTZ) za njihovu finansijsku podršku ovom važnom poslu.

Kopredsjedavajući Projektnog tima Sporazuma za investicije
Manfred Schekulin
Direktor Odjeljenja za izvoz i politiku investicija, Savezno ministarstvo Austrije za ekonomske poslove i rad

Kopredsjedavajući Projektnog tima Sporazuma za investicije
Rainer Geiger
Zamjenik direktora Direkcije OECD za finansijska, fiskalna i poduzetnička pitanja

Kopredsjedavajući Projektnog tima Sporazuma za investicije
Cristian Diaconescu
Državni sekretar, Ministarstvo vanjskih poslova Rumunije

Uvod

1. Korporativno upravljanje je sistem kojim se vode i kontroliraju kompanije. "Korporativno upravljanje čini skup odnosa između uprave kompanije, njenog odbora, njenih dioničara i drugih nosilaca materijalnih interesa. Korporativno upravljanje, također, obezbjeđuje strukture kroz koje se uspostavljaju ciljevi kompanije i utvrđuju sredstava za postizanje tih ciljeva i nadgledanje učinaka. Dobro korporativno upravljanje treba da pruži ispravne poticaje za sprovođenje ciljeva koji su u interesu kompanije i dioničara i treba da podrži djelotvorno nadgledanje, tako da ohrabruje firme da učinkovito koriste svoje resurse."¹

2. Jedan od ključnih elemenata u poboljšanju ekonomske efikasnosti je dobro korporativno upravljanje. Korporativno upravljanje je danas široko prihvaćeno kao bitno za uspostavljanje privlačne investicijske klime koju karakteriziraju konkurentne kompanije i efikasna finansijska tržišta. Važnost efikasnih finansijskih tržišta za rast podržana je danas i na makroekonomskom i na mikroekonomskom nivou, kao i šira povezanost između aranžmana korporativnog upravljanja i rasta.² Postoji rastući broj empirijskih dokaza da neki temeljni aspekti dobrog korporativnog upravljanja igraju ključnu ulogu u poboljšanju učinaka, podržavajući korporativni pristup tržištima kapitala, unapređujući povjerenje investitora i doprinoseći korporativnoj konkurentnosti.

3. Nakon finansijske krize u Aziji 1997. godine, sastanak Vijeća OECD-a na ministarskom nivou pozvao je OECD da izradi skup standarda i smjernica za korporativno upravljanje. OECD Principi korporativnog upravljanja usvojeni su 1999. godine. Danas su oni jedini međunarodno priznati korpus principa upravljanja koji razmatra cjelovit okvir korporativnog upravljanja - pravni, institucionalni, kao i regulatorne strukture i prakse koje kreiraju kontekst u kojem firme posluju. OECD Principi su priznati od strane Foruma za finansijsku stabilnost kao jedan od 12 bitnih standarda za zdrave finansijske sisteme. Oni su važna komponenta Pregleda standarda i pravila (ROSC) koji su uradili Svjetska banka i MMF. Potvrđeni su od strane Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (IOSCO), kao i tijela privatnog sektora, kao što je Međunarodna mreža za korporativno upravljanje. OECD Principi služili su, također, kao referentna tačka u razvoju sve većeg broja nacionalnih kodeksa korporativnog upravljanja.

4. Od OECD-a je zatraženo da ohrabri primjenu OECD Principa korporativnog upravljanja u zemljama koje nisu njegove članice, organiziranjem regionalnih okruglih stolova u saradnji sa Svjetskom bankom i uz podršku Globalnog foruma za korporativno upravljanje. Takvi okrugli stolovi uspostavljeni su u Aziji, Latinskoj Americi, Rusiji, Euroaziji i jugoistočnoj Evropi. Ovi okrugli stolovi služe kao regionalni oblici organiziranog dijaloga o politici korporativnog upravljanja. Oni uključuju više kreatore politike, regulatore, te predstavnike berzi, tijela privatnog sektora, multilateralnih organizacija i nevladinih institucija. Svaki okrugli stol³ sačinio je ili će sačiniti regionalno specifičan White Paper o korporativnom upravljanju koji formulira ključne ciljeve

politike i praktične sadržaje reformi koji se razmatraju za poboljšanje korporativnog upravljanja u regionu.

5. Okrugli stol o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi pokrenut je u proljeće 2001. godine⁴ i predstavlja regionalnu predvodnički inicijativu od strane Sporazuma za investicije u jugostočnoj Evropi. Usvojen u februaru 2000. godine, taj Sporazum je vitalni dio aktivnosti na ekonomskoj reformi koje se provode u okviru Okruglog stola II Pakta stabilnosti za jugoistočnu Evropu, koji se bavi ekonomskom obnovom, saradnjom i razvojem. Kao takav, Okrugli stol je koristio finansijsku podršku od strane Deutsche Gesellschaft Für Technische Zusammenarbeit (GTZ).

6. Između septembra 2001. i marta 2003. godine, organizirana su četiri sastanka Okruglog stola da bi se razmatralo unapređenje korporativnog upravljanja u regionu SEE. Koristeći OECD Principe kao konceptualni okvir, na sastancima Okruglog stola preispitano je pet ključnih elemenata snažnog okvira za korporativno upravljanje, izloženih u Principima: (i) prava dioničara; (ii) ravnopravan tretman dioničara; (iii) uloga drugih nosilaca materijalnih interesa, osim dioničara, u korporativnom upravljanju; (iv) otvorenost i preglednost i (v) odgovornosti odbora.

7. Sastanci Okruglog stola održani su u saradnji sa regionalnim i lokalnim partnerima i domaćinima, čija je pomoć bila neizmijerna u osiguravanju uspjeha ovih sastanaka. Komisija za vrijednosne papire Rumunije i Bukureštanska berza bili su sudomaćini prvog sastanka Okruglog stola u Bukureštu, septembra 2001. godine. OECD Centar za razvoj privatnog sektora i Turska agencija za međunarodni razvoj (TICA) bili su sudomaćini drugog sastanka Okruglog stola u Istanbulu, maja 2002. godine. Zagrebačka berza bila je sudomaćin trećeg sastanka Okruglog stola u Zagrebu, novembra 2002. godine. Konačno, Komisija za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine bila je sudomaćin četvrtog sastanka Okruglog stola u Sarajevu, marta 2003. godine.

8. Ovaj White Paper predlaže niz praktičnih preporuka i trebalo bi da služi kao sredstvo za utvrđivanje prioriteta i provođenje reformi na nacionalnom i regionalnom nivou. On je neobavezujući, konsultativni dokument koji odražava rasprave i preporuke sastanaka Okruglog stola. Napisan je, razmatran i potvrđen na temelju saglasnosti svih učesnika Okruglog stola. Da bi se osigurala najviša relevantnost, primijenjen je pristup uključenosti, tako da su uzeti u obzir svih sudionici sa interesom i znanjem u korporativnom upravljanju. Učesnici Okruglog stola bili su, također, pozvani da daju pisane komentare na različite nacрте ovog White Paper-a.

9. Ovaj White Paper pruža regionalno specifične upute i sugestije da bi pomogao kreatorima politika, berzama i regulatorima. On je, također, upućen kompanijama, investitorima i drugim stranama koje imaju ulogu ili interes u promidžbi dobrih praksi korporativnog upravljanja. Ove preporuke predstavljaju težnje. S obzirom na finansijska i regulatorna ograničenja s kojima se suočavaju mnoge zemlje SEE, može biti potrebno duže vrijeme za primjenu nekih od ovih preporuka. Međutim, ovaj White Paper trebalo bi da pomogne u utvrđivanju prioriteta reformi. Neke preporuke, također, mogu važiti samo

za pojedine od zemalja uključenih u Okrugli stol, pošto sve one nisu u istoj fazi reformi ili ekonomskog razvoja. Moguće je da su neke zemlje SEE već preduzele potrebne korake za rješavanje nekih specifičnih pitanja.

10. Ovaj White Paper fokusira primarno kompanije čijim dionicama se javno trguje, iako u mnogim aspektima tretira pitanja vezana, također, i za kompanije sa široko distribuiranim vlasništvom, ali koje nisu uključene u javno trgovanje. Ovo je naročito važno u SEE, pošto je u nekim zemljama privatizacija dovela do kompanija koje nisu uključene u javno trgovanje, ali su u široko distribuiranom vlasništvu, tako da će se ekonomski razvoj u značajnoj mjeri oslanjati na uspjeh takvih malih i srednjih preduzeća. Konačno, ovaj White Paper može, također, biti koristan u nekim aspektima upravljanja preduzećima sa zatvorenim užim krugom privatnih vlasnika (*u kontekstu bh. zakonodavstva i prakse: društva s ograničenom odgovornošću - op. prev.*), kao i preduzeća u državnom vlasništvu.

11. Bitna poglavlja ovog White Paper-a poklapaju se sa pet poglavlja Principa. White Paper sadrži dodatni odjeljak o ostvarivanju i sprovedbi, koji, zajedno sa OECD Principima, čini osnove za snažan režim korporativnog upravljanja. Poslije ovog uvoda naglašen je skup prioriteta, koji identificira najvažnija područja u kojima treba poduzeti reforme. Konačno, dodaci sadrže uporedni pregled okvira korporativnog upravljanja u SEE.

12. White Paper će biti preveden na odgovarajuće jezike u zemljama SEE i distribuiran ključnim domaćim kreatorima politika, regulatorima vrijednosnih papira i predstavnicima berzi, tijelima za utvrđivanje standarda i relevantnim institucijama privatnog sektora u SEE. On će, također, biti predočen relevantnim multilateralnim institucijama i učinjen dostupnim za javnost putem internet stranice Okruglog stola (www.oecd.org/daf/corporate-affairs). Ključni domaći učesnici će organizirati skupove visokog nivoa radi prezentacije ovog White Paper-a nacionalnim vlastima i poslovnom sektoru. Ovaj proces širenja će biti vođen na temelju domaćih inicijativa, podržanih od strane sekretarijata OECD-a.

13. Ovaj White Paper je ključno sredstvo za promicanje, pomaganje i procjenjivanje napretka korporativnog upravljanja u SEE, podržavajući tako jačanje povjerenja u proces reformi i njihovu međunarodnu vjerodostojnost. Važno je da se održi zamah reformi i da se uspostave vjerodostojni mehanizmi sprovedbe. Tržišta moraju biti uvjerena da se reforme korporativnog upravljanja u SEE nepovratno približavaju globalnim standardima i poduzetnički sektor mora shvatiti vrijednost boljeg korporativnog upravljanja.

Ključni prioriteti

14. Loše prakse korporativnog upravljanja, nedostatak svijesti o vrijednosti dobrog korporativnog upravljanja i ponekad slab institucionalni okvir bili su značajne smetnje za razvoj efikasnih tržišta kapitala i uspostavljanje zdrave investicione klime u SEE.

15. Nedavne i tekuće reforme poboljšale su pravni i regulatorni okvir u mnogim zemljama SEE pružajući bolju zaštitu protiv zloupotreba. Nekoliko nacionalnih inicijativa za objavljivanje smjernica, deklaracija o najboljim praksama ili za uspostavljanje specijaliziranih berzanskih kotacija po kriteriju dobrog korporativnog upravljanja na berzama doprinijele su porastu svijesti i poboljšanju prakse. Investitori su postali svjesniji problema i izvršili su pritisak za promjene, dok su neke velike korporacije izmijenile njihove prakse nabolje. Konačno, berze i regulatori vrijednosnih papira pojačali su njihovo nadgledanje vođenja kompanija i prihvatili da predvode reforme korporativnog upravljanja.

16. Premda se napredak mora potpuno priznati, još se dešavaju značajne zloupotrebe. Kreatori politika i opća javnost još ne pridaju punu pažnju i nisu svjesni postojećih rizika, dok regulatorne institucije nemaju potrebna sredstva da djelotvorno nadziru ponašanje kompanija i nametnu spovedbu zakonskog i regulatornog okvira.

17. Vjerodostojnost praksi korporativnog upravljanja u SEE, razvoj finansijskih tržišta i poboljšanje investicione klime zavisiće o daljim reformama institucionalnog okvira korporativnog upravljanja, potvrđenoj implementaciji i sprovedbi od strane regulatornih institucija i, najzad, o poboljšanjima u praksama privatnog sektora. Mora se održati zamah produbljiivanja obuhvata i utjecaja nedavnih reformi, njihovog okončavanja i, još važnije, osiguranja njihove provodivosti.

18. Ovog trenutka, prioritetom se mora smatrati šest područja. Prvo, na globalnom nivou, u fokusu moraju biti ostvarivanje i sprovedba postojećih zakona i regulatornih propisa. Snažan akcenat, također, treba staviti na neposrednu predanost privatnog sektora reformama korporativnog upravljanja i na obuku svih relevantnih struka i ključnih učesnika, naročito računovođa, revizora, sudija i članova odbora. Drugo, reforme, rad na sprovedbi i obuci, kao i inicijative privatnog sektora treba primarno fokusirati na tri najznačajnija problema, i to: zaštita manjinskih dioničara, osposobljavanje odbora i približavanje međunarodnim standardima računovodstva, revizije i otvorenosti nefinansijskih informacija.

19. Jačanje regulatornih ovlaštenja radi poboljšanja ostvarivanja i sprovedbe.

20. S obzirom na nedavne reforme zakonskog i regulatornog okvira, najviši prioritet sada je jačanje njegovog djelotvornog ostvarivanja i sprovedbe. Zakoni i regulatorni propisi u većini zemalja SEE su blizu međunarodnih standarda u pogledu glavnih pitanja korporativnog upravljanja. Međutim, postoji raskorak između teksta zakona, koji je

zadovoljavajući, i stvarne prakse. Najznačajnija poboljšanja sada mogu doći iz djelotvornog ostvarivanja i sprovedbe postojećih zakona i regulatornih propisa.

21. U ovom trenutku, potrebno je ojačati sposobnost i ovlaštenja regulatornih institucija, prvenstveno regulatora vrijednosnih papira. U stvari, koncentrirana sprovedba putem regulatora tržišta mogla bi biti poželjna u zemljama sa slabim regulatornim okruženjem, kao što su ekonomije u tranziciji. "Iskustvo pokazuje da u ovakvim okolnostima motiviranost za sprovedbu zakona može biti veća kod regulatora nego kod sudija."⁵ Regulatori, a prvenstveno regulatori vrijednosnih papira, trebalo bi da imaju sredstva, sposobnost i ovlaštenja da obavljaju svoje funkcije, tj. da nadgledaju vođenje kompanija, istražuju pogrešne postupke i kažnjavaju lošu praksu. Trebalo bi, također, da regulatori mogu, kada je to primjereno, provesti sankcije koje neće biti predmet automatskog žalbenog postupka kroz pravosudni sistem.

22. Trebalo bi ojačati pravosudni sistem, pošto on čini kičmu jakog sistema sprovedbe i, kao takav, preduvjet za vjerodostojan sistem korporativnog upravljanja. Sudovima bi trebalo obezbijediti dovoljna sredstva da bi se značajno povećala njihova stručnost i sposobnost za rješavanje privrednih sporova. Sistematska obuka sudija u privrednim područjima i povećana specijalizacija sudskog sistema treba da budu putovi poboljšanja njihove stručnosti. Sistematska javnost predmeta i sudskih odluka u području korporativnog upravljanja, također, može doprinijeti podizanju svijesti poslovnog sektora i postizanju javne privrženosti vladavini zakona.

23. Konačno, potrebno je, također, razviti alternativne pravne lijekove i mehanizme obeštećenja, kao što su postupci po kolektivnim zahtjevima uz niske troškove i mehanizmi profesionalne arbitraže.

24. Povećati predanost privatnog sektora reformama korporativnog upravljanja i podržati razvoj kulture korporativnog upravljanja.

25. Važno je da privatni sektor potpuno shvata vrijednost dobrih praksi korporativnog upravljanja. Potrebno je da privatni sektor razumije kako dobro korporativno upravljanje ne samo da olakšava pristup kapitalu nego, također, može poslužiti kao oruđe u poboljšanju učinaka kompanija. Ono obezbjeđuje djelotvornija sredstva za kontrolu i uravnoteženje prilikom nadzora procesa odlučivanja i povećava učinkovitost odbora, poboljšavajući strateško promišljanje. Konačno, ono povećava povjerenje u kompaniju kod nosilaca materijalnih interesa.

26. Privatni sektor treba da preduzme vođstvo i prihvati primarnu odgovornost za razvoj niz sredstava i inicijativa kojima se unapređuje kultura dobrog korporativnog upravljanja. Takva sredstva i inicijative uključuju, prvenstveno i najznačajnije, izradu i primjenu domaćih kodeksa korporativnog upravljanja. Uz to bi mogle biti razvijene posebne smjernice ili najbolje prakse, naročito u pogledu uloge članova odbora. Također bi se mogli uspostaviti posebni segmenti berzanskog trgovanja za kompanije sa dobrim korporativnim upravljanjem. Konačno, trebalo bi da privatni sektor podrži razvoj

relevantnih programa obuke za najznačajnije učesnike u području korporativnog upravljanja.

27. Privatni sektor, naročito vodeći biznismeni bi trebali imati značajnu ulogu u javnoj raspravi o korporativnom upravljanju. Trebalo bi da oni budu provjera stvarnosti usmjeravajući diskusije i postajući glavna pogonska snaga u pokretanju reformi. Aktivna posvećenost privatnog sektora bi omogućila postepeno izgrađivanje kulture dobrog korporativnog upravljanja, koja pomaže u podizanju očekivanja boljeg rukovođenja i jačanju neformalnih sankcija za neuspjeh u postizanju tih očekivanja.

28. Zakonodavci i regulatori moraju, također, pokušati da ne opterete preduzeća pretjeranim administrativnim troškovima. Prije interveniranja novim regulatornim instrumentima, organi vlasti treba da imaju jasnu predstavu o uključenim regulatornim troškovima i da li stoje na raspolaganju djelotvorniji instrumenti. Kada se kreiraju novi propisi s ciljem poboljšanja okvira za korporativno upravljanje, mora se uspostaviti prava ravnoteža između troškova i koristi

29. Razvijati obuku svih strana i profesija koje su značajne za dobre prakse korporativnog upravljanja.

30. Potrebno je uložiti veliki trud da bi se obučili svi ključni igrači iz oblasti korporativnog upravljanja. Ovo se naročito odnosi na računovođe i revizore, sudije, članove odbora i izvršne menadžere. Ta obuka bi trebala podići opću svijest o dobrim praksama korporativnog upravljanja. Ona bi, također, pomogla da se drži korak sa promjenama u zakonskom i regulatornom okviru i u pružanju stručnih znanja kako djelotvorno primjenjivati i provoditi zakone i propise. Konačno, to bi olakšalo prelazak na međunarodne standarde.

31. U tom cilju, obrazovne institucije i profesionalne organizacije bi trebale izraditi relevantne nastavne programe. Kompanije pojedinačno bi trebale izdvojiti sredstva za obuku svojih izvršnih menadžera i članova odbora. Profesionalne organizacije i relevantni regulatorni organi treba da osiguraju da računovođe i revizori imaju potrebni nivo znanja da bi svoje dužnosti obavljali na stručan način. Vladini organi trebalo bi, također, da osiguraju da potreban nivo stručnosti steknu sudije i javni dužnosnici koji se bave pitanjima korporativnog upravljanja.

32. Međunarodni i bilateralni donatori trebalo bi da podrže rad na obuci, pružanjem finansiranja i stručne pomoći. Ova obuka trebalo bi da pomogne u približavanju međunarodnim standardima i praksama, prilagođenim specifičnom kontekstu i poteškoćama sa kojima se suočava SEE.

33. Zaštititi manjinske dioničare od zloupotreba insajdera i kontrolnih dioničara.

34. Kršenje prava manjinskih dioničara ostaje jedna od najvećih slabosti praksi korporativnog upravljanja u SEE. Regulatorne reforme i rad na ostvarivanju i sprovedbi

stoga bi trebalo fokusirati na mjere i pravne lijekove za pružanje zaštite manjinskim dioničarima od tih zloupotreba.

35. Zaštita manjinskih dioničara iziskuje djelotvornu implementaciju posebnih postupaka za promjenu kontrole i velike transakcije ili transakcije povezanih strana. Ovi postupci uključuju stroge zahtjeve otvorenosti i odobrenje kvalificirane većine članova odbora i/ili vanredne skupštine dioničara. Oni, također, zahtijevaju i razvoj postupaka pravičnog vrednovanja. Na još temeljnijem nivou, zaštita manjinskih dioničara oslanja se na povjereničke dužnosti članova odbora i njihovu nezavisnost. Trebalo bi razjasniti njihovu obavezu da djeluju u interesu kompanije i svih njenih dioničara i pooštriti sankcije za loše postupanje članova odbora.

36. Međutim, ove mjere mogu biti djelotvorne samo ako regulatorni organi znatno pojačaju nadgledanje i sprovedbu i ako su ti organi osposobljeni da nametnu oštre sankcije za zloupotrebe.

37. Osnažiti odbore.

38. Odbori (*ovo podrazumijeva nadzorni odbor u FBiH, a upravni odbor u RS - op. prev.*) su u centru sistema korporativnog upravljanja kompanije, jer su oni veza između dioničara i izvršnih menadžera. U SEE, odbori često još ne igraju stratešku ulogu, pa se njihova funkcija ne razlikuje od uloge uprave i često im nedostaje nezavisnost od insajdera ili glavnih dioničara. Ovi nedostaci imali su značajne posljedice u vidu kršenja prava manjinskih dioničara i neodgovarajuće otvorenosti.

39. Odbore u SEE trebalo bi osnažiti u pogledu ovlaštenja, sredstava i odgovornosti da bi obavljali njihovu ključnu ulogu u uspostavljanju strategije kompanije, nadzoru uprave, praćenju sukoba interesa i općenito u zaštiti prava manjinskih dioničara. Oni bi, također, trebali da ostvaruju svoju krajnju odgovornost u pogledu otvorenosti.

40. U tom smislu, članovi odbora trebali bi, prije svega, bolje razumjeti svoje funkcije i obaveze. Naročito naglašena trebalo bi da bude njihova lojalnost kompaniji i svim njenim dioničarima. Strukturu odbora zatim bi trebalo poboljšati povećanjem broja nezavisnih članova i uspostavljanjem specijaliziranih komisija radi pomaganja odborima u obavljanju njihovih najznačajnijih funkcija. Konačno, za obavljanje ovih funkcija trebalo bi odborima pružiti sredstva i izvore u pogledu pristupa informacijama, naknada i obuke.

41. Održati napredak ka potpunom usklađivanju sa međunarodnim standardima i praksama računovodstva, revizije i otvorenosti nefinansijskih informacija.

42. Treba sprovoditi približavanje Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja (IFRS), jer je to nezaobilazan korak ka osiguranju da informacije koje objavljuju kompanije iz SEE budu odgovarajućeg kvaliteta, vjerodostojne i uporedive unutar zemalja.

43. To približavanje će iziskivati široke napore kompanija kao i računovodstvene i revizorske struke i profesionalnih organizacija. Ti naponi trebalo bi da budu politički podržani na najvišem nivou, i državnom i regionalnom. To bi, također, trebalo da bude finansijski podržano od strane međunarodnih i bilateralnih donatora tehničke pomoći.

Poglavlje 1

PRAVA I RAVNOPRAVAN TRETMAN DIONIČARA

44. Privatizaciju treba ubrzati i slijediti na takav način koji će doprinijeti stvaranju konkurentnih tržišta i sa ciljem da se unaprijedi korporativno upravljanje i državnih i novoprivatiziranih kompanija.

45. Nakon više godina reformi i brojnih programa privatizacije, preduzeća u državnom vlasništvu još uvijek dominiraju po brojnosti u glavnim industrijskim sektorima u regionu SEE. Vrlo malo je učinjeno na reformi korporativnog upravljanja kompanija u državnom vlasništvu kao dio preprivatizacijskog restrukturiranja. Štaviše, iskustva drugih tranzicijskih zemalja pokazuju da privatizacija može dovesti do velikih problema u korporativnom upravljanju. Stoga, sveobuhvatne i efikasne strategije privatizacije treba da razmatraju dobro korporativno upravljanje i kao sredstvo i kao cilj, počevši već od preprivatizacijskog restrukturiranja.

46. Prvo, proces privatizacije treba težiti unapređivanju praksi korporativnog upravljanja kompanija koje se privatiziraju, jer će to tim firmama olakšati plasman i obezbijediti veću vrijednost i lakši pristup kapitalu. Neki važni koraci za *ex ante* unapređivanje praksi korporativnog upravljanja podrazumijevaju normalizaciju statusa preduzeća po istim pravilima koja važe za druge komercijalne kompanije, uz transfer kontrole sa političkih organa na stručne odbore sa komercijalnim ciljevima i ustanovljavanje za upravu poticajnih naknada za učinke u kombinaciji sa visokim standardima.

47. Drugo, uspješna strategija privatizacije bi trebala nastojati da unaprijedi korporativno upravljanje *ex post* olakšavajući stvaranje vlasničkih struktura koje uvode dobro korporativno upravljanje u novoprivatizirane firme. Privatizacija bi trebala dati privatnim dioničarima dovoljan udio kapitala koji će omogućiti efikasno funkcionisanje mehanizama kontrole od strane dioničara. Suviše rašireno vlasništvo malih i srednjih preduzeća može postati uzrok velikih poteškoća za korporativno upravljanje.

48. U slučajevima kada država ostaje dioničar, drugi dioničari trebalo bi da budu posebno zaštićeni od zloupotreba.

49. Država će još mnogo godina ostati značajan dioničar i vlasnik komercijalne imovine u svim zemljama SEE, a naročito komunalija i infrastrukture. Stoga je efikasno upravljanje tom imovinom ključno za sveukupne ekonomske rezultate jedne zemlje.

50. U slučajevima kada država ostaje dioničar, ona treba obavljati tu svoju ulogu sa dužnom pažnjom. Posebno treba poštovati prava ostalih dioničara i ne zloupotrebjavati svoj dominantan položaj u vlasničkoj strukturi ili svoje regulatorne ovlasti. U tom smislu,

krucijalno je da se jasno razdvoje državno vlasništvo i regulatorne funkcije i da država promovira dobre prakse korporativnog upravljanja i kao vlasnik i kao regulator.

51. U stvaranju dobrog korporativnog upravljanja imovinom u državnom vlasništvu, instrumenti koji stoje na raspolaganju privatnom sektoru mogu se koristiti u mnogim primjerima. Međutim, neka pitanja zaslužuju posebnu pažnju. Vlade članica OECD-a uložile su dosta napora u reformu korporativnog upravljanja firmi u državnom vlasništvu u procesu privatizacije. Njihova iskustva bi mogla pružiti smjernice zemljama SEE u reformi njihovih preduzeća u državnom vlasništvu, naročito većih firmi kao što su veliki proizvođači i komunalne usluge.⁶

52. Nezavisna i sigurna registracija dionica treba da bude garantirana svim kompanijama iznad minimalne veličine, a ne samo kompanijama koje kotiraju na berzi.

53. Registracija vlasništva je relativno zadovoljavajuća za firme koje kotiraju u većini zemalja SEE, pošto su nedavno organizirani centralni depozitari koji obavljaju i usluge registra i depozitara, a često su integrirani u sistem prijetoja i poravnanja. Ovi centralni depozitari rade uglavnom zadovoljavajuće, ali ne pokrivaju uvijek sve kompanije koje kotiraju. Situacija je još šarolikija kad se radi o kompanijama koje ne kotiraju na berzi, ali imaju značajan broj dioničara. One nisu uvijek obavezne prenijeti registraciju vlasništva nezavisnom registru.

54. Sigurna registracija vlasništva čini osnov za zaštitu prava investitora, jer to je preduslov da dioničari dokažu vlasništvo i tako ostvare svoja prava. Na primjer, informacija i dokaz o vlasništvu su neophodni kada postupanje dioničara zahtijeva udruživanje minimalnog dijela kapitala, kao što je sazivanje vanredne skupštine, stavljanje tačke na dnevni red, ili pokretanje zajedničke akcije. Osim toga, pravo dioničara na potpuni pristup informacijama o vlasništvu kompanija u koje investiraju pokriveno je preporukama 161 do 168 u Poglavlju 3 o preglednosti i otvorenosti.

55. Nezavisnu registraciju bi u većini zemalja SEE trebalo proširiti izvan sadašnjeg obima. Prvo, nezavisna registracija trebalo bi da pokrije sve kotirane kompanije bez izuzetka. Trebalo bi da uslovi kotiranja to učine obaveznim i da taj zahtjev regulatori vrijednosnih papira djelotvorno provode. Propisi bi, također, trebali jasno zahtijevati da sve kompanije vode registar dioničara i da kompanije u širokom vlasništvu, koje su veće od propisanog minimuma, trebaju prebaciti svoj registar profesionalnim i nezavisnim registrima. Veličina bi se mogla bazirati na imovini i broju dioničara, i odrediti u skladu sa uslovima u zemlji. U skladu s tim, u zemljama gdje već postoji centralni depozitar koji obavlja registraciju vlasništva kotiranih kompanija trebalo bi proširiti njegov obuhvat.

56. Regulacija i nadzor registara trebalo bi da bude odgovornost regulatora vrijednosnih papira. Trebalo bi da regulacija ima za cilj prvenstveno da se izbjegn timer zlopotrebe u procesu registracije, osiguravajući time nezavisnost registara. Regulatori vrijednosnih papira bi, također, jasno trebali provoditi pravo dioničara da dobiju dokaz o

vlasništvu iz registra bez neopravdanih troškova i nepotrebnih procedura. Centralni depozitar predstavlja efikasno rješenje u većini zemalja SEE, imajući u vidu veličinu tih tržišta. Međutim, uvođenje konkurencije u ovim uslugama može u nekim slučajevima biti bolje od stanja monopola. Kakav god izbor da se napravi u pogledu strukture ove djelatnosti, registri treba da budu strogo regulisani jer pružaju javno dobro.

57. Slobodna prenosivost dionica treba da bude ustanovljena za sva dionička društva.

58. Slobodna prenosivost dionica uobičajeno se ustanovljava za dionička društva, ili za kotirane kompanije kao dio uvjeta za uvrštavanje u kotaciju. Međutim, u nekim zemljama SEE ima još nekih važnih izuzetaka, gdje ograničenja prenosivosti mogu biti uključena u statut kompanije, ili menadžeri mogu ograničiti prenos dionica zaposlenih nepovoljnim ugovorima. Time prenos dionica može biti *de facto* znatno ograničen i to ostaje područje mogućih zloupotreba.

59. Zakonodavstvo ne bi trebalo davati dioničkim društvima mogućnost ograničavanja slobodne prenosivosti dionica, kroz određeno pravo preče kupnje ili prvog odbijanja ili kroz odredbe statuta kompanije. Štaviše, dionice ne treba da budu podvrgnute jednostranim ograničenjima prenosivosti nametnutim bez pristanka dioničara. Ovo važi za sva dionička društva u širokom vlasništvu, ali čak i više za kotirane kompanije. Za ove druge, trebalo bi da uslovi kotacije jasno zabranjuju takva ograničenja prenosivosti dionica. Svi prijenosi vrijednosnih papira treba da budu evidentirani u registrima dionica kompanija.

60. Treba podsticati učešće dioničara na skupštinama. U tom cilju, procedure sazivanja skupštine dioničara treba da budu još strožije i da pružaju svim dioničarima dovoljne, relevantne i blagovremene informacije o pitanjima na dnevnom redu.

61. Pravo dioničara da učestvuje i glasa na skupštini dioničara formalno je ustanovljeno u svim zemljama SEE. Međutim, njihova sposobnost da djelotvorno utječu na proces odlučivanja bivala je znatno slabija. U stvari, u nekim zemljama SEE bivala je raširena praksa njihovog sprečavanja da učestvuju na skupštini dioničara, uobičajeno kroz praktične smetnje kao što je ograničeno i kasno oglašavanje skupštine ili izbor udaljenog mjesta. Zakonodavne i regulatorne izmjene nedavno su poboljšale situaciju u nekim zemljama SEE. Unatoč tome, pored manjka motivacije dioničara, njihova efektivna sposobnost da učestvuju u procesu odlučivanja umanjuje se nedostatkom informacija. Ako se dnevni red dostavi dioničarima prije skupštine, on je često vrlo nejasan i uopćen. Nema uvijek odredaba koje omogućavaju dioničarima da dodaju pitanja na dnevni red. Osim toga, u većini zemalja su suštinske informacije o pitanjima na dnevnom redu nedostatne, naročito u pogledu značajnih transakcija ili promjenama u strukturi kapitala koje treba da budu odobrene. Sve ove prakse sprečavale su dioničare da učestvuju u značajnim korporativnim odlukama, što čini jedno od njihovih osnovnih prava.

62. Trebalo bi da kompanije razumiju kako je skupština dioničara bitno sredstvo za izgradnju povjerenja dioničara u stvarima od temeljnog značaja za kompaniju. Čak i ako kontrolni dioničari, u krajnjoj liniji, mogu biti u poziciji da odluče o svim pitanjima na dnevnom redu, skupština dioničara čini korisno iskustvo za upravu i članove odbora da budu izloženi javnoj procjeni. U ovom smislu naročito je bitan dio rada skupštine dioničara posvećen pitanjima i odgovorima. Aktivne skupštine dioničara tako mogu doprinijeti smanjivanju zloupotreba prema manjinskim dioničarima, pošto menadžeri i članovi odbora moraju opravdati poslovne rezultate kompanije i predstaviti njene strategije i politike.

63. Trebalo bi da zakonodavstvo ili regulacija propišu minimalne zahtjeve za sazivanje i vođenje skupštine dioničara. Ti uslovi bi trebali jasno propisati oglašavanje skupštine znatno unaprijed (minimalno 30 dana prije skupštine) i na takav način da svi dioničari imaju mogućnost da se informiraju. U tom smislu, trebalo bi da kompanije poštuju duh zakona i da koriste bar jedan jasno određen standardni izvor, kao službene novine ili internet stranica berze, i dodatno dva medija koji pokrivaju područje države. Isto tako, mjesto održavanja skupštine dioničara trebalo bi da bude sjedište kompanije ili berza. Konačno, dioničarima koji zajednički posjeduju više od određenog procenta kapitala treba omogućiti da dodaju pitanja na dnevni red.

64. Dioničarima treba prije skupštine dostaviti bitne, relevantne i pouzdane informacije o pitanjima na dnevnom redu, ili omogućiti pristup takvim informacijama. Također im treba dostaviti vjerodostojan zapisnik i rezultate skupštine u razumnom vremenskom roku i uz niske troškove. U kombinaciji sa korištenjem medija, kompanije bi mogle napraviti svoje korporativne internet stranice s ovim ciljem.

65. Konačno, regulatori vrijednosnih papira treba da imaju i koriste ovlaštenje da aktivno nadgledaju ili istražuju djelotvornu primjenu procedura koje se odnose na skupštine dioničara od strane kotiranih kompanija. Kad su odgovarajuće procedure očigledno prekršene, treba da postoji mogućnost poništavanja odluka donesenih na skupštini dioničara.

66. Kompanije treba da budu spriječene da uspostavljaju procedure koje otežavaju glasanje dioničara, dok treba da pružaju djelotvorne i sigurne procedure glasanja u odsustvu kao i glasanja putem punomoćnika.

67. Insajderima i većinskim dioničarima često nije potrebna saglasnost manjinskih dioničara za donošenje odluka, s obzirom na uobičajenu koncentraciju vlasništva. Ipak, bilo je slučajeva kada su kompanije sprečavale dioničare da glasaju raznim proceduralnim manevrima, kao što je zahtjev da se plati naknada ili fizičko prisustvo dioničara. Štaviše, ako mogućnost glasanja u odsustvu uobičajeno postoji teoretski, stvarno korištenje glasanja preko punomoćnika je znatno ograničenije u većini zemalja SEE. Ovo je uzrokovano restriktivnim praktičnim odredbama za takvo glasanje, na primjer, zahtjevom

da se prezentiraju skupi i teško dostupni dokumenti, kao što su dokumenti ovjereni kod javnog bilježnika koji dokazuju vlasništvo i stvarni sadržaj određene punomoći.

68. Sposobnost da glasa na skupštini dioničara je ključno pravo svakog dioničara koje se ne smije narušiti, jer je to prvi i osnovni način kontroliranja odbora. Uz raspršenu vlasničku strukturu, pojedini dioničari nisu uvijek u stanju ili nemaju motiva da osobno učestvuju na skupštini dioničara, ali bi njihovo djelotvorno učešće trebalo omogućiti procedurama glasanja u odsustvu ili putem punomoćnika. Kako je pokazalo iskustvo nekih zemalja SEE, naročito je za kompanije koje žele privući strane institucionalne investitore relevantno da omoguće takvo glasanje, jer se od institucionalnih investitora sve više očekuje da glasaju i da objavljuju svoje politike glasanja.

69. U zakonu, uvjetima kotiranja na berzi ili propisima regulatora vrijednosnih papira treba da postoje jasne odredbe kojima se sprečavaju kompanije da na proceduralnim osnovama neopravdano otežavaju mogućnost dioničara da glasaju. Berze i regulatori vrijednosnih papira bi trebali preduzeti oštre i sistematske akcije da onemoguće takve prakse. U tom cilju, oni bi se mogli osloniti na udruženja dioničara da djeluju kao sredstva upozoravanja, sistematski istraživati prijavljene zloupotrebe, djelotvorno primjenjivati sankcije propisane zakonom i široko objavljivati slučajeve u cilju preventive.

70. Kompanije bi trebale pojednostaviti procedure za glasanje preko punomoćnika i u odsustvu, da bi podstakle takvo glasanje, izbjegavajući zloupotrebe. Takvo glasanje moglo bi se obavljati putem redovne pošte ili korištenjem sigurnih elektronskih telekomunikacija. Regulatori vrijednosnih papira mogli bi definirati određene zahtjeve, naročito za slanje i vraćanje glasačkih listića kompaniji i pribavljanje formalnih uputa dioničara za korištenje punomoći.

71. Dioničarima može biti od koristi ako velike kompanije u širokom vlasništvu uspostave odjeljenje za odnose sa investitorima.

72. U mnogim zemljama SEE, vlasnička struktura proističe iz procesa privatizacije. Većina pojedinačnih dioničara svoje učešće u kapitalu stekla je kroz masovnu privatizaciju, tj. bez plaćanja. Posljedično, uprava ih ne smatra "pravim" investitorima, pa ih i ne tretira kao takve. Još uvijek su potrebne bitne promjene u stavovima da bi se razvila djelotvorna dionička kultura.

73. Kompanije bi mogle poboljšati svoje odnose sa dioničarima uspostavljanjem odjeljenja specijaliziranih za odnose sa investitorima, čak i kada to nije obavezno po zakonu ili regulatornim propisima. Ta odjeljenja bi pomogla razvoju sistematičnijeg uvažavanja interesa dioničara u okviru kompanije i uspostavljanju češće komunikacije između dioničara i uprave, a ne samo u vrijeme pred skupštinu dioničara. Ta odjeljenja bi vjerovatno predstavljala značajan vid podsticanja učešća dioničara na temelju potpunih informacija.

74. Ova odjeljenja za odnose sa investitorima ne bi trebalo da postanu samo instrumenti promocije i ni u kom slučaju ne bi trebalo da budu shvaćena kao zamjena za ispunjavanje propisanih obaveza u pogledu otvorenosti i širenja korporativnih informacija.

75. S ciljem zaštite interesa njihovih investitora i korisnika, institucionalne investitore treba ohrabriti da ostvaruju svoja prava dioničara na temelju potpunih informacija i na aktivan način.

76. Institucionalni investitori mogu imati značajnu ulogu u nadzoru i unapređivanju praksi korporativnog upravljanja kompanija u koje su investirali. Ovo posebno važi za ekonomije u tranziciji gdje je vaučerska privatizacija stvorila veliki broj dioničara sa pojedinačnim učešćima suviše malim da bi osigurali aktivan nadzor. Većina zemalja SEE ima neke institucionalne investitore, uključujući zvanične privatizacijske fondove (ili njihove ekvivalente), fondove koje podržavaju EBRD, IFC itd., i neke privatno pokrenute investicione fondove. Osim toga, zvanični penzioneri imaju potencijal da prerastu u značajne domaće investitore u narednim decenijama. Međutim, institucionalni investitori još uvijek imaju malu ulogu u sveukupnom tržištu dionica i obično nisu aktivni investitori. Postavljaju se i pitanja odgovornosti i preglednosti nekih od ovih fondova, što dodatno ograničava njihov razvoj.

77. Institucionalni investitori u zemljama SEE mogli bi doprinijeti poboljšanju korporativnog upravljanja i tako uzvratiti kompanijama u svom portfoliju postajući aktivnije angažirani kao dioničari. U isto vrijeme, osiguravanje integriteta institucionalnih investitora treba da bude najviši prioritet, prije i iznad svega da bi se zaštitili investitori i korisnici, a zatim da bi se podstakao njihov rast kao i proces sveukupnog razvoja tržišta dionica.

78. Da bi se institucionalni investitori podstakli na veći angažman u kompanijama čiji su vlasnici, trebalo bi popustiti ograničenja njihovog vlasničkog učešća u kompaniji. Od njih treba zahtijevati da razmotre korištenje svojih glasačkih prava glasa i da formuliraju i objelodane svoje politike glasanja i prakse korporativnog upravljanja. Te politike glasanja trebalo bi kreirati tako da promiču interese korisnika institucionalnih investitora.

79. Da bi vjerodostojno ispunili svoju vlasničku funkciju i postali legitimni učesnici korporativnog upravljanja kompanija u koje investiraju, institucionalni investitori iz privatnog sektora bi trebali da se pridržavaju najviših standarda i teže poboljšanju vlastitih praksi korporativnog upravljanja. Trebalo bi da regulatorni okvir zahtijeva od njih da rade na pregledan način, naročito u pogledu njihovih politika glasanja i korporativnog upravljanja⁷. Konačno, trebalo bi da bude prepoznata posebna uloga penzionih fondova kao glavnih izvora mirovinskih prihoda, a ne bi trebalo dozvoliti ograničenja i zahtjeve koji ometaju ovu ključnu misiju.

80. Treba podsticati učešće individualnih investitora i njihovih udruženja na temelju potpunih informacija.

81. Do sada, učešće individualnih investitora kao dioničara u većini zemalja SEE ostalo je ograničeno, iako je to važan uvjet za poboljšanje praksi korporativnog upravljanja. Ipak, neke zemlje već imaju aktivna udruženja dioničara koja su bila u prvom redu u debatama o korporativnom upravljanju i zakonodavnim reformama.

82. S obzirom na koncentraciju vlasništva i često poistovjećivanje ili povezivanje kontrolnih dioničara sa izvršnim menadžerima, ključno je da individualni dioničari postanu aktivniji u debatama o korporativnom upravljanju i u nadzoru kompanija. Podsticanje učešća individualnih dioničara na temelju potpunih informacija može se postići kroz razvoj udruženja dioničara, koja mogu služiti boljem informiranju manjinskih dioničara o zbivanjima i iznalaženju zajedničkih stavova o pitanjima koja se postavljaju na skupštinu dioničara. U stvari, ova udruženja imaju suštinsku ulogu u unapređivanju kulture korporativnog upravljanja i ona bi mogla biti važan dodatni glas u oblikovanju zakonskog i regulatornog okvira korporativnog upravljanja. Ona bi mogla, također, predstavljati i značajan instrument u koordiniranju kolektivnih akcija.

83. Dividende treba isplaćivati u okviru razumnog perioda slijedeći jasna pravila ko ima prava na te dividende.

84. Ogromna većina velikih i kotiranih kompanija nije distribuirala dividende u posljednjih nekoliko godina. Kada skupština dioničara odobri distribuciju dividendi, one se često isplaćuju sa velikim zakašnjenjem, što može naročito zabrinjavati u inflatornom okruženju. Konačno, obavještenja o isplati dividendi ne navode uvijek ko ima pravo na njih niti po kojim procedurama.

85. Kad donese odluku o distribuciji dividendi, skupština dioničara treba da uspostavi jasne procedure i rokove za efektivno plaćanje. Rok bi trebao biti razumno kratak (ne duži od 60 dana), a procedura jednaka za sve.

86. Promjene u strukturi dioničkog kapitala treba činiti na način koji osigurava pravičan tretman dioničara, kroz poštivanje prava preče kupnje u slučaju nove emisije.

87. Česti slučajevi razvodnjavanja manjinskih uloga pokrenuli su živu javnu raspravu u nekoliko zemalja SEE. Do ovih slučajeva razvodnjavanja dolazilo je naročito tokom ili nakon privatizacije za gotovinu od strane strateških investitora, unatoč zakonskim i regulatornim propisima koji postojećim dioničarima daju pravo preče kupnje. Nedavno su učinjeni pokušaji da se poboljšaju zakonske odredbe koje štite manjinske investitore od takvog razvodnjavanja. Ali, tehnički aspekti povećanja kapitala, kao što je proces vrednovanja ili mogućnost uloga u naturi, još uvijek ostavljaju dosta mogućnosti zloupotreba.

88. Svaku značajnu promjenu u strukturi dioničkog kapitala treba da odobri skupština dioničara, uz puno poštovanje uobičajenih procedura za takve skupštine, naročito u pogledu obavještanja i glasanja.

89. Što se tiče nove emisije vlasničkih vrijednosnih papira, propisi bi trebali omogućiti postojećim dioničarima pravo preče kupnje. Ta prava preče kupnje moraju se poštovati i sprovoditi. Također je preporučljivo omogućiti trgovanje pravom preče kupnje, jer, u mnogo slučajeva, dioničari koji su svoj udio stekli kroz masovnu privatizaciju neće imati finansijska sredstva potrebna za ostvarivanje ovih prava. Dozvoljavanje prodaje prava omogućava ovim dioničarima da za njih dobiju neku vrijednost i istovremeno uvodi tržišnu disciplinu tako da insajderi i drugi koji žele koristiti ova prava da bi povećali svoj vlasnički udio moraju za njih da plate. S druge strane, kad se koriste prava preče kupnje, važno je, također, imati i mehanizam koji dioničarima dozvoljava da se odreknu tih prava ili da ih izostave, na primjer, da se dozvoli emisija dionica u okviru i po osnovu plana naknada u vidu stjecanja vlasničkog učešća.

90. Posebnu pažnju treba posvetiti pravičnim i preglednim procedurama određivanja cijene dionica prilikom emisije, kako je navedeno u preporukama 100 - 105. Ulozi u naturi pri povećanju dioničkog kapitala treba da budu podvrgnuti pažljivoj kontroli jer mogu lako dovesti do zloupotreba.

91. Kada se dešavaju promjene kontrolne strukture moraju se poštovati posebne i unaprijed uspostavljene procedure koje garantiraju pravičan tretman dioničara.

92. Tržišta za korporativnu kontrolu skoro da nisu postojala zbog koncentrirane vlasničke strukture, niske likvidnosti berzi i niskog nivoa slobodnog protoka. Međutim, u predstojećim godinama ova tržišta će se vjerovatno razviti sa postprivatizacijskom fazom preusmjeravanja i restrukturiranja kapitala. Nemaju sve zemlje potpuno definirane ili barem isprobane propise o preuzimanju.

93. U slučaju promjena kontrolne strukture moraju se poštovati posebne i unaprijed uspostavljene procedure. Propisi o preuzimanju kontrole treba da jasno definiraju obaveze dioničara koje prelaze određeni prag i mogu uključiti obavezne ponude i procedure istiskivanja. Oni treba da osiguraju pravičan tretman svih dioničara, omogućavajući im da potpuno razumiju svoja prava i da imaju zaštitu u slučaju da se ona ne poštuju. Vrijednost ponude treba biti pregledna i otvorena. Berze i regulatori vrijednosnih papira treba da sarađuju u nadgledanju i sprovedbi ovih procedura na dosljedan način.

94. Treba pojačati i poštovati procedure odobravanja velikih transakcija.

95. S obzirom na jaku koncentraciju vlasništva u većini zemalja SEE, velike transakcije lako mogu biti odobrene na skupštinama dioničara bez saglasnosti manjinskih dioničara. Situacija postaje još gora čestim poistovjećivanjem izvršnih menadžera sa kontrolnim dioničarima. Zabilježena je široka rasprostranjenost zloupotreba.

96. Zakonski i regulatorni propisi o zaštiti prava manjinskih dioničara u slučaju velikih transakcija treba da zahtijevaju odobrenje natpolovične većine na skupštini dioničara. Međutim, zahtjevi natpolovične većine ne treba da budu pretjerani. Da bi se izbjegla zloupotreba zahtjeva u pogledu kvoruma, to bi se moglo temeljiti na traženom procentu svih dionica umjesto samo dionica zastupljenih na skupštini. Ove procedure, također, treba da uključuju postupak pravičnog vrednovanja kako je navedeno u preporukama 100 - 105.

97. Pored procedure odobravanja, otvorenost informacija predstavlja ključno sredstvo zaštite prava manjinskih dioničara tokom velikih transakcija. Poštivanje procedura obavještanja i kvalitete informacija datih dioničarima prije skupštine dioničara treba shvatiti izuzetno ozbiljno.

98. Trebalo bi da nezavisni članovi odbora, ili odbor za reviziju ako on postoji, neposredno nadgledaju stupanj poštivanja ovih posebnih procedura, pregledajući informacije date dioničarima i provjeravajući stvarno odobravanje od zahtijevane većine.

99. Konačno, dioničarima treba biti dostupan svrsishodan pravni lijek, kao što su prava na procjenjivanje, kada propisane procedure odobravanja velikih transakcija nisu poštovane, ili u slučaju da je osporen proces vrednovanja. Kršenje propisanih procedura treba da bude dovoljan osnov za poništenje transakcije. U ovom slučaju trebalo bi da sudovi mogu brzo obustaviti izvršenje transakcije dok se ne donese presuda o predmetu, u razumnom vremenskom roku.

100. Posebnu pažnju treba posvetiti pravičnom i preglednom vrednovanju emisije dionica, procedurama istiskivanja, velikim transakcijama i transakcijama povezanih strana.

101. Određivanje cijene nove emisije treba vršiti veoma pažljivo, s obzirom na to da tržišne cijene ne moraju uvijek biti adekvatno predstavljanje vrijednosti dionica u tranzicijskom okruženju. Nominalne vrijednost rijetko imaju bilo kakvog značaja za pravičnu vrijednost po kojoj dionice treba da budu emitovane. Kad su berze nerazvijene i pate od niske likvidnosti, ne mogu se uvijek smatrati dovoljno efikasnim da omoguće iznalaženje pravične cijene. Problem određivanja cijene ključan je, također, i za velike transakcije i transakcije povezanih strana, jer vrednovanje aktive može biti vrlo složeno u tranzicijskom okruženju, pa je to najlakši put za zloupotrebe.

102. Nezavisni jemci emisije (*engl. underwriters, potpisnici, preuzimatelji - op. prev.*) od ključnog su značaja za određivanje cijene nove emisije. Važno je da regulator vrijednosnih papira ili odgovarajuće samoregulirajuće organizacije pregledaju sporazume o naknadi za jemstvo da bi se osiguralo da kompenzacija nije pretjerana i da neće utjecati na nezavisnost jemca. Neki zakonski režimi za kompanije zahtijevaju odobrenje dioničara za nove emisije, dok drugi to stavljaju u nadležnost odbora. U svakom slučaju, važno je da ovi organi imaju na raspolaganju objektivan i stručan savjet. Nezavisni članovi odbora mogu u ovom procesu imati značajnu ulogu.

103. Da bi se osigurao pravičan tretman svih dioničara, trebalo bi da bude obavezno korištenje nezavisne procjene za svaku značajnu emisiju dionica koje se plaćaju imovinom u nenovčanom obliku, zatim za istiskivanja, velike transakcije i transakcije povezanih strana. Za obavljanje takvih procjena trebalo bi da kompanije angažiraju kvalificirane i nezavisne stručnjake. Identitet, kvalifikacije i naknade tih stručnjaka treba da budu objelodanjeni, kao i metode i pretpostavke korištene za određivanje pravičnosti cijene, ili druge kompenzacije uključene u transakciju.

104. Treba razraditi mehanizme za podsticanje razvoja nezavisne i stručne profesije procjenjivača, uključujući certifikaciju profesionalno kvalificiranih stručnjaka. Ti mehanizmi mogli bi, također, uključivati zakonsko određenje i djelotvornu sprovedbu posebne odgovornosti procjenjivača u slučaju očite greške u izračunavanju vrijednosti ili neobjavljenog sukoba interesa.

105. Međutim, odgovornost procjenjivača ne smije umanjiti sveukupnu odgovornost odbora kompanije za osiguravanje pravičnosti transakcija koje uključuju nove emisije dionica ili povezane strane. Prisustvo stručnjaka ne smije štititi odbor od odgovornosti, u slučaju da odbor ne djeluje u dobroj vjeri, ako on ima razloga da zna kako taj stručnjak nije kvalificiran ili se informacija skriva od stručnjaka, ili ako se odbor ne ponaša revnosno ili se nije potpuno informirao o činjenicama vezanim za transakciju. Slično tome, ako članovi odbora imaju osobni finansijski interes u transakciji, postojanje stručnog mišljenja o pravičnosti transakcije ne bi smjelo otkloniti potrebu da transakciju odobri većina članova odbora koji nemaju takvog interesa ili dioničari (vidjeti preporuke 94 do 99), niti spriječiti prava dioničara da ospore pravičnost transakcije.

106. Treba uspostaviti i pojačati mehanizme nadzora i kontrole da bi se spriječile transakcije povezanih strana koje rezultiraju zloupotrebom, kao i sve situacije koje uključuju sukob interesa. Treba jako poboljšati sprovedbu, naročito razvojem privatnih građansko-pravnih lijekova i uspostavljanjem efektivne krivične odgovornosti za izvršne menadžere i članove odbora koji propuste da objelodane svoje interese.

107. Transakcije povezanih strana bile su jedna od najraširenijih i najozbiljnijih zloupotreba prava dioničara u zemljama SEE. One proističu iz brojnih slabosti u zakonskom i regulatornom okviru, kao i slabe sprovedbe zakonskih i regulatornih propisa kada oni i postoje. Kad je u pitanju zakonski i regulatorni okvir, on ne daje uvijek jasnu i primjenjivu definiciju transakcija povezanih strana, niti uređuje jasne procedure za odobravanje takvih transakcija. Što se tiče drugog, zakon ne predviđa uvijek djelotvorne sankcije za neotkrivanje materijalnih interesa. Uistinu, najozbiljnija temeljna prepreka za pravičan tretman prava dioničara u slučaju transakcija povezanih strana je nedostatak informacija o tim transakcijama i o stvarnom postojanju sukoba interesa.

108. Kad je potrebno, treba pojasniti i pojačati zakonske odredbe koje se odnose na objelodanjivanje materijalnih interesa od strane direktora i članova odbora, kao i na

odobravanje transakcija povezanih strana. Zakon treba striktno zahtijevati da direktori i članovi odbora “potpuno”⁸ objelodane svoje materijalne interese u svakoj transakciji, bez obzira na njenu veličinu. Neophodno je da se odboru da dovoljno vremena i informacija da bi mogao ocijeniti pravičnost transakcija. Te transakcije treba da budu podnesene odboru na prethodno odobrenje, pri čemu članovi odbora koji imaju interesa ne učestvuju u odlučivanju. Odbor bi trebao, kad je potrebno, imati i podršku nezavisnog i stručnog procjenjivača, kako je navedeno u preporukama 100 - 105. Odbori, ili odbori za reviziju ukoliko postoje, bi trebali u svoje prioritete uključiti i pregled procedura odobravanja takvih transakcija.

109. Slično tome, direktori i članovi odbora trebali bi odboru ili skupštini dioničkog društva predočiti kada za vlastitu korist upotrebljavaju informacije ili imovinu u vlasništvu kompanije. Ovo bi trebalo biti predmet izričitog odobrenja odbora, pri čemu zainteresirani članovi odbora ne učestvuju u odlučivanju. O takvoj odluci treba izvijestiti i dioničare.

110. Trebalo bi sistematski provoditi oštre sankcije prema izvršnim menadžerima ili članovima odbora koji propuste da objelodane svoje osobne interese. Te sankcije bi trebale uključivati interne disciplinske mjere kompanije. Ali, treba pojačati mogućnost sudskih sankcija i olakšati dioničarima ili kompanijama da traže pravnu zaštitu. Razvijanje privatnih građansko-pravnih lijekova, tj. mogućnosti podnošenja individualne ili kolektivne tužbe, kao i derivativne, glavni je put za djelotvoran razvoj takve pravne zaštite. Ove procedure treba prilagoditi cjelokupnom pravnom sistemu i uspostaviti razumne zaštitne odredbe da se izbjegnu zloupotrebe. Trebalo bi da sudovi mogu preventivno obustaviti transakciju kad god ima dovoljno indicija o zloupotrebi ili kad se dokaže da osobni interes direktora ili člana odbora nije bio objelodanjen. U ovom drugom slučaju, transakcija bi se morala smatrati nezakonitom. Konačno, slijedom praksi u nekim zemljama OECD-a, zakoni bi mogli obuhvatiti šire utemeljenu krivičnu odgovornost izvršnih menadžera i članova odbora ukoliko zloupotrijebe korporativnu imovinu.

111. Trebalo bi zakonom ili propisima o vrijednosnim papirima zabraniti trgovanje insajdera i osnažiti nadgledanje i sprovedbu zabrane takvih praksi zloupotreba.

112. Na finansijskim tržištima SEE često dolazi do tržišnih manipulacija zbog trgovanja insajdera dok raspolažu povjerljivim informacijama. Ovakve prakse zloupotrebe krše princip pravičnog tretmana dioničara. Štaviše, one spriječavaju punu preglednost tržišta, narušavajući tako integritet finansijskih tržišta i povjerenje javnosti u vrijednosne papire.

113. Kad je potrebno, zakone ili regulativu vrijednosnih papira trebalo bi dopuniti zabranom trgovanja insajdera i tržišnih manipulacija.⁹ Svaka osoba koja posjeduje povlaštenu unutarnju informaciju treba da se suzdrži od trgovine vrijednosnim papirima na koje se ona odnosi. Ovo se odnosi prvenstveno na direktore i članove odbora, ali i na svaku osobu koja u obavljanju svoje profesije ili dužnosti ima pristup posebnim

informacijama, kao što su revizori ili stručnjaci iz regulatornih institucija¹⁰, kao i sve osobe koje su dobile dojavu od insajdera. Oni bi se trebali suzdržati od trgovanja, bilo direktnog ili indirektnog kako za vlastiti račun tako i za račun treće strane.

114. Regulatorni organi treba da strožije nadgledaju trgovanje insajdera i tržišne manipulacije. U tom cilju oni bi trebali aktivno nadzirati tržište i učinkovito istraživati sumnjive transakcije. Takve istrage trebale bi uključivati traženje svih relevantnih dokumenata i podataka, kao i svjedočenje, te vršenje inspekcija na licu mjesta kad je potrebno. Konačno, trebalo bi da oni mogu nametati sankcije za zloupotrebe, zamrzavanjem imovine, zabranom profesionalne djelatnosti ili određivanjem drugih odgovarajućih administrativnih i krivičnih sankcija, u saradnji sa sudskim vlastima.

Poglavlje 2

ULOGA NOSILACA MATERIJALNIH INTERESA

115. U tržišnoj ekonomiji kompanija ima odnose, implicitne i eksplicitne, sa mnogim vezanim stranama, koje s vremena na vrijeme mogu postati zainteresirane za ciljeve i poslovanje kompanije ili biti u poziciji da na njih utječu. Te vezane strane označavaju se kao nosioci materijalnih interesa ("stakeholderi"). Odnos između kompanije i njenih stakeholdera je složen, i samo u nekim aspektima posebno obuhvaćen zakonom, ali često je opravdano zahtijevati od kompanija da uzimaju u obzir i šire interese od interesa samih dioničara.

116. Sve više se priznaje uloga stakeholdera u stvaranju bogatstva. Kao davatelji resursa, zaposlenici, kreditori, investitori i dobavljači, svi oni doprinose uspjehu kompanije. Zaštita prava stakeholdera i razvijanje odnosa s njima rastuće vrijednosti sada se prihvata kao često vezano za učinke kompanije i tim saglasno ostvarivanju koristi za dioničare. Konačno, stakeholderi se mogu smatrati djelotvornim dijelom sistema nadzora s ciljem ograničavanja prevelikih ovlasti uprave nad kompanijama. Na toj osnovi, OECD Principi navode da je "u dugoročnom interesu korporacija da njeguju saradnju sa stakeholderima u cilju stvaranja bogatstva".

117. U brojnim sektorima ekonomije ljudski kapital postaje glavni izvor konkurentske prednosti kompanija. U mnogim slučajevima su zaposleni i njihovo znanje najvrijedniji kapital kompanije. Da bi se zaštitila i povećala prava zaposlenih, u različitim historijskim i političkim kontekstima su se razvili različiti putevi i zakonski okviri. Primarni je bio kroz sindikate. Ali, danas se sve više pažnje posvećuje komplementarnim mehanizmima, kao što su učešće u profitu ili dioničkom kapitalu, kao i direktno učešće zaposlenih u upravljanju kompanijama kao način unapređivanja procesa stvaranja bogatstva.

118. Međutim, problem uključivanja zaposlenih u upravljanje kompanijom je mnogo složeniji u tranzicijskom kontekstu SEE nego što je u ekonomijama zemalja OECD-a. Prije svega, nasljeđe prethodnog socijalističkog sistema pomiješalo je uloge zaposlenika i vlasnika kompanija. Ovo je naročito slučaj u zemljama bivše Jugoslavije sa njihovim sistemom samoupravljanja. U tom ranijem sistemu, radnici su istovremeno bili zaposlenici i vlasnici svojih kompanija. U tom dvojnem svojstvu, oni su teoretski imali neka prava, mada je to u stvarnoj praksi bilo znatno drugačije. Kad se radi o pravima njihovih radnika, firme iz zemalja SEE ušle su u tranziciju sa velikim socijalnim obavezama. Osim toga, privatizacija je obično imala za rezultat distribuciju značajnog dijela vlasničkog kapitala kompanije njenim radnicima. Ali, radnici su ostali nedovoljno svjesni svojih prava kao dioničara. Ako uopće imaju ta prava, to je obično bilo da se zaštiti njihov položaj zaposlenih, u okruženju u kojem se neka osnovna prava iz radnog odnosa, kao što je primanje plaće, ne poštuju.

119. Jedan od ciljeva tranzicije je transformacija preduzeća od socijalnih subjekata sa nejasnim zahtjevima različitih stakeholdera u subjekte koji ostvaruju profit na osnovu jasnih imovinskih prava i struktura korporativnog upravljanja. Zato je nužno kao prvi korak da se jasno razgraniče uloge i prava stakeholdera i dioničara.

120. Ulogu stakeholdera treba razmatrati uz dužno uvažavanje faze razvoja ili specifičnih poteškoća perida tranzicije. Ovo je tim važnije što će veliko restrukturiranje koje se mora provesti u svim zemljama SEE najvjerojatnije uključivati i značajna otpuštanja radnika. Davanje radnicima prevelikih prava odlučivanja moglo bi blokirati proces restrukturiranja.

121. Prava stakeholdera treba da budu razjašnjena a zakonodavci treba da osiguraju dosljednost raznih zakona i regulatornih propisa koji se odnose na prava stakeholdera.

122. Prava stakeholdera se baziraju na raznim zakonskim propisima, koji se odnose na mnoge različite oblasti ekonomskih reformi u zemljama SEE. Radnici imaju prava stakeholdera uglavnom po zakonima o radu i sindikatu, a samo posredno i po novim zakonima o kompanijama. Prava kreditora su definirana mnogim različitim zakonima i propisima, u koje obično spadaju zakon o bankama, o preduzećima, obligacijama, hipotekama, i posljednji, ali ne najmanje značajan, zakon o stečaju. Značajan dio ovih zakona su u procesu velike reforme u većini zemalja SEE. Neki temeljni elementi zakonskog okvira, naročito propisi o radnim odnosima, u nekim zemljama još nisu revidirani ili će biti potpuno izmijenjeni u predstojećem periodu.

123. Zakonodavci bi trebali provjeriti usklađenost između raznih sastavnih dijelova zakonskog okvira koji se tiču prava stakeholdera. Posebno bi se trebalo pobrinuti da se prava stakeholdera data zaposlenima i kreditorima u novousvojenim zakonima o radu ili zakonima o stečaju povezuju sa zakonima o kompanijama ili barem da nisu u suprotnosti s njima. Također bi trebalo provjeriti i njihovu kompatibilnost sa EU direktivama za relevantne oblasti.

124. Odbori i direktori treba da budu sigurni da su upoznati s relevantnim pravima stakeholdera. Oni, također, treba da uspostave interne mehanizme da se osigura ostvarivanje ovih prava.

125. Odbori i direktori u zemljama SEE nisu uvijek potpuno svjesni prava stakeholdera, a neke kompanije možda istinski i ne prepoznaju značaj odnosa sa stakeholderima u izgradnji konkurentnih i održivih preduzeća. Ovo je istina kad se radi o zaposlenima i kreditorima, ali čak i više kad se radi o stakeholderima koji imaju manje direktan ili neposredan učinak na poslovanje.

126. Međutim, one kompanije koje žele da prežive period tranzicije i imaju strategiju razvoja, treba da prepoznaju vezu između politike prema stakeholderima i profitabilnosti. One treba da budu svjesne utjecaja koji aktivna politika prema stakeholderima može

imati na dugoročne strateške ciljeve kompanije i reputaciju, u odnosu na investitore koji pri donošenju svojih investicionih odluka mogu sve više uzimati u obzir pitanja vezana za stakeholdere. Također treba da cijene i potencijalne rizike sudskih postupaka vezanih za pitanja stakeholdera.

127. Kompanije treba prvo da se informiraju, a zatim da prate zakonske promjene u vezi s pravima stakeholdera. Ovo je posebno važno u oblasti zakona o radu, zdravstvenom osiguranju i socijalnoj sigurnosti, hipotekama i stečaju, kao i zakona o zaštiti okoline.

128. Odbori i direktori bi zatim trebali razjasniti obaveze različitih organa kompanije vezane za odnose sa relevantnim stakeholderima. Oni treba da osiguraju uspostavljanje adekvatnih struktura i efikasnih mehanizama da bi se znale obaveze kompanije *vis-à-vis* različitih stakeholdera i da se osigura ispunjavanje tih obaveza. Ti mehanizmi mogli bi obuhvatiti službeno informiranje stakeholdera, naročito radnika, o njihovim posebnim pravima, ovlaštenjima i načinima zaštite.

129. U širem smislu, trebao bi da odbor prepozna svoju odgovornost i vodeću ulogu u definiranju korporativne politike prema stakeholderima. Odbor je, također, odgovoran za nadzor ostvarivanja utvrđene politike prema stakeholderima.

130. U oblastima gdje interesi stakeholdera nisu regulirani, za kompanije bi moglo biti korisno da razviju dobrovoljne politike koje uključuju obaveze preko uobičajenih regulatornih ili konvencionalnih zahtjeva. Način postizanja ravnoteže je pitanje za odbor, čija je dužnost kao predvodnika opstanka i prosperiteta kompanije da zauzme stav kako će se kompanija odnositi prema stakeholderima. Politike, moguće u formi pravilnika, bi trebale posebno obuhvatiti pitanja koja mogu postati predmetom ozbiljne pažnje međunarodnih investitora, kao što su radni odnosi i dokazi o zaštiti okoline, imajući u vidu tekući trend ka provjeri usaglašenosti sa propisima.

131. Da bi razvile sopstvene politike i pravila, kompanije bi trebale tražiti inspiraciju i angažirati se na poštivanju međunarodno usaglašenih instrumenata o društvenoj odgovornosti korporacija. Ovi instrumenti su, prije svega, Tripartitna deklaracija ILO (Međunarodna organizacija rada) o principima za multinacionalna preduzeća i socijalnu politiku, OECD Smjernice za multinacionalna preduzeća, kao i EU Direktiva o informiranju i savjetovanju sa zaposlenim¹¹.

132. Kakvi god da su zakonski zahtjevi, kompanije bi trebale uspostaviti djelotvornu komunikaciju sa zaposlenima i drugim stakeholderima o pitanjima koja ih se direktno tiču.

133. Zakonska prava zaposlenih da učestvuju u upravljanju svojim kompanijama značajno se razlikuju u pojedinim zemljama SEE. Kao i u većini zemalja u tranziciji, ova prava su generalno nestala sa dolaskom reformi. U nekim zemljama zaposleni nemaju pravo da učestvuju u odlučivanju kompanija, dok u nekim drugim radnički savjeti

teoretski i dalje imaju pravo da učestvuju u procesu odlučivanja u nekim određenim okolnostima. Konačno, u mnogim zemljama zaposleni još uvijek imaju pravo da budu informirani i da ih se konsultira o značajnijim odlukama. Ali, u praksi, stvarna moć radničkih savjeta može biti vrlo ograničena, dok se pravo radnika da budu konsultirani ili čak informirani o značajnim odlukama obično ne poštuje.

134. Stalno informiranje zaposlenih o pitanjima koja na njih mogu značajno utjecati u velikoj mjeri bi pomoglo uspostavljanju osjećaja zajedničkog cilja. Štaviše, to bi moglo značajno spriječiti potencijalne sukobe i pomoći njihovom razumnom razrješavanju.

135. Kakva god da su prava izričito utvrđena zakonom, kompanije bi trebale težiti da informiraju radnike i druge stakeholdere u relevantnim situacijama. Međutim, informiranje radnika ne podrazumijeva i sistematsko konsultiranje ili uključivanje njihovih predstavnika u proces odlučivanja. U kontekstu SEE, treba napraviti jasnu razliku između tri nivoa uključivanja (informiranje -konsultiranje - učešće u odlučivanju) da bi se jasno raskinulo sa prošlim iskustvima.

136. Ako posebne procedure za uključivanje radnika nisu zakonom propisane, mogle bi ih donijeti kompanije na dobrovoljnoj osnovi za neke relevantne i potpuno određene odluke. To bi trebalo da budu odluke koje znatno utječu na zaposlene i kojima zaposleni ili njihovi predstavnici mogu najbolje doprinijeti.

137. Kompanije treba da saopćavaju svoje politike prema stakeholderima.

138. Otvorenost sama po sebi nije garancija boljih odnosa sa stakeholderima. Ali, ona predstavlja volju da se radi preglednije i tako pomaže u izgradnji povjerenja. Pokazivanjem posvećenosti zaštiti prava stakeholdera, kompanije bi poboljšale i svoju reputaciju i tako unaprijedile svoj goodwill, odnosno sposobnost da proizvede dodatni višak zahvaljujući pozitivnom mišljenju koje javnost ima o kompaniji i njenim proizvodima.

139. Kompanije treba da saopćavaju investitorima i široj javnosti svoje politike prema stakeholderima, da bi i u budućnosti imale koristi od svog poštovanja prava stakeholdera i svojih dobrovoljnih politika u tom pogledu. Trebale bi, također, pružati vjerodostojne informacije o implementaciji tih politika. Kompanije mogu slijediti razne smjernice nastale u posljednjih nekoliko godina o otvorenosti društvene odgovornosti¹².

140. Kompanije bi mogle dodatno pojačati svoj kredibilitet nezavisnom revizijom svojih izvještaja za stakeholdere. Ta procjena bi se trebala posebno fokusirati na implementaciju i provjeru integriteta sistema izvještavanja. Osim izgrađivanja kredibiliteta, takva procjena bi, također, pružila direktorima i odboru korisne informacije o stvarnom provođenju politika kompanije, kao i moguće preporuke za poboljšanje u tom pogledu.

141. Zaposleni treba da imaju pristup djelotvornim mehanizmima zaštite u slučaju kršenja njihovih prava. Ti mehanizmi bi mogli uključivati posredovanje treće strane i arbitražu.

142. Stakeholderi iz zemalja SEE koji smatraju da su njihova prava prekršena nemaju jednostavan pristup pravnoj zaštiti. Ovo posebno važi za radnike koji teško da mogu koristiti i jedan posebni mehanizam za ostvarivanje svojih prava. Čak i njihova najosnovnija prava mogu biti ugrožena kada izraze svoje zahtjeve. Događalo se da radnici budu otpušteni ili čak fizički zlostavljani kad pokušaju javno razotkriti korporativne malverzacije.

143. Djelotvorni zaštitni mehanizmi treba da budu raspoloživi stakeholderima u slučaju kršenja njihovih prava. Ti zaštitni mehanizmi su obraćanje regulatornim institucijama i sudovima. Kompanije ne bi smjele spriječavati radnike u traženju pravne zaštite. Štaviše, treba pružiti zaštitu radnicima koji djeluju legitimno kao signalizatori i otkrivaju nezakonite radnje kompanije ili njene uprave. Ovo bi mogla biti korisna kontrola korporativnih zloupotreba.

144. S obzirom na probleme svojstvene pravosudnom sistemu većine zemalja SEE, takvi mehanizmi pravne zaštite mogli bi biti skupi i dugotrajni. Shodno tome, kompanije i stakeholderi mogli bi, također, pribjeći posredovanju i arbitraži treće strane radi rješavanja sukoba. Izbjegavajući da odu na sud, kompanije činje manju štetu za svoju reputaciju i goodwill svojih radnika¹³.

145. Sa istim ciljem, kompanije bi mogle izgraditi vjerodostojne interne mehanizme za rješavanje konflikata sa stakeholderima u najranijoj fazi. Naročito bi mogle ustanoviti i zaposlenim predočiti procedure izvještavanja o uvjetima rada, diskriminaciji ili raznim zloupotrebama i nezakonitim radnjama uprave ili drugih zaposlenih. Konačno, trebale bi utvrditi posebne procedure za istraživanje takvih zahtjeva.

146. Trebalo bi pojačati i djelotvorno provoditi procedure stečaja i mehanizme za ostvarivanje osiguranih potraživanja.

147. Povjerioci su ključni stakeholderi, jer kompanijama pružaju neophodna finansijska sredstva. Ovo je naročito slučaj u SEE gdje je nedovoljno razvijeno finansiranje vlasničkim kapitalom. Zakonska odbrana prava povjerilaca ostaje institucionalna slabost u svim zemljama SEE. Zakonski okvir koji reguliše odnose između povjerilaca i kompanija u većini zemalja SEE prošao je kroz duboke i postupne reforme. Čitav niz predloženih izmjena još nije usvojen. Štaviše, razne odredbe o kreditnim ugovorima još nisu dovoljno regulirane. Posljedično, banke su i dalje suviše izložene kreditnim rizicima i još uvijek je teško naplatiti dugove čak i kada su osigurani kolateralima. Zato još u mnogo slučajeva treba razjasniti stvarna prava povjerilaca.

148. Pored toga, privatni pravni lijekovi još nisu isprobani ni urodili konačnim rezultatima¹⁴. Pri naplati svojih potraživanja i spriječavanju neispunjenja od strane

dužnika, povjerioci izbjegavaju primjenu privatnih pravnih lijekova, jer su spori, skupi i neefikasni. Štaviše, oni obično uništavaju odnose sa dužnicima. Povjerioci se općenito oslanjaju na pažljivo postupanje prije davanja kredita, privatno ugovoranje i rad direktno sa svojim dužnicima. Dvojbena je stvar do kojeg bi privatni pravni lijekovi bili sprovodivi kroz sudski sistem. Dužnicima koji ne postupaju u dobroj vjeri sudska praksa u zemljama SEE još pruža mnogo načina da odugovlače ili čak opstruiraju sudske postupke. Na primjer, izvršenje hipoteka i fiducijarnih transfera može biti teško zbog lošeg stanja registracije vlasništva u nekim zemljama SEE.

149. Zakoni o stečaju nedavno su usvojeni u većini zemalja SEE, ali povratne društvene i političke posljedice djelotvornih stečaja odložile su uspostavljanje odgovarajućih procedura. Ti zakoni i procedure često su suviše pristrani u korist dužnika. Mada je u nekoliko posljednjih mjeseci postignut značajan napredak, još uvijek je problematična sprovedba stečajnih postupaka. Stečaj je sporan naročito za velike prezadužene firme koje imaju značajan udio u zaposlenosti, a možda i socijalne infrastrukture u njihovom području.

150. Veliki korak u prelasku na tržišnu ekonomiju je razvijanje vjerodostojnih izlaznih mehanizama u slučaju dokazane prezaduženosti. Ovo je temeljni uvjet djelotvorne raspodjele resursa za njihovo najproduktivnije korištenje. Općenito, zaštita prava povjerilaca je temeljni mehanizam koji omogućava jačanje budžetskih ograničenja. Da bi se ponašali odgovorno, dužnici moraju biti uvjereni da će se morati suočiti sa svojim obavezama. Također, povjerioci treba da budu pravično uvjereni u mogućnost da naplate svoja potraživanja da bi komercijalnim preduzećima pružali dužnički kapital. I pored povećanja mogućnosti banaka da kreditiraju i kreditne sposobnosti privatnog sektora, bez djelotvorne zaštite prava povjerilaca finansiranje zajmovima će ostati na niskom nivou.

151. Kad je dostignuta granica prezaduženosti, povjeriocima treba omogućiti nezavisan pregled dužnikovog poslovanja i perspektiva od strane kvalificiranih stručnjaka. Ti stručnjaci, također, treba da iznađu mogućnosti za restrukturiranje u saradnji sa dužnikom. Ti mehanizmi treba da pruže način preduzimanja korektivnih postupaka da bi se izbjegla likvidacija. Oni treba da prinude direktore potencijalno održivih ali finansijski pogođenih firmi na pregovore o brzom restrukturiranju.

152. U slučaju prezaduženosti, kad restrukturiranje ne uspije, mora se provesti automatska i efikasna likvidacija da bi se povjeriocima omogućilo da na propisani način naplate dio njihovih potraživanja. Postupke stečaja treba dosljedno provoditi da bi se promicala njihova predvidivost i tako stvarala vjerodostojna preventiva. U tom cilju, specijalizirani sudovi treba da raspolazu povećanim sredstvima da bi se na ekspeditivan i pravičan način bavili stečajem. Obuka sudova u ovoj oblasti, također, bi trebalo da bude prioritet donatora.

153. Mehanizmi stečaja ne bi smjeli biti zloupotrijebljeni da olakšaju nedopuštene prijenose kontrole. Različiti sumnjivi planovi uključuju tajni dogovor značajnih dioničara, vanjskih menadžera i ponekad čak i kreditora, da se izazove proglašavanje

stečaja firmi koje nisu bile stvarno prezadužene. Da bi se to izbjeglo, razlozi stečaja moraju biti utvrđeni na odgovarajući način. Oni ne bi trebalo da budu utvrđeni suviše rano ili suviše nisko tako da forsiraju likvidaciju potencijalno održivih firmi. Naročito bi stečajni sudovi morali biti oprezni u tom smislu. Cilj bi trebalo biti da se kompanijama omogući prostor za disanje u kojem će se tražiti spasavanje kao održiva opcija, napraviti paket mjera za spasavanje i povećati šanse opstanka posla, a ne samo korist onih koji su pokrenuli stečaj na račun drugih dioničara ili povjerilaca.

Poglavlje 3

PREGLEDNOST I OTVORENOST

154. Preglednost i otvorenost su centralni stub djelotvornih praksi korporativnog upravljanja i funkcioniranja tržišta kapitala. Bez pristupa redovnim, pravovremenim, pouzdanim i uporedivim informacijama, investitori ne bi bili u mogućnosti procijeniti izgled kompanije i na temelju informacija donositi odluke o ulaganjima i o glasanju, što bi rezultiralo višom cijenom kapitala i lošijom raspodjelom resursa. Otvorenost i preglednost predstavljaju sastavni element tržišno utemeljenog nadzora kompanija, omogućavajući dioničarima i široj javnosti da procijene učinke uprave i tako utječu na njeno ponašanje. Pored toga, efikasni sistemi informiranja daju menadžerima kvantitativne instrumente koji im omogućavaju djelotvornije rukovođenje. Konačno, preglednost i otvorenost daju priliku javnosti da razumije strukturu, djelatnosti i politike kompanije, kao i procjenu njenih učinaka prema standardima okruženja i etike.

155. Iako preglednost i otvorenost spadaju među najslabije tačke korporativnog upravljanja u zemljama SEE, zakonski zahtjevi otvorenosti su općenito vrlo visoki, jer zakoni o kompanijama, propisi o vrijednosnim papirima i uvjeti kotiranja zahtijevaju od kompanija da regulatorima vrijednosnih papira podnose godišnje, polugodišnje, ponekad čak i kvartalne finansijske izvještaje¹⁵. U većini slučajeva ti finansijski izvještaji moraju biti revidirani. Međutim, u većini zemalja SEE, oni se zasnivaju na nacionalnim računovodstvenim standardima, koji mogu predstavljati probleme u nekim ključnim područjima. Ipak, većina zemalja je u procesu usvajanja međunarodnih računovodstvenih i revizijskih standarda¹⁶. Većina berzi ili regulatora vrijednosnih papira nedavno je uvela oštrije i detaljnije propise koji se odnose na sadržaj, oblik, vrijeme i, ponekad, mjesto objavljivanja godišnjih izvještaja. Neke berze, također, su oformile posebne tržišne segmente za kompanije koje na dobrovoljnoj osnovi prihvataju ispunjavanje viših standarda otvorenosti. Međutim, zahtjevi otvorenosti ne ispunjavaju se ujednačeno i pouzdanost objelodanjenih informacija još ostaje centralno pitanje. U nekim zemljama se ne zadovoljavaju čak ni najosnovniji zahtjevi otvorenosti kao što je publikovanje godišnjih izvještaja, a objavljeni prihodi mogu biti obmanjujući. Zbog toga, investitori i šira javnost trenutno nemaju povjerenja u informacije koje prezentiraju neke kompanije u regionu.

156. Poboljšanje preglednosti i otvorenosti u zemljama SEE iziskuje da zahtjevi otvorenosti prema dostignućima struke budu praćeni dubinskom transformacijom stava svih relevantnih učesnika prema samoj ideji preglednosti. Taj stav dijelom proizilazi iz nasljeđa socijalističkog sistema u kojem je računovodstvo služilo prvenstveno u statističke i poreske svrhe, a informacije su bile glavni instrumenti moći u procesu centralnog planiranja. Zato su menadžeri postali stručnjaci za manipulaciju računima kompanije *vis-à-vis* centralne administracije. Ovo raspoloženje još uvijek predstavlja prepreku većoj korporativnoj preglednosti, jer kompanije ostaju nevoljne da budu preglednije sve dotle dok informacije mogu biti korištene na način koji se smatra

proizvoljnim. U tom smislu, treba podsjetiti da privatna preglednost ide podruku sa javnom preglednošću i da administrativni i zakonski pritisci nisu dovoljni da bi osigurali zadovoljavajući nivo otvorenosti. Korporacije treba da budu uvjerene da je otvorenost više prednost nego opterećenje. U tom pogledu, nedostatak artikuliranih zahtjeva postojećih ili potencijalnih dioničara ostaje osnovni razlog zašto kompanije nisu zainteresirane za objavljivanje obaveznih ili opsežnijih informacija. Bez aktivnih primarnih i sekundarnih tržišta, postoji vrlo malo poticaja da se informacije učine dostupnim.

157. Usvajanje potpunih Međunarodnih finansijskih standarda (IFRS) treba da bude provedeno i u cijelosti primijenjeno za kotirane kompanije. Posebna pažnja treba da bude posvećena zahtjevima u pogledu konsolidacije i pravilima o povezanim stranama.

158. U većini zemalja SEE, godišnji izvještaji se trenutno pripremaju po nacionalnim računovodstvenim standardima, koji čak i kad se smatraju konzistentnim sa IFRS u stvarnosti od njih znatno odstupaju u specifičnim pitanjima. Ovo je naročito slučaj kod obračuna inflacije, skrivenih obaveza, vrednovanja imovine i izvještavanja o transakcijama povezanih strana. Neadekvatna amortizacija i izostanak rezervi, naročito dozvoljenost sumnjivih potraživanja, mogu iskrivljavati sliku, a vrednovanje zaliha često dovodi do skrivenih gubitaka. Postoji i jak pritisak da se izbjegnu pravila umanjivanja imovine, jer bi to moglo dovesti do značajnog pada vrijednosti aktive nekih velikih sadašnjih ili bivših državnih preduzeća. U međuvremenu, često izostaje potpuno pripisivanje svih obaveza i objelodanjivanje potencijalnih obaveza, posebno kad se radi o poreznim pitanjima, ali i stvarima vezanim za zaštitu okoline. Posljednje, ali ne i najmanje važno, jeste da tradicionalno nije zahtijevana u većini nacionalnih računovodstvenih standarda i to čini veliku i ključnu razliku između IFRS i prevladavajućih nacionalnih standarda.

159. Većina zemalja SEE u međuvremenu je usvojila ili je u procesu usvajanja IFRS za velika preduzeća. Pridruživanje EU je glavna pokretačka snaga ovog procesa, ali usklađivanje sa direktivama EU u pogledu računovodstvenih praksi još uvijek je u samom začetku. Posebno je značajno da se ovaj proces ubrza i da sve zemlje SEE preduzmu odgovarajuće korake za usvajanje i primjenu potpunih IFRS barem za kotirane kompanije¹⁷. Nadležni organi treba da razrade planove po fazama za prelazak na IFRS. Postepen, ali dosljedan pristup spriječio bi odugovlačenje procesa u ranoj fazi ili kad se od mnoštva kompanija bude zahtijevalo da primjenjuju IFRS¹⁸. Da bi se administrativno opterećenje kompanija svelo na minimum, ovi planovi bi trebali sadržavati jasne smjernice i procedure za prelazak sa nacionalnih na međunarodne standarde. Te procedure treba da budu naročito precizne za najproblematičnija područja, na primjer, kako odrediti oporezivu dobit, a trebalo bi da bude pružena obimna dokumentacija kao i obuka o procjenjivanju aktive, amortizaciji i konsolidaciji¹⁹.

160. Posebno je važno posvetiti pažnju konsolidaciji. Postoji široko rašireno oklijevanje da se adekvatno konsolidiraju pridružene kompanije ili kompanije-kćerke,

iako je dostupnost konsolidiranih finansijskih izvještaja ključna za razumijevanje poslovanja, finansijske situacije i vrijednosti kompanije za dioničare. Za takvu konsolidaciju kompanije bi trebalo da koriste kriterije, smjernice i posebne procedure koje utvrđuju IFRS. Organi nadzora i sprovedbe treba pažljivo da provjere da su uključene kompanije prikazale propisno konsolidirane račune i razvile sopstvenu sposobnost temeljite kontrole konsolidiranih računa.

161. Informacije o značajnom vlasništvu i kontrolnoj strukturi kotiranih kompanija i kompanija u širokom vlasništvu treba da budu dostupne svim dioničarima i raspoložive javnosti.

162. Pregledna vlasnička i kontrolna struktura neophodna je da bi potencijalni vanjski dioničari procijenili obim do kojeg bi mogli utjecati na proces odlučivanja. Štaviše, poznavanje vlasničke i kontrolne strukture ključno je u borbi protiv zloupotreba, a posebno transakcija povezanih strana i trgovanja insajdera, i time za zaštitu integriteta tržišta. Ova dva tipa transakcija predstavljaju najčešće i najveće zloupotrebe prava manjinskih ulagača u zemljama SEE, kao i u drugim zemljama u tranziciji. Kako te transakcije često uključuju holding strukture kontrolirane od strane uprave, kao i kontrolnih ili značajnih dioničara, na njih se može ukazati tek ako vlasničke i kontrolne strukture postanu potpuno pregledne.

163. U većini zemalja SEE, čak i kada je registracija dionica efikasna, dioničari nemaju lak pristup informacijama o vlasničkoj i kontrolnoj strukturi kompanije u koju su uložili. To je tako dijelom zbog obimnih administrativnih procedura i pretjeranih cijena koje naplaćuju registri, centralni depozitari ili lokalni sudovi kad su oni nadležni za registre vlasništva. To proističe, također, iz nedostatka otvorenosti od strane velikih dioničara. Čak i kada zakon ili propisi zahtijevaju objelodanjivanje, berze i regulatori vrijednosnih papira nisu uvijek u stanju da prate i primjenjuju te zahtjeve otvorenosti. Konačno, kompanije često nemaju jasno definiranu politiku prikupljanja pouzdanih informacija o svojoj vlasničkoj i kontrolnoj strukturi i širenju takvih informacija za javnost.

164. Dioničari bi trebali imati uz razumne troškove pristup informacijama o vlasništvu koje postoje kod registra ili centralnog depozitara. Odgovornost za distribuciju tih informacija i za odgovore na zahtjeve dioničara treba da bude jasno razgraničena između registara, berzi, regulatora vrijednosnih papira i samih kompanija. Sve zakonske i regulatorne odredbe vezane za objelodanjivanje vlasništva trebalo bi da obuhvataju i slučaj povezanih dioničara koji djeluju u saglasnosti, kao i stvarno vlasništvo iznad određene granice. Vlasništvo članova uprave i odbora, također, bi trebalo eksplicitno objaviti u godišnjim izvještajima kotiranih ili drugačije reguliranih kompanija. Registri treba da aktivnije sarađuju s kompanijama pružajući im potpune i tačne podatke o njihovoj vlasničkoj strukturi.

165. Dioničari treba da poštuju relevantne zakone i da budu odgovorni za objelodanjivanje regulatoru svog stvarnog vlasništva vrijednosnih papira s pravom glasa

kad god je premašen određeni prag. Prateći jasno definirane procedure, oni bi trebali da obavještavaju kompanije, berze, regulatora vrijednosnih papira i širu javnost o promjenama u njihovom vlasničkom učešću. Regulator vrijednosnih papira treba da osigura da zakonski i regulatorni okvir jasno određuje te granice, kao i obaveze dioničara i registara u tom pogledu, uključujući određene rokove za objelodanjivanje.

166. Obaveze depozitara ili drugih finansijskih institucija u pogledu informacija o krajnjim vlasnicima treba da budu određene i primijenjene. Treba učiniti napore na poboljšanju saradnje između registara i uključenih finansijskih institucija da bi se identificirali značajni stvarni vlasnici i da bi se informirale kompanije, berze i regulatori vrijednosnih papira, kao i šira javnost. To istraživanje identiteta značajnih stvarnih vlasnika može povlačiti znatne troškove i probleme, ali je, ipak, neophodno da bi imao smisla bilo koji propis o transakcijama povezanih strana.

167. Same kompanije su u najboljoj poziciji da istraže svoju vlasničku strukturu. One bi trebalo da se aktivno informiraju o svojoj vlasničkoj strukturi, saradjujući sa registrima i velikim dioničarima. U dobroj su poziciji i da potvrde i osiguraju da su tačne informacije koje vlasnici prezentiraju nadležnim organima. Također su u dobroj poziciji da ocijene koji dioničari mogu biti povezani ili djelovati zajednički. Kompanije treba da imaju jasne politike u pogledu otvorenosti informacija o vlasničkoj strukturi i da saradjuju sa berzama i regulatorima vrijednosnih papira da bi te informacije učinile lako dostupnim dioničarima. One treba da objavljuju informacije o vlasništvu u okviru obaveznih periodičnih izvještaja.

168. Regulatori vrijednosnih papira i berze treba da aktivno nadziru i sprovode zakonske i regulatorne odredbe vezane za otvorenost vlasništva. Oni treba da aktivno provjeravaju da kotirane kompanije pružaju pouzdane, tačne i pravovremene informacije o svojoj vlasničkoj strukturi. Zakonom bi trebalo predvidjeti odgovarajuće administrativne i krivične sankcije za velike dioničare koji ne objelodanjuju svoje vlasničke udjele, za finansijske institucije koje ne saradjuju u identifikaciji stvarnih vlasnika i za kompanije koje ne pružaju tačne informacije. Trebalo bi da regulatori vjerodostojno sprovode te sankcije i da se omogući i privatna građansko-pravna sprovedba.

169. Potrebno je znatno poboljšati tekuće objelodanjivanje značajnih događaja.

170. Od ključnog je značaja da kompanije redovno i na pravičan način objelodanjuju sve bitne informacije, tj. informacije o bilo kojem novom razvoju ili događaju vezanom za njihovo poslovanje koji mogu imati značajan utjecaj na određivanje cijena njihovih dionica ili na drugi način biti značajne za odluku investitora. Zakašnjelo ili vremenski manipulirano objelodanjivanje ima znatno umanjenu vrijednost i jednako je nedostajućim ili pogrešnim informacijama. Povlašten pristup velikih dioničara bitnim informacijama stvara povoljne uvjete za tržišne manipulacije i trgovanje insajdera, te posljedično šteti integritetu finansijskih tržišta i povjerenju šire javnosti u vrijednosne papire.

171. Informacije koje se daju dioničarima o značajnim korporativnim događajima često su nezadovoljavajuće, čak iako većina zakona o kompanijama zahtijeva da kompanije objave svaku "bitnu informaciju" koja bi mogla utjecati na odluke investitora. Regulatorni organi odnedavno su postali zahtjevniji u tom smislu i počeli su kažnjavati kompanije koje ne poštuju obaveze. Međutim, još uvijek su česte zloupotrebe.

172. Vlasti i regulatorni organi zemalja SEE treba da pojačaju i dopune zakonski i regulatorni okvir koji se odnosi na tekuću otvorenost informacija²⁰. Takvi propisi treba da budu dovoljno široki u pogledu vrsta događaja koji iziskuju obavezno objelodanjivanje. Oni bi mogli odrediti popis događaja koji u svakom slučaju moraju biti objelodanjeni, ali taj popis ne treba da bude konačan. On bi morao obuhvatiti trgovanje dionicama kompanije od strane korporativnih insajdera ili same kompanije. Objelodanjivanje može biti obavezno čak i kad postoje neke nejasnoće oko izvjesnih karakteristika događaja. U takvom slučaju, sve nejasnoće treba potpuno izložiti. Međutim, propisi treba da budu precizni u pogledu procedura za objelodanjivanje događaja, određujući način saopćavanja koji se može ili mora koristiti i precizne rokove za određene događaje²¹. To bi moglo pružiti jasne smjernice kompanijama u zemljama SEE i nadležnim organima olakšati nadzor i sprovedbu.

173. Kompanije se ne smiju ušančiti iza koncepta vlasništva na informacijama s ciljem da zadrže važne informacije od dioničara i šire javnosti. Propisi o redovnom objelodanjivanju mogli bi za neke posebno bitne informacije ustanoviti izuzeće od obaveze objelodanjivanja, pod uslovom da kompanija dokaže regulatoru kako bi otkrivanje te informacije bilo štetno po njene legitimne interese. Regulatori bi se u ovom pogledu mogli pozvati na evropsku praksu, koja odobrava izostavljanje informacije koja je manjeg značaja ili bi njeno otkrivanje ozbiljnije naškodilo kompaniji, a njeno izostavljanje ne bi dovodilo javnost u zabludu²². Posebnu pažnju u ovom slučaju trebalo bi posvetiti da se izbjegne povlašćena distribucija informacija i kompanije bi se morale suzdržati od trgovanja ukoliko informacija nije javno predočena.

174. Kompanije treba da uvedu i primjenjuju procedure²³ koje podstiču djelotvorno tekuće objelodanjivanje informacija. One treba da osiguraju da su informacije prezentirane berzama, regulatorima vrijednosnih papira i javnosti potpune, jasne, sažete i da ne navode na pogrešne zaključke.

175. Berze treba da imaju aktivnu politiku u pogledu tekućeg objelodanjivanja. Prvo, treba da uvedu efikasne procedure za široko i brzo širenje informacija o bitnim događajima koje dostave kompanije. Ovo treba učiniti korištenjem različitih sredstava koja omogućuju najobuhvatnije širenje, uključujući dnevne biltene, web stranice, prostor za trgovanje, isporučioce podataka i štampu. Te procedure treba da zaštite povjerljivost sve do objelodanjivanja. Drugo, trebalo bi da berze redovno komuniciraju sa kompanijama u vezi s njihovim obavezama objelodanjivanja. Treće, berze bi trebale pojačati nadzor i javno predočavati neizvršavanje obaveze izvještavanja.

176. Kompanije treba da objelodanjuju sve relevantne informacije koje su bitne za informirano razumijevanje i procjenu poslovanja, djelatnosti i stanja kompanije.

177. Za kompanije koje žele privući vanjski vlasnički kapital ili istaći se kao pregledni učesnici tržišta značajno je da na osnovi dobrovoljnosti tržištu ponude i dodatne nefinansijske informacije. To bi znatno doprinijelo poboljšanju njihovog imidža u pogledu korporativnog upravljanja i također povećalo njihovu tržišnu vrijednost.

178. Nekoliko kompanija iz SEE usvojile su aktivnu politiku u pogledu javne otvorenosti. Većina njih još uvijek nastoje da sprovedu obavezne zahtjeve finansijske otvorenosti, ili ih poštuju formalno, ali istinski ne zadovoljavaju očekivanja investitora kad se radi o preglednosti. Ovo proističe ponovo iz sveukupnog nedostatka preglednosti kako korporativnih tako i javnih poslova.

179. Stoga, trebalo bi da kompanije izgrade sopstvene politike objelodanjivanja nefinansijskih informacija. Čineći to, one ne treba da uzimaju u obzir samo obavezne zahtjeve uspostavljene zakonima, uvjetima za kotaciju ili drugim propisima. One mogu konsultirati IOSCO smjernice za otvorenost nefinansijskih informacija da bi izgradile sopstvene politike u tom pogledu. Postupajući u dobroj vjeri, odbor kompanije treba da odluči koje informacije su bitne²⁴ za vanjskog investitora da bi mogao pravilno procijeniti poslovanje, aktivnosti i očekivane rezultate kompanije u doglednoj budućnosti²⁵. Pitanje šta je dovoljno bitno da bi se trebalo objaviti treba prepustiti samim članovima odbora. Oni će ponajbolje procijeniti konkretne odnose prema dioničarima i stakeholderima s kojima se suočavaju, i u najboljoj su poziciji da naprave neophodnu prosudbu o potrebi da se objavi dodatni materijal i u kojem obliku. Uz sve to, oni će snositi odgovornost pred sudom ukoliko se njihova procjena pokaže nepravilnom.

180. Kompanije također treba da osiguraju pravovremeno i tačno objelodanjivanje svih bitnih informacija koje se odnose na: a) sveukupne ciljeve kompanije i ciljeve za naredni period; b) kandidaturu članova uprave odbora, njihove biografije, internu raspodjelu dužnosti između članova odbora, razloge za ostavku kad do nje dođe; c) politiku naknada za članove uprave i odbora i njenu primjenu; d) informacije o revizorima; e) izvještavanje po segmentima; f) bitne faktore rizika; g) politiku korporativnog upravljanja; h) značajna pitanja vezana za zaposlene i stakeholdere i) transakcije povezanih strana.

181. Potrebno je razjasniti pripadajuće odgovornosti različitih organa kompanije i vanjskih revizora u vezi sa objelodanjivanjem informacija.

182. Odgovornost različitih organa kompanije za objelodanjivanje informacija treba biti uspostavljena odgovarajućim zakonom ili regulatornim propisima. Uprava i odbor imaju primarnu odgovornost za uspostavljanje efikasnih internih sistema za prikupljanje, obradu i objelodanjivanje relevantnih informacija dioničarima, stakeholderima, regulatorima i tržištu općenito. Oni treba da razrade i konkretne procedure kojim se

osigurava redovna, blagovremena i pravična distribucija informacija svim dioničarima i široj javnosti.

183. Uprava treba da se aktivno uključi u proces prikupljanja, sačinjavanja i provjere internih informacija radi pripreme finansijskih izvještaja. Ona ima stalnu dužnost da osigura da svaki organ kompanije, svako odjeljenje i pojedinac ispunjavaju svoje obaveze u pogledu otvorenosti informacija. Odgovornost uprave također je da provjerava djelotvornost objelodanjivanja informacija i kvalitet tih informacija. Ona se smatra odgovornom za sve bitne propuste i pogrešne navode.

184. Odbor je odgovoran za pouzdanost informacija koje kompanija objelodanjuje. On prvo mora osigurati da se uspostave djelotvorni sistemi i procedure informiranja i da postoji odgovarajuća interna kontrola u cjelokupnom procesu objavljivanja. Zatim, odbor treba da uspostavi interne strukture i osigura da one svim organima kompanije, odjeljenjima i pojedincima daju dovoljno poticaja i sredstava da ispunjavaju njihove obaveze u pogledu otvorenosti. Da bi iskazao ovu odgovornost, odbor treba da dobije godišnju procjenu sistema interne kontrole i politike informiranja kompanije. Konačno, odbor je odgovoran osigurati da se saopćavanje informacija javnosti obavlja na ispravan način²⁶.

185. Da bi efikasnije obavljao svoj zadatak, odbor bi trebao razmotriti formiranje odbora za reviziju koji će se fokusirati na pitanja otvorenosti informacija. Odbor za reviziju treba da nadgleda finansijsku situaciju kompanije i njen računovodstveni sistem i da pomaže odboru da djelotvorno ispunjava sve njegove odgovornosti u pogledu otvorenosti. Odbor za reviziju treba da sačinjavaju većinom nezavisni članovi odbora. Tradicionalne nezavisne nadzorne organe predviđene zakonom u nekim zemljama (kao što su cenzori u Rumuniji) ne treba smatrati zamjenom za odbor za reviziju. Ovaj drugi organ sačinjavaju članovi odbora koji imaju neposredne odnose sa drugim članovima odbora i upravom, i kao takav ima i bolji pristup informacijama i resursima odbora.

186. Odbor za reviziju odgovoran je također za praćenje odnosa sa vanjskim revizorima. Ovaj odnos treba biti podvrgnut detaljnoj kontroli i preciznim smjernicama, naročito u pogledu nezavisnosti revizora. Odbor kompanije ili njegov odbor za reviziju treba da ima pravo predložiti imenovanje i otpuštanje vanjskih revizora, čije imenovanje svakako treba da odobre dioničari. Potrebno je zatim nadzirati i pregledati i sam proces revizije. Odbor za reviziju ima obavezu temeljito propitati revizore, a za komunikaciju među njima će biti višestruko korisno isključivanje uprave. Konačno, cijeli odbor treba da odobri proces revizije i da svako odstupanje od računovodstvenih standarda objelodani u godišnjem izvještaju.

187. Vanjski revizori treba da osiguraju da svi finansijski izvještaji i druge finansijske informacije nepristrasno prikazuju poslovanje i finansijsku situaciju kompanije, u skladu sa računovodstvenim i revizijskim standardima predviđenim relevantnim zakonima i propisima. Vanjski revizori svoje obaveze treba da obavljaju potpuno nezavisno od uprave ili kontrolnih dioničara kompanije. Oni treba da objelodane svoj bilo koji drugi

odnos sa kompanijom i njoj pridruženim kompanijama i da sačine pisanu izjavu u kojoj će navesti da njihova nezavisnost nije ničim kompromitovana.

188. Odbori i uprava su odgovorni za nadgledanje otvorenosti informacija. To bi uključivalo dostavljanje dioničarima pisma predstavljanja uz godišnje finansijske izvještaje. U tom pismu treba navesti da finansijski izvještaj nepristrasno predstavlja finansijske informacije kompanije i da prema njihovom saznanju kompanija u potpunosti primjenjuje sva pravila i propise. Odbori i/ili uprava treba također da pruže kraći komentar i analizu koji objašnjavaju osnovne karakteristike finansijskog izvještaja.

189. Zakonom treba predvidjeti i sprovesti odgovornost za bitne propuste i pogrešne navode u informacijama. Članovi odbora moraju biti zakonom obavezani da pruže svaku informaciju koju zatraži revizor. Za članove odbora koji nemarno i svjesno pružaju pogrešne ili neistinite informacije treba smatrati da čine krivično djelo i da podliježu krivičnim sankcijama. Slično tome, revizori koji učine bitne propuste i pogrešne navode treba da budu krivično odgovorni u skladu s odgovarajućim zakonima. Uz to, odgovornost revizora za nedostatak otvorenosti informacija također treba da povlači administrativne sankcije i građanskopravnu odgovornost. Revizori treba da budu izloženi tužbama za profesionalni nemar zbog finansijskog gubitka uzrokovanog računovodstvenim greškama. Pojedine zemlje SEE mogu također željeti da razmotre da li i kršenje dužnosti članova odbora kompanije da pomognu vanjskom revizoru treba povlačiti građanskopravnu odgovornost.

190. Regulatori vrijednosnih papira i berze treba da pojačaju svoj nadzor postupanja kompanija u skladu sa zahtjevima otvorenosti. Regulatori vrijednosnih papira treba da imaju sposobnost da ove zahtjeve propisuju i sprovede.

191. Značajan nedostatak objelodanjivanja od strane kompanija osnovnih finansijskih informacija, kao i bitnih nefinansijskih informacija predstavlja glavnu prepreku razvoju finansijskih tržišta u SEE. Odgovarajući stupanj otvorenosti neophodan je da bi se investitorima, tj. dioničarima, kao i vlasnicima ADR/GDR (*American Depository Receipts/Global Depository Receipts: finansijski instrumenti koji omogućavaju investitorima da kupuju dionice stranih kompanija bez zamjene valuta ili trgovanja na stranim berzama - op. prev.*) pružili podaci koji im omogućavaju postupanje na temelju pune informiranosti i djelotvornije ostvarivanje njihovih prava. To je također neophodan instrument da se uprava i kontrolni dioničari spriječe u prisvajanju imovine kompanije. Značajno poboljšanje takve otvorenosti trebalo bi biti primarni cilj regulatora vrijednosnih papira. Bez aktivnog nadgledanja i djelotvorne sprovedbe kompanije će biti u iskušenju da te zahtjeve ne poštuju.

192. Otvorenost je možda oblast koja pokazuje najveći nesklad između postojećih propisa i primjene u zemljama SEE. Kako je spomenuto u uvodu, zahtjevi otvorenosti općenito su visoki, ali se ne poštuju jednako. Kad kompanije objavljuju informacije ili ih podnose regulatornim organima, kvalitet, pouzdanost i dostupnost tih informacija često su prilično loši.

193. Berze treba da imaju važnu ulogu u nadziranju informacija koje daju kotirane kompanije. One su prvi nivo kontrole i mogu svakodnevno pratiti otvorenost kotiranih kompanija. Stoga berze mogu reagirati veoma brzo i informirati regulatore vrijednosnih papira kao i tržište u slučaju da kompanija ne ispunjava svoje obaveze u pogledu otvorenosti informacija. Osim toga, berze na raspolaganju imaju čitav niz sankcija koje mogu spriječiti neke kompanije da krše zahtjeve otvorenosti. Mjere koje poduzimaju berze mogu uključivati i dodatne zahtjeve objavljivanja informacija, obustavu trgovanja, upozorenja i obavještenja o prekršajima u redovnim biltenima, privremeno ili trajno isključivanje iz kotacije, kao i obavještanje regulatora vrijednosnih papira. Regulatori vrijednosnih papira, svakako, treba da provode nadzor berzi u pogledu ispunjavanja njihovih obaveza.

194. Regulatori vrijednosnih papira su ključni nadzornici otvorenosti informacija. Oni treba da postanu aktivniji i strožiji u pogledu objelodanjivanja informacija od strane kompanija. Prvo, treba da preispitaju zakonski i regulatorni okvir vezan za otvorenost i da ga dopune gdje je potrebno. Oni treba da imaju ovlasti da propišu još strožije ili specifičnije zahtjeve otvorenosti kad to smatraju potrebnim. Pri tome, regulatori vrijednosnih papira treba da postave pravilnu ravnotežu između detaljnih propisa i administrativnog opterećenja kompanija ili pojedinaca, imajući u vidu finansijske i ljudske resurse potrebne za primjenu ovih pravila. Drugo, regulatori vrijednosnih papira bi trebali značajno pojačati nadzor objavljivanja informacija kotiranih kompanija, kao i kompanija u širokom vlasništvu. Zato bi trebalo da stalno provjeravaju da li kompanije blagovremeno objavljuju tražene dokumente. Trebalo bi također da redovnije ispituju kvalitet tih dokumenata. Konačno, trebalo bi da pojačaju sprovedbu i počnu djelotvorno sankcionirati kompanije koje to ne poštuju. Neke značajne, djelotvorno sprovedene i široko publikovane sankcije mogle bi dati pozitivan signal da zahtjevi otvorenosti nisu samo formalni i da su regulatori vrijednosnih papira postali djelotvorni stražari.

195. Da bi mogli ispunjavati obaveze vezane za objavljivanje informacija, regulatori vrijednosnih papira moraju imati potrebne finansijske i ljudske potencijale. Također, treba da budu nezavisni u provođenju svojih zadataka i da imaju dovoljno administrativne moći za nadzor, ispitivanje i kažnjavanje nepoštivanja propisa (vidjeti preporuke 293 do 298 Poglavlja 5 o ostvarivanju i sprovedbi).

196. Pristup dioničara informacijama treba poboljšati, korištenjem efikasnih i modernih načina komunikacije od strane kompanija i organa vlasti.

197. Kanal kojim se informacije objelodanjuju ključan je za osiguravanje stvarne učinkovitosti propisa o otvorenosti. Objavljivanje informacija od strane kompanija nije od koristi investitorima ako oni nemaju efektivan (tj. lak, jeftin i blagovremen) pristup tim informacijama. Da bi se osigurala pravična otvorenost i time ravnopravan tretman dioničara, svi dioničari treba da imaju istovremen pristup istoj informaciji. Moderna sredstva komunikacije u ovom smislu predstavljaju učinkovite instrumente za ostvarivanje ciljeva i zahtjeva otvorenosti.

198. Kompanije iz zemalja SEE možda adekvatno ispunjavaju zakonske i regulatorne zahtjeve i daju informacije berzama i regulatorima vrijednosnih papira, ali u mnogim slučajevima pristup dioničara informacijama i dalje ostaje *de facto* ograničen i skup. Ovo je naročito slučaj za vanjske dioničare, a vrijedi čak i za unutarnje manjinske dioničare kao što su zaposleni. Kompanije obično ne omogućavaju svojim dioničarima direktan pristup informacijama putem modernih sredstava komunikacije kao što je internet. Ponekad dioničari mogu pribaviti na svoj trošak kopije finansijskih izvještaja, kao i izvještaje odbora i/ili kontrolora, ali ih visoka cijena sprječava da to čine. Konačno, za finansijske izvještaje koji se usvajaju na skupštinama dioničara obično se zahtijeva da budu evidentirani u lokalnim registrima kompanija. Ipak, sve kompanije ne ispunjavaju ovu obavezu, ili to čine prekasno, a registri kompanija nisu lako dostupni dioničarima. Situacija se odnedavno popravila, pošto sada neki regulatori vrijednosnih papira pružaju javnosti elektronski pristup informacijama o kompaniji.

199. Slijedeći primjer nekih regulatora vrijednosnih papira u regiji SEE, odgovarajuće rješenje moglo bi biti kreiranje jedinstvenog elektronskog pristupnog portala koji učesnicima tržišta pruža pristup službeno objavljenim informacijama. Kroz ovaj kanal trebalo bi učiniti dostupnim sve informacije za koje se po zakonu ili regulatornim propisima zahtijeva da budu objelodanjene berzi ili regulatoru vrijednosnih papira. Ove informacije treba da obuhvataju i podatke poslovnog registra, relevantne oglase u štampi, kao i bazu podataka o vlasništvu i glasačkim pravima. Dioničari treba da imaju slobodan pristup ovim informacijama, povrh uobičajenih informacionih kanala koje koriste. On-line sistem i siguran sistem pretraživanja mogu također pružiti selektivan pristup neobjavljenim informacijama pohranjenim u poslovnim registrima.

200. Kompanije i svi regulatorni organi koji primaju informacije u skladu s relevantnim propisom trebalo bi da nastoje učiniti ove informacije direktno dostupnim dioničarima i široj javnosti na blagovremen i pravičan način. Uobičajena sredstva komunikacije koja kompanija koristi treba da budu jasno određena u saglasnosti sa dioničarima. Osim toga, uvjeti kotacije treba da obavezuju kompanije da na svoju web stranicu stavljaju i ažuriraju sve javne informacije koje moraju podnijeti berzama ili regulatorima vrijednosnih papira. Konačno, kompanije mogu koristiti elektronsku poštu da šalju obavezne dokumente²⁷ ili da ih stave na svoju web stranicu i obavijest o dostupnosti šalju dioničarima koji prihvataju takav postupak i u tom cilju daju svoje elektronske adrese. Kompanije mogu sistematski stavljati na svoju web stranicu u zaštićenom obliku informacije relevantne za potpuno identificirane dioničarima ili stakeholdere koji zahtijevaju te informacije.

201. Treba pojačati regulaciju funkcije računovodstva i revizije.

202. Zbog regulatornih i institucionalnih nedostataka, regulacija računovodstvene i revizijske profesije u zemljama SEE često je daleko od djelotvorne. Ona je obično u nadležnosti ponekad slabih profesionalnih organizacija koje često nisu nezavisne i koje rijetko imaju ovlaštenja za nametanje sankcija. Štaviše, i ako postoje, kazne su obično

vrlo niske. Do sada u većini zemalja SEE nije bilo značajnih slučajeva vezanih za odgovornost revizora. Često se osporava kvalitet i nezavisnost vanjskih revizija.

203. Zemlje SEE ne treba da se oslanjaju jedino ili čak prevladavajuće na samoreguliranje da bi osigurale integritet procesa revizije. Računovodstvena i revizorska profesija treba da budu predmet nezavisnog nadzora²⁸. Prvo, pošto obavezni izvještaji revizora povećavaju kredibilitet objavljenih finansijskih informacija i njihovu vrijednost za investitore i druge stakeholdere, ugovor o reviziji treba smatrati ne samo privatnim ugovorom nego i javnim dobrom. Drugo, samoregulacija je pokazala svoja ograničenja i prouzrokovala fatalne slabosti i u mnogo sofisticiranijim tržišnim ekonomijama, gdje bi mehanizmi reputacije vjerovatno mogli biti relativno efikasni u discipliniranju revizora.

204. Regulaciju računovodstvene i revizorske profesije treba bitno ojačati. U tom cilju, nadležnim regulatornim organima treba pružiti odgovarajuće finansijske i ljudske resurse za provođenje njihove ključno važne misije. Međunarodna iskustva pokazuju kako neki pojedinačni revizorski promašaji mogu ugroziti sveukupno povjerenje u javno objavljene informacije i time u integritet finansijskih tržišta općenito. Treba uzeti u obzir tekuće reforme propisa o reviziji u zemljama OECD-a pošto su obično usmjerene ka istom cilju, naime, pojačavanju nadzora nad revizijskom profesijom²⁹. Tehnička pomoć također bi mogla pružiti međunarodnu ekspertizu u području regulacije revizije i računovodstva.

205. Glavne su funkcije regulatornih organa za računovodstvo i reviziju da aktivno prate i kontroliraju kvalitet procesa revizije. Oni treba prvo da osiguraju da revizori imaju odgovarajuće kvalifikacije i stručne sposobnosti. Zatim, treba da izgrade snažne strukture poticaja da se osigura pravilno postupanje računovođa i revizora. U tom cilju, oni treba da imaju administrativne ovlasti da određuju pravila i zahtijevaju njihovu primjenu. Svoje aktivnosti potom oni treba da fokusiraju na provođenje redovne inspekcije u svim revizijskim firmama koje rade u kotiranim i velikim kompanijama. Potrebno im je dodijeliti dovoljno ovlaštenja za istraživanje i kažnjavanje da bi spriječili značajne zloupotrebe i prekršaje. Ova ovlaštenja za kažnjavanje trebalo bi da uključuju pravo izricanja odgovarajućih novčanih kazni za pojedince i firme, kao i zabrane obavljanja poslova računovodstva ili revizije. Konačno, treba im također omogućiti obraćanje sudskom sistemu radi rješavanja krivičnih slučajeva.

206. Pravosudni sistem treba da zadrži ovlaštenje za zakonsko gonjenje revizora. Oni treba da podliježu odgovarajućim građansko-pravnim i krivičnim sankcijama za profesionalni nemar ili zloupotrebe. Međutim, revizori treba da budu zaštićeni u slučaju da su pogrešno navedeni od strane uprave ili članova odbora. Konačno, strane oštećene nemarnom, prijevarnom ili lažnom revizijom treba da imaju djelotvorna sredstva zaštite i mogućnost primjene privatnih građansko-pravnih lijekova³⁰.

207. Treba znatno ojačati kvalitet i snagu profesionalnih organizacija računovođa i revizora.

208. Jake profesionalne organizacije ključne su u poboljšanju sveukupnog kvaliteta računovodstva i revizije kroz podizanje kvalifikacija, stručnih standarda i etičkih pravila njihovih članova. One treba da imaju dovoljne resurse da bi odgovarajuće obavljale svoje zadatke i osigurale svoju nezavisnost. Stoga one treba da dobiju podršku od vlada zemalja SEE kad je to neophodno. Međunarodna pomoć u obliku finansijske podrške i ekspertize također bi trebala biti pružena u ovoj veoma kritičnoj fazi računovodstvene reforme. Ove profesionalne organizacije, međutim, treba da razrade planove kako da postepeno postanu samoodržive.

209. Profesionalne organizacije računovođa i revizora treba da budu osnažene i da steknu više nezavisnosti od velikih revizijskih firmi ili javne uprave. Ovo jačanje trebalo bi im omogućiti da provode razuman nadzor računovodstvene i revizorske struke i da značajnije doprinesu neophodnom unapređivanju kvalifikacija i znanja računovođa i revizora u zemljama SEE. To bi umnogome doprinijelo poboljšanju kvaliteta i vjerodostojnosti finansijskih informacija koje pružaju kompanije.

210. Profesionalne organizacije računovođa i revizora mogle bi učestvovati i pružati informacije u procesu uspostavljanja odgovarajućih kriterija kvalifikacija svojih članova. One bi mogle imati vodeću ulogu u obuci i doprinijeti odgovarajućoj provjeri i certifikaciji računovođa i revizora.

211. Profesionalne organizacije također treba da razviju svoje nadzorne funkcije i da aktivno učestvuju u postepenom poboljšavanju primjene profesionalnih standarda od strane računovođa i revizora. One treba da razvijaju i zagovaraju pravila ponašanja za njihove članove³¹. Konačno, one treba da nadziru poštivanje tih standarda od strane svojih članova i da kažnjavaju one koji ne ispunjavaju svoje obaveze na odgovarajući način.

212. Nezavisnost revizora treba osnažiti odgovarajućim regulatornim odredbama i djelotvornim nadzorom.

213. Ključno je osnažiti nezavisnost revizora³² da bi se osigurali kvalitet i pouzdanost finansijskih izvještaja. Povjerenje javnosti u objavljene informacije može se postići samo ako postoje garancije da mišljenje revizora nije ugroženo njegovim vlastitim interesima, samoocjenjivanjem, zagovaranjem, bliskoću ili zastrašivanjem.

214. Kompanije iz zemalja SEE nisu uvijek obavezne imati nezavisnu reviziju njihovih finansijskih izvještaja. Kad se nezavisna revizija zahtijeva, nezavisnost se često uopćeno definira zakonima o reviziji, navodeći samo povezanost kapitalom između revizijske firme i kompanije koja je predmet revizije. Čak i kad se po zakonu zahtijeva vanjska revizija od strane ovlaštenih javnih računovođa, nezavisnost je često daleko od toga da postoji u praksi.

215. Vlasti zemalja SEE treba da osiguraju da se uspostave odgovarajući zakonski i regulatorni zahtjevi u pogledu nezavisnosti revizora. Prvo, nezavisna revizija finansijskih

izvještaja treba da bude obavezna za sve kotirane kompanije ili kompanije u širokom vlasništvu u svim zemljama SEE. Drugo, pošto je to već učinjeno u nekim zemljama SEE, zakon ili regulacija treba da odredi i kriterije za takvu nezavisnost, tj. vrste finansijskih, poslovnih, radnih ili osobnih odnosa koje revizor ne smije imati sa kompanijom koja je predmet revizije³³. Iako ove odredbe treba da budu prilagođene konkretnim lokalnim kontekstima, korisne smjernice mogu pružiti nedavno objavljene preporuke EU o nezavisnosti revizora, kao i IOSCO Principi nezavisnosti revizora³⁴.

216. Regulatorni organ treba da izgradi i stavi u funkciju odgovarajuće zaštitne mjere koje će spriječiti nedostatak objektivnosti ili integriteta revizora u obavljanju njihovih dužnosti³⁵. Te mjere zaštite nezavisnosti mogu uključiti obaveznu zamjenu firmi ili osoblja koje vrši reviziju, strogo odvajanje revizijskih od drugih savjetodavnih usluga, kao i objelodanjivanje nerevizorskih poslova i ograničenja zapošljavanja revizora kod njihovih bivših klijenata. Što je najznačajnije, firmama za vanjsku reviziju treba zabraniti obavljanje poslova interne revizije. Svaka naknada koju revizijskoj firmi plati kompanija u kojoj se vrši revizija mora biti javno objelodanjena. Svaki sukob interesa mora biti objelodanjen, a svaku transakciju koja uključuje sukob interesa kod revizora mora odobriti odbor za reviziju.

217. Regulatorni organ treba da fokusira svoje djelovanje na nadgledanje nezavisnosti revizijskih firmi i njihovo poštivanje odgovarajućih zaštitnih mjera. U tom cilju, potrebno je redovno procjenjivati odnose između revizijskih firmi i uprave ili odbora velikih kompanija koje su predmet revizije.

218. Treba uložiti napor na razvoju obuke računovođa i revizora, kao i nadležnih zvaničnika iz regulatornih organa i vlade. Ovo treba biti prioritet i za međunarodnu tehničku pomoć.

219. Bez potpuno osposobljenih i adekvatno nagrađenih računovođa, revizora i finansijskih specijalista u okviru vlade i nadležnih regulatornih tijela, male su šanse da se poboljša sveukupan kvalitet i pouzdanost otvorenosti informacija. Kompanije neće biti u stanju poboljšati kvalitet finansijskih izvještaja niti imati resurse neophodne za prelazak na nove računovodstvene standarde. Neće biti dovoljno vanjskih revizora za odgovarajuću provjeru finansijskih izvještaja kompanija. Konačno, vladini ili regulatorni organi odgovorni za nadgledanje i sprovedbu otvorenosti informacija neće biti u stanju da obavljaju njihov glavni zadatak.

220. Nedovoljan broj potpuno osposobljenih ovlaštenih javnih računovođa glavna je prepreka poboljšanju računovodstvenih i revizijskih praksi u većini zemalja SEE³⁶. Samim time je za veliki broj kompanija onemogućeno da reviziju obave kvalificirani revizori. Tek je počelo provođenje programa obuke, ali ograničenost sredstava onemogućava da oni ostvare takav ogroman zadatak. Ove napore na provođenju obuke još potrebnijim čini neophodni prelazak na međunarodne standarde finansijskog izvještavanja.

221. Stoga obuka računovođa i revizora treba da čini prioritetno područje za tehničku pomoć u regionu. Profesionalna udruženja treba da imaju vodeću ulogu u pripremi programa obuke i kvalifikacije za računovođe i revizore. Mogli bi se napraviti i regionalni programi obuke i kvalifikacije, pošto bi to omogućilo uštedu sredstava i olakšalo pristup međunarodnoj ekspertizi³⁷. Konačno, preispitivanje univerzitetskih programa univerziteta također bi pomoglo u stvaranju odgovarajućeg broja kvalificiranih stručnjaka u srednjoročnom periodu.

222. Treba ojačati i podržati ulogu medija u širenju informacija o kompaniji i promociji globalne preglednosti u poslovnim praksama.

223. Mediji imaju bitnu ulogu u promicanju otvorenosti i preglednosti. Oni mogu predstavljati ključni izvor informacija za regulatore vrijednosnih papira i moćan su način da se tržištu i općoj javnosti prenose informacije o značajnim događajima vezanim za kompaniju. Štaviše, oni također mogu služiti u spriječavanju tržišnih prevara i objelodanjivanju privatnih osobnih interesa u donošenju odluka kompanije. Međutim, dosadašnji učinci medija u zemljama SEE su pomiješani i kontroverzni. Iako su možda imali značajnu ulogu u iznošenju u javnost velikih skandala i rasprava, oni su također bili kritizirani da nisu dovoljno obrazovani u poslovnim pitanjima, kao i da su lako potpadali pod utjecaj zainteresiranih strana.

224. Važno je da kompanije i regulatorni organi još sistematičnije sarađuju sa medijima da bi oni šire prenosili informacije o kompanijama i promovirali preglednost u poslovnim praksama općenito. Redovna saradnja će poboljšati razumijevanje i svijest novinara o pitanjima o kojima se radi i time unaprijediti kvalitet i tačnost njihovih članaka. Nadalje, dobro obrazovana i nezavisna štampa može odigrati aktivnu i pozitivnu ulogu u praćenju ponašanja kompanija, otkrivanju ili čak istraživanju zloupotreba i pronevjera. Mediji treba da shvate svoju odgovornost u povećanju preglednosti i težiti da poboljšaju pouzdanost i nezavisnost informacija koje pružaju javnosti. Novinari treba da objelodane svoj interes ili naznače sukob interesa u slučaju da sačine ili razglase informacije o konkretnim vrijednosnim papirima, ili savjetuju kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira. Konačno, i oni treba da budu sankcionirani ako rašire lažne ili pogrešne informacije³⁸.

225. Obuka izabranih i specijaliziranih novinara o pitanjima korporativnog upravljanja općenito, a naročito revizije i računovodstva, bila bi veoma korisna investicija. Berze i regulatori vrijednosnih papira mogli bi tome doprinijeti tako da pozivaju predstavnike kompanija na sastanke s novinarima posvećene uvjetima kotacije i naročito pitanjima otvorenosti informacija. Ovo bi mogla biti oblast gdje međunarodna tehnička pomoć može imati trenutne i pozitivne rezultate.

Poglavlje 4

ODGOVORNOSTI ODBORA

226. Efikasni odbori imaju ključni utjecaj na uspjeh korporacije. Odbor je u samom centru sistema korporativnog upravljanja kompanije, pošto je on istovremeno veza između dioničara, stakeholdera i uprave i između kompanije i vanjskog svijeta. Osnovni zadatak odbora je da osigura prosperitet kompanije. On stoga postavlja ciljeve i zadatke kompanije davanjem strateške orijentacije i imenovanjem i nadgledanjem uprave osigurava da se ti ciljevi postignu. Konačno, odbor treba da nadzire otvorenost informacija i prati rizik, jer je on odgovoran prema kompaniji i dioničarima i ima dužnost da razmatra pitanja stakeholdera.

227. Uspostavljanje efikasnih odbora predstavlja samu srž reforme korporativnog upravljanja. Naime, u socijalističkim ekonomijama nadležni ministri ili radnički savjeti bavili su se strateškom orijentacijom i nadgledanjem uprave. Ove dvije funkcije sada treba da obavljaju odbori. U zemljama SEE, odbori predstavljaju i bitan instrument nadzora uprave u okruženju u kojem su menadžeri stekli značajnu moć nad kompanijama i stalno su optuživani za izvlašćivanje korporativne imovine. Odbori treba da imaju ključnu ulogu u praćenju sukoba interesa, koji je postao najveća i najraširenija zloupotreba u periodu tranzicije. Zato je ključna uloga odbora kao mehanizma za zaštitu prava manjinskih investitora. Konačno, kao najodgovorniji za otvorenost informacija, odbori opredmećuju i stavljaju u praksu novu odgovornost preduzeća prema njihovim dioničarima. Osiguravajući da preduzeće pruža tržištu i široj javnosti relevantne informacije o poslovanju i rezultatima kompanije, odbori doprinose razvoju preglednosti tržišta i time njegovoj efikasnosti.

228. Različiti modeli strukture odbora zastupljeni su u regionu SEE, ponekad i u jednoj istoj zemlji, odražavajući raznovrsnost historijskog i pravnog nasljeđa, kao i izbora učinjenih tokom perioda tranzicije. Strukture odbora su u razvoju i često su varijacije uobičajenih jednoslojnih ili dvoslojnih modela. Preporuke koje slijede trebalo bi primijeniti i prilagoditi u svjetlu određenih struktura odbora koje prevladavaju u ovim zemljama.

229. U zemljama SEE nisu jednako izgrađene zakonske i regulatorne odredbe o odborima. U nekim zemljama nema mnogo o odborima u zakonu o kompanijama niti regulatornim propisima i uvjetima kotacije, osim zahtjeva da kompanije koje premašuju određenu veličinu moraju imati odbor, određenja strukture odbora i načina izbora odbora. Nekoliko zemalja imaju zakone ili regulacije koje detaljnije određuju strukturu odbora, sastav ili funkcioniranje, ili zakonske zahtjeve u pogledu postojanja nezavisnih članova odbora ili njegovih specijaliziranih odbora. Neki propisi postoje ali nisu obavezujući, ostavljajući da se neke značajne karakteristike odbora odrede statutom ili pravilnicima kompanije. Nadalje, odredbe o odborima nisu baš razrađene u dobrovoljnim kodeksima najbolje prakse.

230. U praksi, odbori još uvijek nemaju centralnu i stratešku ulogu, pošto njihove funkcije nisu jasno razdvojene od uloge uprave. Moguće je da oni obavljaju samo proceduralne zadatke ili da budu samo predstavnici većinskih dioničara. Najčešće im nedostaje nezavisnost od velikih ili kontrolnih dioničara i od uprave. Postojanje istinski nezavisnih članova odbora još uvijek je izuzetak. Odbori su općenito slabi u pogledu ovlaštenja, resursa i stvarne odgovornosti.

231. Osposobljavanje odbora u zemljama SEE za ispunjavanje njihovih bitnih funkcija iziskuje kao prvo razvijanje općeg razumijevanja njihovih funkcija i dužnosti u poslovnoj zajednici i kod samih članova odbora. To će zahtijevati i poboljšavanje njihove strukture povećanjem njihove nezavisnosti i razvojem efikasnih oblika za obavljanje najvažnijih funkcija. U međuvremenu, odborima treba pružiti neophodna sredstva za obavljanje funkcija, tj. djelotvoran pristup informacijama, opsežnu obuku, kao i odgovarajuću naknadu. Konačno, od članova odbora treba zahtijevati da posvete dovoljno vremena svojim funkcijama, dok bi odbor kolektivno trebao utvrditi i provoditi pregledne i relevantne procedure za profesionalizaciju i poboljšanje obavljanja tih funkcija.

232. Regulatornim odredbama i pravilnicima treba odrediti da su odbori dužni postupati u najboljem interesu kompanije i sve dioničare tretirati na pravičan i nepristrasan način.

233. Odbori velikog broja kompanija u širokom vlasništvu u zemljama SEE bivali su zarobljeni pojedinačnim interesima, što otvara ozbiljna pitanja o njihovoj lojalnosti kompanijama. Zbog općenito koncentrirane vlasničke strukture i bliskih veza sa glavnim vlasnicima ili, suprotno tome, preširoke distribucije dionica, članovi odbora mogu, u stvari, predstavljati određene dioničare ili čak biti direktno plaćeni od tih dioničara.

234. Temeljno je da članovi odbora shvate da njihova pojedinačna i kolektivna lojalnost treba biti prema kompaniji i svim dioničarima zajedno. Oni ne treba da predstavljaju određene dioničare u okviru odbora. Bez obzira na to ko ih je kandidirao, izabrao ili utjecao na njihov izbor, članovi odbora imaju dužnost da zastupaju interese svih dioničara zajedno i da postupaju s marljivošću i pažnjom.

235. Zakonom o kompanijama ili drugim relevantnim regulatornim aktima treba biti jasno određeno da odbori imaju obavezu lojalnosti samoj kompaniji i svim njenim dioničarima. Na čisto pravnim osnovama to može biti formulirano na različite načine, ali uvijek treba naznačiti kome je usmjerena lojalnost članova odbora. Ako to nije izričito navedeno u zakonu, kompanije treba da to učine u svojim pravilnicima.

236. Jedna od glavnih dužnosti odbora je da se pridržava osnivačkog akta ili statuta kompanije i da ne čini ništa što je izvan djelokruga kompanije utvrđenog statutom i što prelazi granice ovlaštenja samog odbora. U principu, trebalo bi svako djelovanje kompanije izvan tih granica okvira biti nevažeće, a da članovi odbora budu za to

odgovorni. Kompanije u zemljama SEE treba ohrabriti da traže obeštećenje od članova odbora koji su prekoračili svoja individualna ovlaštenja.

237. Poslovna zajednica općenito, na primjer kroz komore direktora, skupa sa regulatornim tijelima i pravosudnim vlastima, može doprinijeti jačanju svijesti članova odbora o njihovim dužnostima. To se može postići izgradnjom baze podataka o izvornim slučajevima koji ilustruju značenje ove obaveze lojalnosti, ili o bitnim aspektima obaveze revnosti i pažnje. Pošto je ovo u nekim zemljama već urađeno, mogao bi se također pripremiti "Priručnik za direktore" i podijeliti postojećim kao i novoimenovanim članovima odbora (vidjeti preporuke 277 do 282). Ti priručnici treba da podsjetu na osnovne zakonske odredbe o dužnostima članova odbora, uključujući sankcije za kršenje dužnosti. Oni bi također trebali razmatrati i pravilno postupanje koje članovi odbora treba da usvoje u konkretnim i tipičnim situacijama³⁹.

238. Dodatno uz zakonske zahtjeve, trebalo bi da glavne funkcije i odgovornost odbora kompanije razjasne u svojim statutima. Odbori treba također da uspostave procedure koje dokumentiraju i reguliraju ispunjavanje tih dužnosti.

239. Stvarno funkcioniranje i djelotvorna uloga odbora umnogome zavise od kvaliteta pojedinih članova, kao i glavnog menadžera (*CEO - Chief Executive Officer - op. prev.*). U mnogim slučajevima uloga i funkcije odbora ne shvataju se i ne primjenjuju u zemljama SEE. Ne postoji uvijek jasno razlikovanje između uloge odbora i uloge uprave i neki odbori obavljaju prvenstveno proceduralne funkcije ili predstavničke zadatke. Zakon obično ostaje prilično uopćen kad se radi o funkcijama odbora. Slično tome, nije detaljnije regulirano funkcioniranje odbora u pogledu procedura razmatranja i odlučivanja, ili otvorenosti informacija o članovima odbora i njihovim aktivnostima. To ostavlja dosta prostora za fleksibilnost u praksi.

240. Prvo, ulogu odbora treba jasno razdvojiti od uloge uprave⁴⁰. Važno je da nema konfuzije ili nejasnoća vezanih za njihove pripadajuće odgovornosti, kakva god da su prethodna iskustva članova odbora ili njihove druge funkcije u okviru same kompanije ili njoj pridruženih kompanija. Odbor odlučuje o strategiji kompanije, dok uprava odlučuje o provođenju te strategije i pri tome je pod nadzorom odbora. Da bi se olakšalo ovo razjašnjenje, bilo bi korisno da odbor sačini dokument koji definira njegova ovlaštenja, ako to nije učinjeno zakonom ili statutom kompanije.

241. Ključne funkcije odbora su da osigura strateško vođenje kompanije, imenovanje i djelotvoran nadzor uprave i odgovornost prema dioničarima. Te tri funkcije odnose se i na vođenje i na kontrolu. One se mogu različito strukturirati i podijeliti, u zavisnosti od strukture odbora. Sposobnost izvršavanja ovih zadataka olakšana je ako odbor ima dobro dokumentiran plan rada ili osnovni dokument koji definira njegove osnovne funkcije i opisuje koje procedure treba primijeniti u obavljanju tih funkcija. Taj dokument bi trebalo periodično preispitati. Osnovne elemente ovih procedura odbora trebalo bi predložiti i dioničarima.

242. Osiguravanje strateškog vođenja kompanije podrazumijeva osmišljavanje vizije i usmjerenja, čime se određuju dugoročni i kratkoročni ciljevi kompanije. To zahtijeva konkretno razrađivanje i usaglašavanje strategije kompanije sa upravom. U tom smislu, treba smatrati da je za upravljački tim odbor bitan resurs, koji mu pruža široko znanje i iskustvo.

243. Nadgledanje uprave podrazumijeva zapošljavanje i otpuštanje viših rukovodilaca i, najvažnije, glavnog menadžera. O imenovanju članova uprave treba odlučivati temeljem vrijednosti i kriteriji za odabir moraju biti poznati dioničarima. Naknade glavnog menadžera i drugih viših rukovodilaca također treba da budu objelodanjene na odgovarajući način. Dioničari treba da budu obaviješteni o principima plaćanja odbora i viših rukovodilaca, a ako šeme vezane za rezultate mogu imati učinak razrjeđenja njihovih udjela, mora se tražiti da dioničari daju svoju saglasnost. Da bi obavljao ove zadatke, odbor treba da stalno preispituje rezultate uprave, primjenjujući konkretno određene procedure.

244. Posebna dužnost odbora je da prati i rješava sukob interesa, i da uspostavi relevantne procedure, naročito u pogledu transakcija povezanih strana. Te procedure treba da uključuju posebne i jasne zahtjeve otvorenosti, kao i pravila odlučivanja. Nezavisni članovi odbora, s obzirom na njihove svojstvene karakteristike, imaju važnu ulogu u ovom procesu (vidjeti preporuke 94 do 99 i 106 Poglavlja 1, Prava i pravičan tretman dioničara).

245. Konačno, odbor je odgovoran za izvještavanje dioničara i osiguravanje poštivanja zakona. Odbor biraju dioničari i on je odgovoran dioničarima i kompaniji kao takvoj. Da bi ispunio obavezu izvještavanja, odbor se mora pobrinuti za integritet i djelotvornost sistema računovodstva i finansijskog izvještavanja. Ovo iziskuje provjeravanje funkcioniranja sistema interne kontrole i nadgledanje sistema otvorenosti i saopćavanja. Funkcija upravljanja i nadzora rizika postaje sve važnija i zahtijeva finansijsku pismenost, kao i osobni integritet. Još jednom, doprinos neizvršnih, nezavisnih članova odbora ključan je u obavljanju ovih funkcija izvještavanja i upravljanja rizikom. Da bi što adekvatnije ispunio ovu obavezu, odbor može potražiti i vanjski stručni savjet (vidjeti preporuku 270).

246. Kolektivne, kao i osobne odgovornosti članova odbora treba da budu razjašnjene. Sankcije treba da odvrćaju od neizvršavanja obaveza i da se dosljedno sprovede.

247. Tačan sadržaj i opseg odgovornosti članova odbora nije uvijek preciziran u relevantnim pravnim dokumentima svih zemalja SEE. U nekim zemljama, zakoni o kompanijama predviđaju sankcije koje su neodgovarajuće i blage, tako da izgledaju čisto simbolične. Druge zemlje su mnogo strožije, predviđajući oštre krivične sankcije. Ali, kakvi god da su nivo i karakteristike sankcija predviđenih zakonskim okvirom, one nikad nisu bile sprovedene i još uvijek gotovo ne postoje pravni slučajevi koji se odnose na odgovornosti članova odbora.

248. Kolektivnu i pojedinačnu odgovornost članova odbora trebalo bi jasno definirati zakonom o kompanijama ili drugim relevantnim regulatornim aktima. Zakonodavci treba da odluče o najpogodnijim opcijama i da kreiraju odgovarajuće skale sankcija, koje treba da obuhvataju građansko-pravne, upravne, kao i krivične sankcije, gdje šta odgovara⁴¹.

249. Na izvršne i neizvršne članova odbora treba da se primjenjuju iste zakonske dužnosti i odgovornosti, u okviru njihovog svojstva članova odbora. Jednaka odgovornost bi izložila neizvršne članove odbora pritisku da se informiraju i postupaju marljivo. Međutim, pošto njihov pristup informacijama nije uporediv, a nivo njihove uključenosti može se razlikovati, na sudu mogu biti dosuđeni različiti stupnji odgovornosti, ako bi odbor bio tužen.

250. Da bi članovi odbora ozbiljno shvatili svoje obaveze, kazne treba da budu dovoljno visoke. Međutim, potrebu za strožijim pravilima treba odmjeriti na način koji neće neopravdano zastrašivati sposobne kandidate. Jasni iskazi o dužnostima i odgovornostima odbora u zakonu, statutu kompanije ili procedurama odbora također bi mogle pomoći u podizanju svijesti. Osim toga, u konkretne pravne sisteme treba uvesti pojam poslovne prosudbe ili tome odgovarajuću odredbu da bi se članovi odbora zaštitili od odgovornosti za pogrešne poslovne odluke⁴².

251. Sankcije treba dosljedno sprovesti da bi se spriječili prekršaji. Stroga i dosljedna sprovedba sankcija može pomoći u povećanju svijesti članova odbora o njihovoj stvarnoj odgovornosti. Davanje do znanja da članovi odbora mogu biti osobno odgovorni vjerovatno će biti naročito djelotvorno u ovom smislu. U jačanju svijesti može pomoći i poboljšanje obuke članova odbora i jasno definiranje njihovih obaveza predviđenih zakonima i regulatornim propisima.

252. Od kompanija treba zahtijevati da imaju dovoljan broj nezavisnih članova odbora. Uvjet nezavisnosti treba da bude jasno definiran.

253. U zemljama SEE obično ne postoji zakonski zahtjev za neizvršne ili nezavisne članove odbora, i još uvijek je vrlo malo istinski nezavisnih članova u odborima kompanija. Što se tiče neizvršnih članova odbora, oni obično predstavljaju osobe povezane s kompanijom, kontrolne dioničare ili političke stranke. Time sastav odbora obično odražava koncentriranu vlasničku strukturu kompanija, pri čemu predstavnici kontrolnih dioničara *de facto* dominiraju odborom. Manjinski dioničari rijetko su u prilici da utječu na kandidiranje i izbor članova odbora. Konačno, država može biti prejakom zastupljena u odborima, a mnogi neizvršni članovi odbora mogu biti samo politički imenovani predstavnici, koji se redovno izmjenjuju nakon parlamentarnih izbora. Međutim, nedavne regulatorne izmjene u nekim zemljama SEE sada zahtijevaju minimalni broj nezavisnih članova odbora, pri čemu neke daju i preciznu definiciju nezavisnosti. Postoji također i općenitiji trend povećanja broja nezavisnih članova odbora, kao i većeg razdvajanja funkcije predsjedavajućeg odbora od dužnosti izvršnog člana odbora.

254. Bitno je razumjeti duh nezavisnosti. On iziskuje sposobnost da se vrši objektivno prosuđivanje korporativnih poslova, kao i nepodređenost bilo kojem pojedinačnom interesu, naročito interesu uprave, kontrolnih dioničara ili političkih stranaka. Biti nezavisan više je stvar pojedinačnog karaktera i osobnog stava, koji se ne mogu lako propisati zakonom. Shodno tome, uz opće sposobnosti i iskustva koji se zahtijevaju za sve članove odbora, integritet i snaga karaktera su osobni kvaliteti i stavovi koje ponajviše treba tražiti za nezavisne članove. Neke kriterije koji mogu olakšati tako nezavisan misaoni sklop moguće je, ipak, pojasniti u zakonu ili propisima. Ti kriteriji⁴³ treba da obuhvate situacije koje spriječavaju ili zamagljuju nezavisnost, na primjer, kad je neko sadašnji ili bivši izvršni menadžer kompanije ili njoj pridruženih kompanija, “roditeljskih”, partnerskih ili vezanih kompanija, ili bliski rođak člana uprave ili predstavnika kontrolnih dioničara, ili ima ugovor sa kompanijom ili njenom grupacijom kao davalac usluga, dobavljač ili klijent, ili, konačno, kad se radi o politički imenovanoj osobi. Na isti način, članove odbora ne treba spriječavati ni direktno ni indirektno da ispituju stavove izvršnih članova odbora, postavljajući konkretna pitanja i osporavajući odluke odbora sve dotle dok imaju bilo kakvu sumnju u relevantnost, istinitost ili adekvatnost transakcije, vrednovanja ili bilo koje objelodanjene informacije.

255. Nezavisni članovi odbora imaju iste opće zakonske dužnosti prema kompaniji kao i drugi članovi odbora, ali imaju posebnu i značajnu ulogu u omogućavanju odboru da obavlja neke od svojih ključnih funkcija. Prvo, svojim pogledom izvana nezavisni članovi odbora mogu pomoći u izgradnji strategije kompanije, unoseći svježije ideje i nesputano prosuđivanje. Drugo, postojanje značajnijeg broja nezavisnih članova odbora ključno je za nadzor uprave. To je možda i više slučaj u kontekstu SEE gdje su menadžeri često povezani sa kontrolnim dioničarima i/ili političkim strankama. Stoga nezavisni članovi odbora imaju posebnu ulogu u praćenju rezultata uprave i odlučivanju ili predlaganju šema naknada. Oni će imati i primarnu ulogu u nadgledanju i rješavanju sukoba interesa, omogućavajući odboru da kolektivno ispuni svoju obavezu lojalnosti prema svim dioničarima, a ne samo kontrolnim. Konačno, nezavisni članovi odbora će imati značajnu ulogu i u sastavu nekih specijalizovanih odbora, kao što se spominje u preporukama 258 - 264 koje slijede.

256. Da bi odbori pravilno obavljali svoje glavne dužnosti, zakoni o kompanijama, regulatorne odredbe ili dobrovoljni kodeksi treba da podstaknu angažman dovoljnog broja nezavisnih članova odbora. Koncept nezavisnosti u naprijed opisanom značenju također treba definirati što je moguće jasnije u nacionalnoj regulativi. Kako ove zakonske izmjene zahtijevati duže vrijeme, trebalo bi da berze ohrabre kompanije da na dobrovoljnoj osnovi povećaju broj nezavisnih članova odbora. Tačan odnos može zavisi od nacionalnih okolnosti kao i od raspoloživosti pogodnih kandidata.

257. Dodatno, trebalo bi da zakonodavstva daju kompanijama mogućnost da dobrovoljno usvoje kumulativno glasanje za izbor članova odbora. Uvjeti kotacije također bi mogli podsticati kumulativno glasanje. Ono stvara mogućnost da se bolje čuje glas manjinskih dioničara u postupku kandidiranja i izbora članova odbora. Nedavne

zakonske izmjene u nekim zemljama SEE već omogućavaju ili čak zahtijevaju kumulativno glasanje. Međutim, kumulativno glasanje ne smije biti zloupotrijebljeno za usvajanje predstavničkog koncepta odbora. Članovi odbora izabrani kumulativnim glasanjem ne smiju se smatrati predstavnicima manjinskih dioničara. Oni treba da predstavljaju sve dioničare, kao i drugi članovi odbora.

258. Da bi se odboru u cjelini pomoglo u obavljanju nekih od njegovih najbitnijih i kritičnih funkcija, velikim kompanijama moglo bi dobro poslužiti osnivanje specijaliziranih odbora u okviru strukture odbora.

259. Većina odbora kompanija iz zemalja SEE nema specijalizirane odbore. Takvi odbori u većini slučajeva nisu obavezni po zakonu, drugim regulatornim aktima ili uvjetima kotacije. Funkcije koje obično obavljaju specijalizirani odbori upravo su one koje su slabo razvijene u praksi odbora u SEE. Štaviše, tipično malobrojni odbori sami po sebi su ograničenje za formiranje specijaliziranih odbora. Konačno, odbori trenutno imaju slab pristup vanjskim stručnjacima, što sprječava njihov značajniji doprinos razvijanju strategije kompanije ili djelotvornom nadzoru uprave.

260. Glavna prednost postojanja specijaliziranih odbora je da se jasno istakne značaj određenih funkcija odbora. Ovo je posebno relevantno u kontekstu zemalja SEE, gdje oni mogu naglasiti značaj osnovnih funkcija odbora koje su sve do sada bile nerazvijene. Druga prednost je jasno strukturiranje dužnosti odbora, uključujući sukob interesa, i identifikacija članova odbora koji imaju sposobnosti i iskustvo za njihovo provođenje. Konačno, to također pomaže članovima ovih odbora da posvete dovoljno vremena provođenju tih funkcija. Da bi im se pomoglo da se fokusiraju na te posebne zadatke, mogli bi dobiti posebnu naknadu kao članovi specijaliziranih odbora. Tako postojanje specijaliziranih odbora osigurava adekvatnije ispunjavanje osnovnih funkcija odbora, čak iako odbor u cjelini i dalje zadržava punu odgovornost pred zakonom.

261. Uspostavljanje specijaliziranih odbora u okviru odbora kompanija treba podsticati ili regulatornim aktima ili pravilima berze. Ti specijalizirani odbori treba da se posebno posvete ključnim odgovornostima odbora, uključujući sukob interesa, naročito reviziju i naknade. Kad kompanije osnuju specijalizirane odbore, važno je da se njihovi zadaci, procedure i sastav jasno definiraju i dokumentiraju.

262. Specijalizirane odbore treba da sačinjavaju većinom neizvršni članovi odbora i, ako je moguće, nezavisni članovi odbora. Ovo je neophodan uvjet za njihovo dosljedno funkcioniranje, jer im je dato u zadatak naročito da nadgledaju sukob interesa.

263. S obzirom na složenost otvorenosti informacija u kontekstu tranzicije i loših rezultata mnogih kompanija iz zemalja SEE u tom pogledu, posebnu pažnju treba posvetiti odboru za reviziju⁴⁴. On treba da uključuje neizvršne i nezavisne članove odbora sa najrelevantnijim znanjima i iskustvima iz oblasti finansija i revizije. Uloge odbora za reviziju su da provjerava proces finansijskog izvještavanja, sistem interne kontrole i da se poveže sa unutarnjim i vanjskim revizorima kompanije. Nivo do kojeg "cenzori" ili

“finansijski revizori” mogu imati ulogu odbora za reviziju u nekim zemljama SEE treba razmotriti u svjetlu ranijih rezultata, sposobnosti njegovih članova, njihove nezavisnosti i autoriteta. Postojanje takvih specijalnih organa najvjerojatnije neće zaustaviti formiranje odbora za reviziju unutar odbora kompanije, jer ovi prvi nemaju ni iste funkcije ni odgovornosti odbora za reviziju.

264. Odbor za naknade treba biti zadužen da razradi okvir i politiku vezanu za naknade glavnog menadžera i drugih članova uprave. On treba biti odgovoran i za određivanje naknade izvršnim članovima odbora u njihovoj ulozi članova odbora. Odbor za naknade treba da bude izričito odgovoran za predlaganje ciljeva i mjerila koji se koriste za naknade po osnovu učinaka, kao i ukupni paket naknada za svakog izvršnog člana odbora, uključujući i sve vrste poticajnih isplata. Odbor treba imenovati i nadzirati konsultante za naknade.

265. Svi članovi odbora treba da imaju izričita i široka ovlaštenja za pristup informacijama koje su neophodne za obavljanje njihovih funkcija.

266. Biti član odbora, a naročito neizvršni član, predstavlja sve složeniju i zahtjevniju ulogu. Teškoća pribavljanja pouzdanih, dovoljnih i pravovremenih informacija o poslovanju i situaciji u kompaniji glavna je prepreka koja spriječava odbore u SEE da adekvatno i nezavisno obavljaju svoje funkcije. Nivo kvaliteta materijala koji se prezentiraju članovima odbora često je uskraćen za ono što bi trebalo biti normalno dostupno. Neizvršni i naročito nezavisni članovi odbora često imaju ograničenu mogućnost da od izvršnih članova odbora traže posebne informacije, kao i da provjere njihovu istinitost. Ograničen im je i pristup nezavisnim informacijama.

267. Kvalitet informacija predloženih članovima odbora ključan je za izvršavanje njihovog mandata na profesionalan način. Odbori moraju prije sastanka imati pristup svim informacijama neophodnim za procjenu i odlučivanje o svim pitanjima vezanim za kompaniju. Oni treba da se oslone na upravu i izvršne članove odbora da im predoče relevantne i tačne informacije na propisan i pravovremen način.

268. Predsjedavajući odbora i glavni menadžer odgovorni su da neizvršni članovi odbora dobiju prave informacije. Oni treba da redovno procjenjuju i odlučuju koje vrste informacija su neophodne ili relevantne neizvršnim članovima odbora za efikasnije ispunjavanje njihovog zadatka. Unatoč tome, neizvršni članovi odbora također bi morali biti aktivni u zahtijevanju informacija koje smatraju neophodnim da bi dosljedno kontrolirali kompaniju i njenu upravu. Oni treba da traže dopunske informacije i pojašnjenja kad god ocijene potrebnim. Kompanije treba da im omoguće djelotvoran pristup tim informacijama i da njegov kvalitet provjere putem izvršnih članova odbora. Zato mora postojati stalan dijalog između izvršnih i neizvršnih članova u vezi sa informacijama koje su predočene odboru. Ovo bi trebalo biti jasan element procesa vrednovanja rezultata cijelog odbora, kao i njegovih pojedinačnih članova.

269. Treba uspostaviti proceduru koja će članovima odbora omogućiti direktan pristup zaposlenim na svim nivoima kao način nezavisne provjere informacija koje uprava dostavlja odboru. U djelokrugu izvršnih članova odbora i dužnostima drugih članova uprave treba jasno navesti njihovu obavezu da neizvršnim članovima odbora pružaju sve informacije koje oni zatraže.

270. Odbori, a naročito specijalizirani odbori, također treba da imaju pristup profesionalnom savjetovanju izvana kad ocijene da je to potrebno, da bi mogli bolje obavljati svoje zadatke. Zato odbori treba da imaju potrebne finansijske resurse da bi zatražili nezavisnu ekspertizu.

271. Naknada članovima odbora treba biti odgovarajuća i pregledna.

272. Naknada članovima odbora rijetko se objavljuje, a proces odlučivanja o tome nije pregledan, iako se uobičajeno traži formalno odobrenje skupštine dioničara. Paketi naknade koji povezuju naknadu za rad odbora sa rezultatima firme vrlo su rijetki i ponekad onemogućeni zakonskim ograničenjima naknade u obliku dionica. Ovo drugo može biti u praksi ograničeno i po nedavnim odredbama o kriterijima nezavisnosti. Općenitije, vrlo nizak nivo držanja dionica od strane članova odbora pokazuje da povezivanje interesa članova odbora sa interesima dioničara putem vlasništva nije rašireno. Ali, pojedine članove odbora ponekad direktno plaćaju veliki dioničari koji su ih izabrali, i u takvom slučaju obično se radi o povjerljivim sporazumima.

273. Naknada članovima odbora treba biti adekvatna i da odgovara obimu posla i odgovornostima. Naknada članovima odbora treba da bude dovoljno visoka da privuče sposobne i iskusne stručnjake i omogući im da dovoljno vremena i energije posvete ispunjavanju zadataka na nezavisan način. Ona će očigledno zavisiti od raspona i složenosti poslovanja, kao i općeg nivoa primanja stručnjaka sa ekvivalentnim sposobnostima i iskustvom u svakoj zemlji.

274. Naknade članovima odbora mogu uključivati ne samo godišnji honorar i naknade za prisustvo sastancima već i dodatne honorare za posebna znanja, specijalnu ili odgovornosti unutar specijaliziranih odbora. Dodjela dionica također bi mogla biti dio paketa nagrađivanja, pošto to može pomoći vezivanju interesa članova odbora sa interesima dioničara⁴⁵.

275. Naknade članovima odbora za njihov rad ne bi smjela direktno isplaćivati zainteresirana strana, jer bi to očito moglo utjecati na njihovu nezavisnost.

276. Naknade članovima odbora u bilo kojem obliku i iznosu treba da budu pregledne i objavljene u godišnjim izvještajima.

277. Praktične smjernice mogle bi biti pripremljene i distribuirane s ciljem da odborima pruže korisne upute za obavljanje njihovih funkcija na profesionalan

način. Ove smjernice mogle bi insistirati na potrebi da članovi odbora posvete dovoljno vremena svojim dužnostima u odboru i da rade kolegijalno.

278. Odbori u SEE ne obavljaju svoju funkciju uvijek adekvatno pošto članovi odbora općenito ne posvećuju dovoljno vremena ispunjavanju svoje zahtjevne uloge. Time djelotvorno prisustvo članova odbora može biti slabo, a pripreme za sastanke odbora ograničene. Posljednje, ali ne i najmanje važno, u nekim kompanijama učešće na sastancima odbora je samo formalno, umjesto aktivno, kritičko i preispitujuće.

279. Kako se iskustvo sabira i pojedine kompanije razvijaju svoju praksu odbora, poslovnoj zajednici bi dobro došlo da se ova iskustva prikupe na sistematičan način. Praktična uputstva ili "kako raditi" priručnici za rad odbora mogu se napraviti na državnom ili regionalnom nivou, kako je to već urađeno u nekim zemljama. Takva uputstva trebalo bi podijeliti, raspraviti i preispitati u okviru privatnog sektora tokom vremena, kako se prakse odbora razvijaju. Ona bi razjasnila odgovornosti odbora i podstaknula profesionalizam.

280. Trebalo bi da ova uputstva određuju minimalno potrebne procedure koje odgovaraju djelotvornom obavljanju zadataka odbora. Moglo bi se, na primjer, predložiti broj sastanaka odbora i ponuditi određene procedure za vođenje rada odbora na praćenju i nadzoru. Također bi se mogao ograničiti broj članstva u odborima primjeren za jednu osobu. Posebnu pažnju trebalo bi posvetiti procedurama za odobravanje transakcija povezanih strana i velikih transakcija, kao i za sve odluke koje uključuju sukob interesa na strani menadžera ili članova odbora. Ta uputstva također bi trebalo da insistiraju na kolegijalnosti rada odbora i da preporuče da se u ugovorima članova odbora naglasi njihova obaveza lojalnosti prema svim dioničarima, njihove glavne funkcije kao članova odbora, kao i minimalno posvećeno vrijeme⁴⁶.

281. Ovim uputstvima mogle bi se dati detaljnije naznake o konkretnoj i posebnoj ulozi predsjednika odbora. Predsjednik odbora ima težak zadatak da predvodi odbor, upravlja njegovim radom i razvija njegovu djelotvornost kao radne grupe. Predsjednik je odgovoran za uspostavljanje, u saradnji sa odborom, procedura za rad odbora koje razdvajaju ovlasti i odgovornosti odbora od ovlasti i obaveza uprave. On/ona ima i krajnju odgovornost za održavanje sastanka odbora na odgovarajući i pravovremen način, za predsjedavanje sastankom, kao i za informacije predočene članovima odbora. On/ona treba da osigura da članovi odbora, a naročito neizvršni članovi odbora, imaju dovoljno vremena i informacija da se pripreme i raspravljaju o svim tačkama dnevnog reda.

282. Konačno, ta praktična uputstva treba da naglase kako je za odbore neophodno i korisno da vrše godišnje procjene rezultata i daju naznake o minimumu otvorenosti informacija o praksi odbora i članovima odbora. Kompanije treba da izvještavaju o broju sastanaka odbora i njegovih specijaliziranih odbora, prisustvu svakog člana tim sastancima, te da pružaju određeni minimum informacija o svakom članu odbora. Također treba da naznače da li je izvršena godišnja procjena rezultata odbora.

283. Da bi se poboljšale prakse korporativnog upravljanja u zemljama SEE, obuka za članove odbora trebalo bi da bude prioritet. Trebalo bi učiniti napore da se osnuju nacionalne komore članova odbora, kao i njihove regionalne mreže, a međunarodni donatori trebalo bi da to podrže.

284. Nedostatak dovoljnog broja sposobnih i kvalificiranih članova odbora velika je prepreka poboljšanju prakse odbora u zemljama SEE. Postojeći članovi odbora odražavaju prevladavajući tehnički profil menadžerske strukture prethodnog ekonomskog sistema, tj. dominaciju inženjera. Članstvo odbora trebalo bi da okuplja širu skalu sposobnosti i sve složenije stručnosti, naročito u računovodstvu i finansijskom izvještavanju, ali i u strateškom planiranju, ljudskim resursima, upravljanju rizikom itd. Uprkos značajnom napretku postignutom prethodnih godina, još uvijek postoji relativni nedostatak odgovarajućih profila u smislu poslovnog iskustva. Osim toga, kod postojećih, kao i budućih članova odbora moraju se razvijati posebne vještine i kvalitete vezani direktno za uloge članova odbora.

285. Podrška obuci članova odbora glavni je put za povećanje broja kvalificiranih članova odbora. Obuka treba da obuhvata tri različita aspekta: ulogu članova odbora, osobno usavršavanje i tehničke vještine. Prvo, članovima odbora treba obezbijediti praktična uputstva i obuku o značenju obaveza koje su im povjerene, i kako da obavljaju svoje osnovne funkcije. Drugo, programi obuke treba da podstaknu i osnaže sposobnost članova odbora da rade zajedno. Također, treba da budu naglašeni najbitniji osobni kvalitete koji su ključni za djelotvorno funkcionisanje odbora, na primjer, integritet, skepticizam i hrabrost da se postavljaju pitanja upravi. Konačno, trebalo bi pružiti posebnu tehničku i suštinsku obuku da bi se upotpunio i članovima odbora predočio najnoviji razvoj u raznim i sve složenijim područjima stručnih znanja potrebnih za adekvatno obavljanje njihovih funkcija.

286. Kompanije se podstiču da razviju programe "regrutiranja" da bi nove neizvršne članove odbora upoznali sa poslovanjem, operacijama i tržištima kompanije. One treba da osiguraju da su novi članovi odbora potpuno svjesni svoje uloge i odgovornosti člana odbora.

287. Da bi se kompanijama obezbijedili stručni centri za obuku članova odbora, na nivou zemlje mogu se osnovati, razviti i osnažiti komore članova odbora. Te komore direktora trebalo bi da se razvijaju u saradnji sa poslovnim i stručnim udruženjima, berzama, privrednim komorama i samim kompanijama. Te komore služe u pružanju odgovarajuće obuke za postojeće i za buduće članove odbora. Dajući priliku članovima odbora da razmijene iskustva i time kreiraju mreže, te komore mogle bi znatno doprinijeti razvoju nove kulture odbora. One bi također mogle razviti bazu podataka o kvalificiranim članovima odbora i tako kompanijama olakšati proces regrutiranja. Komore direktora mogle bi imati veliku korist od bilateralne saradnje sa drugim komorama direktora iz zemalja OECD-a ili zemalja u tranziciji.

288. Razvijanje mreže nacionalnih komora direktora moglo bi biti prioritet za multilateralnu pomoć. Ta mreža bila bi od pomoći svojim članovima pri razvijanju i širenju naprijed pomenutih priručnika za rad članova odbora. Ona bi mogla pripremiti programe obuke i materijale za nacionalne komore direktora, kao i organizirati obuku za pojedinačne članove odbora iz regiona. Ta mreža komora direktora mogla bi također razraditi programe kvalifikacije⁴⁷ koji bi bili priznati u više zemalja SEE. Uz okupljanje izvora pomoći i stručnih znanja, stvaranje takve regionalne mreže moglo bi ublažiti nedostatke daljnjim povećavanjem broja kvalificiranih kandidata i podsticanjem nominacija članova odbora iz regiona.

Poglavlje 5

OSTVARIVANJE I SPROVEDBA

289. Treba pojačati sposobnost pravosudnog sistema da djelotvorno rješava privredne sporove.

290. U mnogim zemljama SEE, pravosuđe je imalo poteškoća u rješavanju rastućeg broja privrednih parnica nastalih tokom procesa tranzicije. Nedovoljno mogućnosti za obuku, nedostatak iskustva i sudskih presedana, kao i manjak sredstava, problemi su u raznim zemljama SEE koji dovode do velikih otezanja i ponekad upitnih presuda. Jačanje sposobnosti pravosudnog sistema u pogledu privrednih sporova trebalo bi biti suštinski element reforme korporativnog upravljanja. Pravosudni sistem podupire ne samo mnoge preporuke navedene u ovom dokumentu nego cjelokupan privredni i obligacionopravni sistem.

291. Sredstva, sposobnosti i ovlaštenja pravosudnog sistema treba ojačati, da bi sudovi bili u stanju istraživati prekršaje i pružati pogodne pravne lijekove ili mjere zaštite u pogledu kršenja prava dioničara. Ovi pravni lijekovi treba da uključuju sudski nalog i zabranu.

292. Uspješna reforma sudstva će iziskivati brojne korake u većini zemalja SEE. Prioritet treba posvetiti sljedećem: (a) garantiranju nezavisnosti; (b) obuci pravника i sudija u poslovnom pravu i procedurama, naročito u pogledu zakona o kompanijama i vrijednosnim papirima, kao i zakona o stečaju, pri čemu bi multilateralna i bilateralna saradnja mogla imati značajnu ulogu; (c) naknade za sudije i drugo sudsko osoblje treba da budu odgovarajuće da bi se osigurali obrazovanje, iskustvo i integritet neophodni za taj položaj; (d) treba podstaći veću specijalizaciju sudstva u pitanjima poslovnog prava i zakona o kompanijama; (e) pisana mišljenja i odluke suda treba objaviti da bi se podigla javna svijest, olakšalo tumačenje zakona i povećala odgovornost pravnog sistema; (f) treba uvesti djelotvorne mehanizme protiv korupcije u sudstvu.

293. Regulatori vrijednosnih papira u zemljama SEE treba da imaju nezavisnost, resurse, pravna sredstva i odgovornost neophodnu da djelotvorno nadziru finansijska tržišta i samoregulatorne organizacije⁴⁸.

294. U većini zemalja SEE, nacionalni regulator vrijednosnih papira je prva, a u mnogim slučajevima i posljednja, linija odbrane prava dioničara. Oni također redovno nadziru samoregulatorne organizacije kao što su berze, koje također mogu imati značajnu ulogu u zaštiti prava dioničara i promoviranju korporativnog upravljanja. Shodno tome, njihova je uloga značajna za investicijsku klimu i sveukupnu vjerodostojnost tržišta. Na žalost, manjak resursa, ponekad nejasna raspodjela nadležnosti sa drugim organima vlasti, vidljiv nedostatak preglednosti i odgovornosti, kao i nedostatak odgovarajućih

pravnih lijekova, sprječavaju relevantne regulatore da budu potpuno efikasni u vršenju njihovog mandata.

295. Djelotvorna sprovedba iziskuje da regulatori vrijednosnih papira u zemljama SEE imaju odgovarajuća budžetska sredstva, redovnu obuku osoblja, uključujući i međunarodnu razmjenu stručnih znanja sa sličnim institucijama, i konkurentne plate. Ojačavanje sposobnosti regulatora vrijednosnih papira u pogledu finansijskih i ljudskih resursa trebalo bi biti prioritet za tehničku pomoć.

296. Regulatori vrijednosnih papira treba da budu operativno nezavisni, a pri tome da imaju dovoljno ovlasti da vrše svoju nadzornu funkciju. Osoblje na svim nivoima treba da bude imenovano na osnovu stručne sposobnosti i uvažavanja na finansijskim tržištima. Da bi se osnažila nezavisnost regulatora, njihov mandat treba da bude odgovarajućeg trajanja i s različitim rasporedom početka i okončanja⁴⁹. Oni ne treba da budu smjenjivani, osim u strogo definiranim okolnostima.

297. Funkcije regulatora vrijednosnih papira treba da budu jasno definirane i oni treba da rade na pregledan i odgovoran način. Na primjer, njihovi članovi treba da objelodanjuju vlastite transakcije dionicama kompanija koje su u njihovoj nadležnosti. Zauzvrat, regulatori vrijednosnih papira treba da zahtijevaju od relevantnih samoregulirajućih organizacija da prate najviše etičke i stručne standarde.

298. Regulatori vrijednosnih papira treba da imaju na raspolaganju i da koriste mogućnosti i drugih pravnih sredstava osim obustave trgovanja i isključivanja iz kotacije dionica kompanije, kao što su novčane kazne i javno oglašavanje. Obustave trgovanja možda nisu najprikladnije sankcije pošto kažnjavaju prvenstveno učesnike na tržištu.

299. Dioničari treba da imaju pristup djelotvornim mehanizmima obeštećenja, uključujući profesionalnu arbitražu i kolektivne tužbe uz niske troškove.

300. Dioničari koji traže pravnu zaštitu kroz pravosudni sistem često doživljavaju otezanja i troškove koji u najvećem broju slučajeva premašuju vrijednost njihovih dionica. To obeshrabruje dioničare da traže pravnu zaštitu kada dođe do povrede njihovih prava.

301. Dioničari treba da imaju lak pristup redovnom sudskom sistemu i da mogu dobiti zaštitu uz razumne troškove i bez prekomjernog odgađanja. Trebalo bi omogućiti podnošenje derivativne tužbe, tj. tužbe u ime kompanije protiv članova odbora za naknadu gubitaka.

302. Korisnim sredstvom može se pokazati ako su berze ili drugi relevantni organi predviđeni kao mehanizmi profesionalne arbitraže za rješavanje sporova između kompanija i dioničara. Takva privatna arbitraža može nekad ponuditi veća sredstava i brzinu nego parnica na državnom sudu. Međutim, arbitraža ne može zamijeniti sudsko

izvršenje, pošto uspješna arbitraža još uvijek iziskuje od strane koja je dobila spor da priznanje i izvršenje arbitražne odluke traži kroz sudski sistem.

303. Poboljšanje mehanizama pravne zaštite dioničara može također uključivati kolektivne radnje tužbe uz niske troškove kroz udruženja dioničara ili druge institucije. U istom smislu i kada to još nije slučaj, regulatorima vrijednosnih papira trebalo bi omogućiti da podnose tužbe u ime dioničara, pod uvjetom da imaju na raspolaganju dovoljno resursa za ovu funkciju.

304. Trebalo bi razvijati aktivnu regionalnu saradnju između svih glavnih aktera u institucionalnom okviru korporativnog upravljanja. Ta regionalna saradnja trebalo bi da bude pokrenuta na regionalnom nivou i podržana od strane međunarodnih organizacija.

305. Uspostavljanje cjelokupnog institucionalnog okvira neophodnog za bavljenje pitanjima korporativnog upravljanja i integriteta tržišta veoma je složen i skup proces. Neke manje zemlje u regionu SEE možda neće imati potrebne resurse za izgradnju takvog potpunog okvira. To može za rezultat imati nepotpun institucionalni okvir i slabe pojedinačne institucije koje nisu u stanju djelotvorno provoditi svoj mandat. Osim toga, čitav niz malih berzi u zemljama SEE vjerovatno nisu u stanju nastaviti da se razvijaju bez saradnje ili čak integracije na regionalnom nivou. Već su poduzete neke inicijative u vezi sa saradnjom između regulatora vrijednosnih papira, integracijom platformi trgovanja između nekih berzi u regionu, ili obuke profesionalaca za tržište⁵⁰.

306. Treba preduzimati ili jačati regionalnu saradnju između berzi, regulatora vrijednosnih papira, kao i svih relevantnih profesionalnih udruženja, kao što su udruženja računovođa i revizora, brokera-dilera, manjinskih dioničara itd. Ta regionalna saradnja treba da se fokusira na dva prioriteta. Ona treba prvo da se koncentrira na obuku kroz razvoj zajedničkih programa, institucija za obuku i procesa licenciranja. Cilj bi mogao biti da se barem postigne uzajamno priznavanje standarda i licenci. Drugi prioritet trebalo bi da bude saradnja između berzi. Da bi se postigao taj cilj, regulatorni organi bi trebali da rade i na regulatornim usaglašavanjima.

307. Trebalo bi da nacionalni ili međunarodni donatori podstiču ovu regionalnu saradnju.

308. Trebalo bi da Okrugli stol nastavi svoj rad i da procjenjuje i podržava napredak u području korporativnog upravljanja i drugih pitanja vezanih za korporativni sektor.

309. Danas se sve više prepoznaje važnost dobrih praksi korporativnog upravljanja za privlačenje investicija, razvoj zdravih sekundarnih finansijskih tržišta i restrukturiranje industrije. Veliki broj zemalja SEE sada su u procesu reformiranja zakonodavnog i institucionalnog okvira koji se odnosi na pitanja korporativnog upravljanja. Okrugli stol je stvorio regionalnu mrežu stručnjaka za korporativno upravljanje, uključujući kreatore

politike, regulatore i predstavnike privatnog sektora. Okrugli stol je omogućio tim stručnjacima da pomognu reformskim aktivnostima na nacionalnom nivou i da prodube svoje znanje o pitanjima korporativnog upravljanja. Ova mreža regionalnih stručnjaka čini značajnu koaliciju za reformu i na regionalnom i na nacionalnom nivou, koja je neophodna za sljedeću fazu kreiranja politike i implementacije. Ovaj White Paper mogao bi predstavljati koristan instrument za regionalne stručnjake i kreatore politike da nastave svoje aktivnosti reforme, kao i da informacijama održe i oblikuju sam proces reforme.

310. Ovaj White Paper prvo treba prevesti, distribuirati i objaviti u uključenim zemljama, posebno poslovnom sektoru i državnim vlastima. Cijeli proces trebalo bi provesti na osnovu nacionalnih inicijativa, uz podršku sekretarijata OECD.

311. Okrugli stol treba da nastavi svoj rad koristeći White Paper kao osnovu za podršku procesu planiranja, ostvarivanja i sprovedbe reformi. Druga faza Okruglog stola mogla bi biti ciljana na praćenje primjene ovog White Paper-a, pružajući dalja stručna znanja o pitanjima korporativnog upravljanja i održavajući dijalog o regionalnoj politici vezanoj za posebna pitanja i prioritete reformi. Ti prioriteti obuhvataju sprovedbu, procedure i pravila za promjene korporativne kontrole i procedure za nadgledanje sukoba interesa.

ENDNOTE

- 1 OECD Principi korporativnog upravljanja, Predgovor, 1999.
- 2 Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries, 2003.
- 3 Izuzev Okruglog stola za Euroaziju, koji dovršava uporedni papir o korporativnom upravljanju u Euroaziji.
- 4 Zemlje učesnice Okruglog stola za jugoistočnu Evropu su: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija (FYROM), Rumunija, te Srbija i Crna Gora.
- 5 “The State of Corporate Governance, Experience from Country Assessments”, Olivier Frémond and Mierta Capaul, WB Policy Research Working Paper, n°2858, juni 2002, strana 28.
- 6 OECD je napravio posebne smjernice ili najbolje prakse korporativnog upravljanja državnom imovinom, koje će biti dostavljene zemljama SEE na razmatranje.
- 7 OECD je priredio posebne smjernice za korporativno upravljanje penzionim fondovima i planira pripremu sličnih smjernica za šeme kolektivnog investiranja kao što su uzajamni fondovi.
- 8 “Potpuno” znači tako da odbor može razumjeti upotrebu koristi o kojoj se radi
- 9 Vlasti se mogu pozvati na Direktivu EU o tržišnim malverzacijama “Directive of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation”.
- 10 Međutim, to ne spriječava kompanije da trguju vlastitim dionicama, u okviru programa otkupa ili operacija stabilizacije. Da bi se izbjegle tržišne manipulacije, ove operacije treba da budu pregledne i u okviru određenih granica obima. Pored toga, one moraju biti ograničene tokom određenih perioda, naročito prije objavljivanja finansijskih izvještaja.
- 11 Kompanije se mogu uputiti, također, na European Green Paper: Promoting a European Framework for Corporate Social responsibility (2001.), ili UNDP Global Compact, kojim se kompanije podstiču da poštuju stakeholdere i forsira korporativno građanstvo (2000.).
- 12 Kao što Udruženje britanskih osiguravatelja ima “Disclosure Guidelines on Social responsibility” (2001.).
- 13 Međutim, djelotvorno korištenje takvog posredovanja iziskuje postupanje u dobroj vjeri strana koje će prihvatiti i provesti odluke do kojih se došlo posredovanjem ili arbitražom. U protivnom, sprovedba će i dalje zahtijevati učešće suda kao posljednje instance.
- 14 To uključuje izvršenje hipoteke ili fiducijarnih transfera, sudske parnice i, kao posljednje rješenje, stečajni postupak.
- 15 Neki zakoni o kompanijama zahtijevaju i da se “Mišljenja članova odbora” objavljuju uz finansijske izvještaje i/ili da Izvještaj “revizora” bude usvojen na skupštini dioničara. Sadržaj tih izvještaja nije detaljno određen i njihov kvalitet značajno varira.
- 16 Uglavnom kroz njihovo učešće u regionalnim inicijativama kao što je SEEPAD (South East Europe Program for Accountancy Development).
- 17 Ovo bi trebalo da važi za kompanije uvrštene na službenim i neslužbenim tržištima, kao i kompanije koje nisu kotirane, ali imaju veliki broj dioničara, obično zbog

- vaučerske privatizacije. Granica u pogledu broja dioničara treba da bude određena ovisno o okolnostima u zemlji.
- 18 Malim i srednjim preduzećima treba omogućiti primjenu jednostavnijih računovodstvenih standarda, s tim da su oni u skladu sa IFRS i ne daju pravo izbora u pogledu pravila o konsolidaciji. Da bi se izbjeglo dupliranje i da bi se osigurala usaglašenost sa IFRS, trebalo bi uzeti u obzir posao na izradi računovodstvenih standarda za mala i srednja preduzeća koji su obavile neke međunarodne organizacije, kao što je UNCTAD.
 - 19 Te smjernice trebalo bi da uključuju i procedure usklađivanja poreza. Time bi se omogućilo jasno razdvajanje finansijskog izvještavanja od obračuna poreza na dobit, jer nerazdvajanje vodi do lošijeg i iskrivljenog objavljivanja i moglo bi kočiti cijeli proces reforme računovodstva. Pored toga, bez takvog razdvajanja kompanije bi morale i dalje voditi više knjiga, što je skupo i umanjuje sveukupnu preglednost poslovnih praksi.
 - 20 U tom cilju mogli bi se pozvati na "Principles of Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities", izvještaj koji je u oktobru 2002. godine objavio Tehnički komitet IOSCO (International Organization of Securities Commissions).
 - 21 Može se čak zahtijevati objelodanjivanje unaprijed za određene vrste događaja, kao što je očekivana kupovina bloka dionica od strane već postojećeg značajnog dioničara.
 - 22 Evropska praksa u pogledu izostavljanja informacija opisana je u Dijelu II Poglavlja XIV dokumenta IOSCO "Non-financial Disclosure Requirements for Cross Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers".
 - 23 Te procedure bi mogle zahtijevati, u slučaju informacija dostavljenih berzi, da se one mogu direktno objelodaniti javnosti, s tim da je sadržaj informacija isti i da se objave istovremeno ili nakon što se obavijesti berza. Te procedure mogu podrazumijevati i da u slučaju glasina kompanije treba da ih potvrde ili opovrgnu što je brže moguće da bi spriječile tržišne manipulacije.
 - 24 Standardi značajnosti ne mogu biti slični kao oni finansijski, jer obuhvat otvorenosti treba da bude širi od finansijskih računa.
 - 25 Ovdje, opet, kompanijama treba dozvoliti da ne objelodanjuju informacije za koje članovi odbora ocijene da su toliko osjetljive ili povjerljive da bi objelodanjivanje moglo bitno štetiti komercijalnim interesima kompanije.
 - 26 Ova pitanja se šire razmatraju u Turnbull, R., "Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code" (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales), London 1999.
 - 27 Kao što su obavještenja o skupštinama, cirkularna pisma i prijedlozi.
 - 28 To bi moglo biti u obliku regulatornog sistema na dva nivoa, uključujući, samoregulirajuće organizacije, s jedne, i regulatore vrijednosnih papira, s druge strane.
 - 29 U tom pogledu, zemlje SEE mogu se pozvati na IOSCO "Principles for Auditor Oversight" (oktobar 2002.), koji navode najvažnije karakteristike razvoja i poboljšanja regulatornih struktura za nadzor revizora.
 - 30 Treba pažljivo razmotriti razvoj takvih mehanizama obeštećenja, jer ona mogu lako dovesti do zloupotrebe. Na primjer, krivnju za loše investicione odluke investitori bi mogli vezati za propuste revizora prije nego za njihovu vlastitu prosudbu.

- 31 Mogle bi uzeti u obzir IFAC Pravila etike kao osnov za formuliranje svojih zahtjeva u pogledu računovodstvene i revizijske struke.
- 32 Pod pojmom revizor podrazumijevamo revizora propisanog zakonom, revizijsku firmu ili pojedinca iz te firme, kao i firme iz mreže članica.
- 33 Ovaj kriterij treba da bude dovoljno jasan i razuman da bi bio sprovediv, ali i dovoljno čvrst i sveobuhvatan da uključi razne vrste veza koje bi mogle ugroziti nezavisnost revizora. U tom smislu, poželjniji bi bio pristup zasnovan na principima nego zasnovan na preciznim i krutim pravilima, jer bi se njime izbjeglo formalno poštivanje koje bi, ipak, moglo iznevjeriti sveukupni cilj nezavisnosti.
- 34 Preporuke Komisije “Nezavisnost zakonskih revizora u EU: Skup temeljnih principa” / IOSCO “Principi nezavisnosti revizora i uloga korporativnog upravljanja u nadzoru nezavisnosti revizora” (oktobar 2002.).
- 35 U pripremi ovih standarda, troškove njihove djelotvorne sprovedbe treba razmotriti i uravnotežiti sa očekivanim koristima u konkretnim okolnostima zemalja SEE.
- 36 Iako neki drugi organi kompanije tradicionalno obavljaju ulogu vanjskih revizora, kao cenzori u Rumuniji, njih ne moraju sačinjavati samo ovlaštene računovođe i, općenito, oni nisu osposobljeni da vrše reviziju u cilju određivanja da li su finansijski izvještaji prezentirani u skladu sa prihvaćenim računovodstvenim principima.
- 37 Ti regionalni programi mogli bi se razvijati pod pokroviteljstvom regionalnih inicijativa kao što je SEEPAD (South East Europe Program for Accountancy Development).
- 38 Ovo je obuhvaćeno članom 6. stav 4. Direktive EU o tržišnim zloputrebama, “Directive of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation”.
- 39 Mogu uzeti za primjer “Standards for the Board”, koje je objavio British Institute of Directors (IoD, London, 2001). Detaljnija razmatranja dužnosti članova odbora, mogućih odgovornosti i dobre prakse nalaze se u “The Company Director’s Guide” (IoD, London, 2002).
- 40 Ova distinkcija je jasno opisana i raspravljena u Poglavlju 3 “Corporate Governance and Chairmanship, a personal view”, autor Sir Adrian Cadbury, Oxford University Press, 2002.
- 41 Sankcije treba prilagoditi različitim povredama dužnosti, uzimajući u obzir ozbiljnost prekršaja i stepen do kojeg kompanija treba odgovoriti na prijestupe svojih članova odbora. Konačno, pri odlučivanju o vrsti i nivou sankcija, nadležni organi bi trebali razmotriti njihovu preventivnu vrijednost, koja će zavisiti od njihove strogosti i načina na koji se sprovode u praksi. Djelotvorna sprovodivost sankcija treba da bude najvažniji kriterij i to može zavisiti od osobina i snage institucionalnog okvira općenito, a naročito od pravosudnog sistema.
- 42 Pravilo poslovne prosudbe ima za cilj davanje članovima odbora i višeg rukovodstva širokog prostora za odlučivanje o pitanjima poslovanja kompanije. Oni ne treba da se smatraju odgovornim za posljedice svog poslovnog prosuđivanja - čak i ako se radi o očitim greškama - osim u nekim izuzetnim slučajevima. Ti izuzeci uključuju prijevare, sukob interesa, postupanje izvan korporativnih ciljeva i propuštanje dovoljne marljivosti i posvećivanja dužne pažnje osnovnim aktivnostima uloge člana odbora

- (kao što je prisustvo sastancima, traženje vlastite informiranosti i pažljivo razmatranje prije donošenja važnih odluka).
- 43 Regulatori mogu pronaći brojne primjere popisa takvih kriterija, kao u “Review of the role and effectiveness of non-executive board members” iz “Higgs Report” (2003.), ili u “Towards better corporate governance” izdanje British National Association of Pension Funds (2000.).
- 44 Najbolje prakse za odbore za reviziju date su u IOSCO “Principles of Auditors Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring and Auditor’s Independence”, Statement of the Technical Committee, October 2002.
- 45 S obzirom na trenutno stanje razvoja tržišta dionica u SEE, ovo ne bi moglo stvarno pružiti pravi poticaj u kraćem roku. Osim toga, preveliki vlasnički udjeli članova odbora mogli bi im umanjiti nezavisnost.
- 46 Ovo posvećeno vrijeme treba da obuhvati sastanke odbora i njegovih specijaliziranih odbora, pripremu tih sastanaka, kao i interakciju sa zaposlenim i vanjskim stručnjacima. Iako je vrlo teško propisati i kvantificirati vrijeme potrebno članu odbora da ispuni svoje dužnosti na informiran način, ovakvi ugovori mogu podstaći veće angažiranje, naročito neizvršnih članova odbora. Procjena vremena koje je svaki član odbora posvetio trebalo bi da bude dio redovnog procesa vrednovanja.
- 47 Nedavni primjer je zvanje “Ovlašteni član odbora” u Velikoj Britaniji.
- 48 Regulatori bi se mogli pozvati na Ciljeve i principe regulacije vrijednosnih papira, koje je sačinio IOSCO u februaru 2002., posebno prvih pet principa koji se odnose na regulatora.
- 49 Ako mandat traje tri godine, trebalo bi da se samo jedna trećina članova bira u jednoj godini.
- 50 East-West Institute trenutno radi na regionalnoj inicijativi za osnivanje centra za obrazovanje i obuku učesnika tržišta, uključujući brokere i analitičare, i za razvoj uzajamnog priznavanja licenci. Učesnici će biti sve berze, regulatori vrijednosnih papira i tržišni akteri u regionu.

Magazin Prizma je odgovoran za prijevod sa izvornika na engleskom jeziku objavljenog pod naslovom: Stability Pact - South East Europe Compact for Reform, Investment, Integrity and Growth - WHITE PAPER ON CORPORATE GOVERNANCE IN SOUTH EAST EUROPE - Prepared by the South East Corporate Governance Roundtable and the Corporate Affairs Division in Co-operation with the Investment Compact Team, June 2003, © OECD 2003. OECD nije odgovoran za kvalitetu ovog prijevoda na bosanski/hrvatski/srpski jezik i njegovu dosljednost izvornom tekstu.