

SPECIFIČNOSTI BILANSIRANJA, STICANJA I IZVEŠTAVANJA O TRANSAKCIJAMA SA SOPSTVENIM AKCIJAMA U REPUBLICI SRPSKOJ****

Uprkos rastućem značaju otkupa sopstvenih akcija u svetu, u Republici Srpskoj je sticanje sopstvenih akcija zanemarljivog obima. Više je razloga zbog kojih kompanije u Republici Srpskoj ne pribegavaju ovom institutu, a nesumnjivo je da je tome doprinela i neadekvatna legislativa. Kao posledica propisiva nja obaveze primene pro-rata metode, Zakon o privrednim društvima Republike Srpske praktično je onemogućio kompanije da stiču sopstvene akcije u cilju sprečavanja značajnije štete po društvo, što je poslednjih godina, kao posledica krize, predstavljao najčešći razlog sticanja sopstvenih akcija u svetu i okruženju. Analiza zakonskih odredbi kojima se reguliše materija sticanja, otuđivanja/poništanja i izveštavanja o sopstvenim akcijama, pokazuje da je nužno izvršiti njihovu promenu, kako bi kompanije mogle efikasno da koriste ovaj pravni institut, ali kako bi se i umanjila mogućnost zloupotrebe ovog instituta. U radu se takođe ukazuje i da kompanije u Republici Srpskoj ne iskazuju sopstvene akcije saglasno MRS 32, uprkos zakonskoj obavezi prema kojoj su kompanije u obavezi da neposredno primenjuju međunarodnu profesionalnu regulativu.

Ključne reči: *sopstvene akcije, finansijsko izveštavanje, poslovno izveštavanje, Zakon o privrednim društvima, Republika Srpska*

* Univerzitet u Prištini, Ekonomski Fakultet (K. Mitrovica); vladan.pavlovic@pr.ac.rs

** Institut ekonomskih nauka, Beograd, Srbija; isidora.ljumovic@ien.bg.ac.rs

*** Univerzitet u Prištini, Ekonomski Fakultet (K. Mitrovica); milenko.macura@pr.ac.rs

**** Rad je deo istraživačkog projekta pod šifrom 179001, finansiranog od strane Ministarstva za prosvetu, nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

1. Uvod

Na globalnom nivou beleži se pojava rastućeg obima sticanja sopstvenih akcija. Pojedine procene ukazuju da se u dužem nizu godina više akcija otkupljuje nego što se emituje¹. Globalni rast obima sticanja sopstvenih akcija posledica je sve značajnije uloge finansijskih tržišta i liberalizacije režima sticanja sopstvenih akcija država evropsko-kontinentalnog sistema, u kojima je sticanje sopstvenih akcija dugo bilo zabranjeno ili pod izuzetno restriktivnim pravnim režimom. S druge strane, u državama anglosaksonskog prava, koje odlikuju likvidno i razvijeno tržište kapitala, dominaciju disperzovanih akcionara, veoma razvijeno neprijateljsko preuzimanje i razvijeno radničko akcionarstvo, sticanje sopstvenih akcija je veoma učestalo. Brojni su razlozi usled kojih kompanije stižu sopstvene akcije. Ukoliko ne postoje zakonska ograničenja, kompanije otkupljuju sopstvene akcije zbog sledećih razloga: (1) povrata novca akcionarima; (2) stimulisanja zaposlenih, pre svega menadžmenta kompanije bez povećanja ukupnog broja akcija (*stock-options*); (3) povećanja berzanske vrednosti akcija; (4) sticanjem udela u kapitalu drugih kompanija pri čemu se otkupljene akcije koriste kao platežno sredstvo ili kao pokriće emitovanih konvertibilnih hartija od vrednosti, odnosno obveznica koje se mogu konvertovati u kapital (konvertibilne obveznice), odnosno kao pokriće za emitovane varante; (5) ostvarivanja kapitalnog dobitka nakon naknadne prodaje; (6) sprečavanja neprijateljskog preuzimanja; (7) po osnovu instituta prava nesaglasnih akcionara; (8) prinudnim otkupom akcija manjinskih akcionara; (9) radi podržavanja ugovora o održavanju likvidnosti akcija.² Pri tome, različiti motivi dominiraju u pojedinim razdobljima, budući da nivo privredne aktivnosti utiče na zastupljenost pojedinih motiva, odnosno da su motivi otkupljivanja sopstvenih akcija pod uticajem privrednih ciklusa.³ Kompanije mogu otkupljivati sopstvene akcije putem (a) tipičnog otkupa sopstvenih akcija (*equity repurchase*) i (b) terminskog otkupa sopstvenih akcija (*forward contract*). Tipičan otkup se može realizovati: (1) javnom ponudom za otkup akcija po fiksnoj ceni (*fixed price tender offer*), (2) holandskom aukcijom samostalne javne ponude (*Dutch auction share repurchase*); (3) otkupom na otvorenom tržištu (*open market repurchase*) i (4) neposrednom pogodbom (*privately negotiated repurchases*).⁴ Odabir metode uslovljen

¹ Todorović Miroslav (2009): „Čemu služe otkupi (sopstvenih) akcija?“, *Ekonomika preduzeća*, 7-8 Prema: Pavlović Vladan (2014): „Finansijsko računovodstveni aspekti sticanja sopstvenih akcija“, *Računovodstvo*, 58(9/10), 30-39

² Videti opširnije u: Pavlović Vladan (2010): „Otkupljivanje sopstvenih akcija - ciljevi, metodi i efekti“, *Računovodstvo*, 53(3/4), 63-79.

³ Videti opširnije u: Pavlović Vladan, Muminović, Saša (2011): „Međuzavisnost berzanske vrednosti akcija, motiva i obima otkupa sopstvenih akcija“, *Ekonomika poljoprivrede*, 58(2), 265-280

⁴ Videti opširnije u: Pavlović Vladan (2010), 66-67.

je razlogom sticanja sopstvenih akcija, brojem akcija koje društvo namerava da otkupi i vremenskim periodom u kome društvo namerava da akcije otkupi.⁵

Sticanje sopstvenih akcija, odnosno najava otkupa sopstvenih akcija, samo po sebi ne predstavlja ni pozitivan ni negativan signal investitorima.⁶ Sticanje sopstvenih akcija (najava otkupa) prema tome može imati pozitivan ili negativan efekat na berzansku vrednost akcija.⁷ Načelno posmatrano, na visinu promene berzanske vrednosti akcija utiče razlog zbog kojeg društvo otkupljuje sopstvene akcije, procentualni udeo akcija koji se otkupljuje, veličina kompanije, način finansiranja otkupa i finansijski položaj kompanije.⁸

2. Specifičnosti balansiranja sopstvenih akcija u R. Srpskoj

Sopstvene akcije su same po sebi kontroverzne, budući da njihovo postojanje označava stanje u kojem je društvo postalo član samog sebe, sa suspendovanim članskim pravima. Stečene sopstvene akcije *de facto* predstavljaju umanjene sopstvenog kapitala, te elementarna logika nalaže da se otkupljene sopstvene akcije iskazuju kao odbitna stavka kapitala. Međutim, zahvaljujući razvoju tržišta kapitala, a kao posledica specifičnosti društava kapitala, sopstvena akcija se može posmatrati i kao bilo koji drugi finansijski instrument koji je predmet berzanske trgovine.⁹

Kao posledica pomenuta dva načina sagledavanja sopstvenih akcija, prisutna su i dva stanovišta po pitanju njihovog bilansnog iskazivanja. Prvo pomenuta logika zahteva da se sopstvene akcije iskazuju kao odbitna stavka kapitala, i to je logika koju je prihvatio Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, dok drugo pomenuta logika zahteva da se sopstvene akcije iskazuju kao finansijski instrument, što je stav evropskog zakonodavstva.

Prema tome, pitanje iskazivanja i vrednovanja sopstvenih akcija spada u retka pitanja gde nije postignuta saglasnost između evropskog zakonodavstva i međunarodne profesionalne regulative. Krucijalne razlike po pitanju balansiranja sopstvenih akcija nisu otklonjene ni nedavnim izmenama evropskog zakonodavstva. U Evropskoj uniji je pitanje bilansiranja sopstvenih akcija uređeno Direktivom 2013/34/EU Evropskog parlamenta i Saveta od 26. juna 2013 (kojom

⁵ Pavlović Vladan (2014).

⁶ Videti opširnije u: Pavlović Vladan, Muminović Saša, 273

⁷ Videti opširnije u: Pavlović Vladan, Muminović Saša; Pavlović et al, (2011): Efekti otkupa sopstvenih akcija na berzansku vrednost i finansijski položaj mlekaru u Srbiji, *Ekonomika poljoprivrede*, 58(4), 577-594

⁸ Pavlović Vladan (2014).

⁹ Videti opširnije u: Parać Zoran (2009): „Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara”, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija, Hrvatska, 20-22.05.2009, 109-128

je satvljena van snage IV Direktiva - 78/660/CEE i VII Direktiva - 83/349/CEE, a modifikovana Direktiva 2006/43/CE, koja je zamenila VII Direktivu - 84/253/EEC i Direktiva 2012/30/EU Evropskog parlamenta i Saveta od 25 oktobra 2012 (koja zamenjuje Drugu Direktivu - 77/91/EEC sa direktivama koje su je modifikovale od kojih je za ovu oblast merodavna Direktiva 2006/68/CE od 6. septembra 2006 - Direktiva o formiranju otvorenih akcionarskih društava i održavanju kapitala i promenama na kapitalu). Za razliku od Četvrte Direktive, koja je nalažala da se u zavisnosti od namene, sopstvene akcije bilansno iskazuju ili pod stalnom imovinom (*Imobilizovanom aktivom*) u okviru Finansijskih imobilizacija, tj. dugoročnih plasmana (*Financial assets /Immobilisations financières*), ili u okviru cirkulirajuće aktive (obrtnih sredstava) u okviru Plasmata (*Investments /Valeurs mobilières*), prema Direktivi 2013/34/EU (Aneks III i IV), sopstvene akcije se iskazuju (sa naznakom njihove nominalne vrednosti, odnosno knjigovodstvene vrednosti u slučaju odsustva nominalne vrednosti) do iznosa koji se po nacionalnom zakonodavstvu može bilansno iskazati, isključivo u okviru obrtnih sredstava (cirkulirajuće aktive) u odeljku III – Plasmata (*Investments/ Valeurs mobilières*), koji sledi odeljak *Potraživanja*, a prethodi odeljku Gotovine i gotovinskih ekvivalenata. S druge strane, u pasivi se u okviru sopstvenog kapitala iskazuju „Rezerve za sopstvene akcije“ (*Reserve for own shares/ Réserve pour actions propres*), ukoliko se to zahteva nacionalnim propisima, a bez nanošenja štete odredbama člana 24, paragraf 1, tačka b) Direktive 2012/30/EU.¹⁰ Formiranje i iskazivanje rezervi za sopstvene akcije predstavlja operacionalizaciju načela o održavanju kapitala, koje je usmereno na očuvanje finansijske stabilnosti kompanije. Načelo postojanja minimalnog osnovnog kapitala i stroga pravila za njegovo održanje ugrađeni su u same temelje evropskog korporativnog prava.¹¹

Direktiva ne uređuje pitanje bilansnog tretmana dobitka, odnosno gubitka proizašlog iz transakcija sa sopstvenim akcijama, te ostavlja državama članicama da same uređuju da li će transakcije sa sopstvenim akcijama tangirati bilans uspeha ili neće. Rešenja među državama EU po ovom pitanju se razlikuju.¹²

Imajući u vidu da se u Republici Srpskoj neposredno primenjuje međunarodna profesionalna regulativa (Međunarodni računovodstveni standardi - IAS, Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja - IFRS, Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja za male i srednje entitete - *IFRS for SMEs*)¹³ ne bi trebalo da postoje specifičnosti bilansiranja sopstvenih akcija, budući da je to pitanje rešeno standardom MRS 32 – Finansijski instrumenti: obelodanjivanje i prezentacija. Prema ovom standardu, sopstvene akcije se iskazuju kao odbitna

¹⁰ Pavlović Vladan (2014).

¹¹ Videti opširnije u: Radović Vuk (2007): „Izmene Druge direktive EU i mogući pravci budućeg razvoja”, *Pravo i privreda*, br. 5-8, 181-204.

¹² Videti: Pavlović Vladan (2014).

¹³ Videti opširnije u: Andrić, Mirko, Vuković Bojana (2015): „Priznavanje i vrednovanje bilansne imovine shodno zahtevima regulatornog okvira“, *Ekonomski pogledi*, 17(2), 49-64

stavka kapitala, te se ne može priznati nikakav dobitak ili gubitak nastao kao posledica otkupa, a zatim prodaje, odnosno poništavanja sopstvenih akcija (Paragraf 33). Drugim rečima, postupak sticanja i otuđivanja ili poništavanja ne sme imati uticaja na bilans uspeha, već isključivo na bilans stanja. Obelodanjivanje sopstvenih akcija uređeno je paragrafom 34. koji nalaže da se iznos stečenih sopstvenih akcija obelodanjuje ili zasebno u Bilansu stanja, ili u Napomenama uz finansijske izveštaje, saglasno sa MRS 1 – Prezentacija finansijskih izveštaja.

Međutim, Zakonodavac je u Republici Srpskoj umesto da predvidi iskazivanje sopstvenih akcija kao umanjenje kapitala, saglasno MRS 32, ipak predvideo, saglasno zahtevima Direktive, da se sopstvene akcije iskazuju u Bilansu stanju, u okviru pozicije Kratkoročna potraživanja, kratkoročni plasmani i gotovina, umesto da se iskažu kao odbitna stavka kapitala. S druge strane, u pasivi nije predvideo iskazivanje rezervi za sopstvene akcije. Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izvještaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike¹⁴ je po ovom pitanju preuzeo rešenje iz prethodnog Pravilnika o sadržini i formi obrazaca finansijskih izvještaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike¹⁵

Imajući u vidu da investitori u Republici Srpskoj nesumnjivo očekuju da se sopstvene akcije iskazuju kao odbitna stavka kapitala usled zakonske obaveze neposredne primene međunarodne profesionalne regulative, potrebno je usaglasiti bilansiranje sopstvenih akcija sa MRS32. Usaglašenost zakonodavstva po ovom pitanju sa Direktivom 2013/34/EU je u ovom trenutku nesvrshodno. Preispitivanje adekvatnosti primene rešenja predviđenog Direktivom 2013/34/EU treba odložiti do prijema u članstvo EU. Dok se navedeno ne desi, moguće je i da Odbor za međunarodne računovodstvene standarde i Evropska komisija usaglase način bilansiranja sopstvenih akcija. S druge strane, iskazivanje rezervi za sopstvene akcije koje nalaže Direktiva 2013/34/EU nije u suprotnosti sa međunarodnom profesionalnom regulativom, i svakako je poželjno.

3. Specifičnosti legislative u vezi sa transakcijama sa sopstvenim akcija u Republici Srpskoj

Obim sticanja sopstvenih akcija u pojedinim državama neposredno je uslovljen usvojenim zakonskim rešenjem. Kontinentalno evropsko zakonodavstvo je dugo vremena onemogućavalo ili strogo ograničavalo korišćenje ovog pravnog instituta. Zakon o preduzećima Republike Srpske¹⁶ propisivao je restiktivan režim sticanja sopstvenih akcija. Prema, ovom Zakonu, akcionarsko društvo je moglo sticati sopstvene akcije isključivo: (1) ako je sticanje akcija neophodno da

¹⁴ „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 63/16.

¹⁵ „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 79/09.

¹⁶ „Službeni glasnik Republike Srpske“ br. 24/98, 62/02, 66/02, 38/03, 97/04, 34/06.

bi se sprečila znatna šteta za društvo; (2) ako akcije treba da se ponude za otkup zaposlenima u društvu ili povezanim društvima; (3) ako je sticanje akcije besplatno; (4) na osnovu pravnog sledbeništva (član 236). Navedeno rešenje, prema kome je svako sticanje sopstvenih akcija ništavno ukoliko nije izvršeno u skladu sa razlogom sticanja, koji su uvek zakonski propisani, utemeljeno je na sistemu kontinentalnog prava, do njegovog reformisanja 2006. godine.

Donošenjem, i danas aktuelnog, Zakona o privrednim društvima¹⁷ Zakonodavac u Republici Srpskoj, deklarativno posmatrano, usvaja najliberalniji režim sticanja sopstvenih akcija, budući da se taksativno ne navode dopušteni razlozi sticanja, čime se pridružio savremenim trendovima ne propisivanja osnove za sticanje sopstvenih akcija (popisana su zakonska ograničenja). Međutim, nespretnošću i neadekvatnim tumačenjem operacionalizacije načela jednakog položaja akcionara, aktuelni Zakon u značajnoj meri onemogućava sticanje sopstvenih akcija u velikom broju slučajeva. Brojne zakonske odredbe kojima su regulisane transakcije sa sopstvenim akcijama i izveštavanje o sopstvenim akcijama mogu se oceniti neadekvatnim.

3.1. Obaveznost primene pro-rata metode

Zakon o privrednim društvima dozvoljava otvorenim društvima da stiču sopstvene akcije isključivo putem ponude svim akcionarima pro-rata metodom (član 216, tačka 6). Navedena odredba se može oceniti izuzetno štetnom. Naime, pro-rata sticanje onemogućava otkup sopstvenih akcija na organizovanom tržištu. Time je dakle onemogućeno i sticanje akcija u cilju sprečavanja značajnije štete po društvo, što je u uslovima krize jedan od najznačajnijih instrumenata sprečavanja pada vrednosti akcija, budući da s jedne strane realizacija otkupa ovom metodom traje isuviše dugo, dok se s druge strane, onemogućava društvu da odredi pogodnu cenu za otkup akcija u uslovima pada berzanskih indeksa, bez štete po društvo.¹⁸ Propisivanje obaveznosti primene pro-rata metode dezavuiše i odredbu kojom se predviđa izuzetak prema kome upravni odbor može doneti odluku o sticanju do 5% sopstvenih akcija u cilju sprečavanja štete po društvo (član 217, tačka 4v). Vezano za navedenu odredbu, osim nemogućnosti njenog adekvatnog spovođenja uslovljeno propisivanjem pro-rata metode, treba navesti da Zakonodavac ne propisuje sankcije ukoliko upravni odbor sticanjem sopstvenih akcija nanese štetu društvu nehotimično, ili pak uvažavajući svoje a ne interese društva. Ovde je važno navesti da se otkupom sopstvenih akcija u R. Srbiji neretko nanela šteta društvu, odnosno postojećim investitorima, a u korist špekulativnih investitora.¹⁹

¹⁷ „Sl. glasnik Republike Srpske“ br. 127 od 31. decembra 2008, 58/09, 100/11, 67/13.

¹⁸ Pavlović Vladan (2010), 76.

¹⁹ Videti: Joksimović Dušan, et al. (2015): „Sticanje sopstvenih akcija u Srbiji: Motivi i efekti“, *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*, 51(33), 401-414.

Propisivanje obaveze primene pro-rata metode pokazuje nerazumevanje Zakonodavca značaja i tehnike sticanja sopstvenih akcija. Suštinsko nerazumevanje značaja i suštine sticanja sopstvenih akcija uviđa se i iz člana 218. kojim je propisan postupak sticanja akcija pro-rata metodom, odnosno sadržaj ponude akcionarima za sticanje sopstvenih akcija. Naime, u sadržaju ponude se ne zahteva obelodanjivanje razloga sticanja sopstvenih akcija. Poznavanje razloga za sticanje sopstvenih akcija je od velikog značaja pri donošenju odluke o prodaji akcija.²⁰ Neadekvatna je međutim i sama formulacija prema kojoj se "akcije ne mogu sticati sporazumom sa akcionarom već samo putem ponude svim akcionarima pro-rata" (Član 216, tačka 6). Propisivanje obavezne primene pro-rata metode samo po sebi isključuje sticanje sopstvenih akcija neposrednom pogodbom (sporazumom) sa akcionarima kao i sve ostale metode sticanja. A ukoliko je Zakonodavac želeo i da eksplicitno navede nedozvoljene načine sticanja sopstvenih akcija (što je nepotrebno) trebao je da navede i ostale nedozvoljene metode sticanja.

Propisivanje pro-rata metode verovatno je posledica stava da ova metoda obezbeđuje realizaciju načela jednakog položaja akcionara koje se ubraja u temeljne postulate na kome je zasnovana dogmatika akcionarskog društva. Pravna nauka je međutim zauzela stanovište da jednakost položaja akcionara podrazumeva jednakost njihovog položaja kao članova društva, a ne kao stvarnih pravnih ili fizičkih osoba iz čega proizilazi da zakonodavac treba osigurati jednakost šansi, a ne jednakost rezultata.²¹ Kada je reč o sticanju sopstvenih akcija na organizovanom tržištu, smatra se da sloboda pristupu tržištu osigurava jednakost šansi. „Razume se, govorimo li o akcionarima kao konkretnim osobama, ova zakonska presumpcija je u stvari fikcija, jer sasvim sigurno da tzv. mali akcionar (pogotovo ako je fizička osoba) neće redovno pratiti obaveštenja društva, neće imati 'svog' brokera ili će mu troškovi provizije biti neprihvatljivi, neće pravovremeno reagovati, itd.“²² Zakonodavstva razvijenih zemalja su prihvatile pomenuti stav pravne nauke, te ne predviđaju obevezu sticanja sopstvenih akcija pro-rata metodom. Sticanje sopstvenih akcija u cilju sprečavanje štete po društvo smatra se značajnom, ne samo u meri da je taj postupak dozvoljen (ne propisivanjem pro-rata metode) već da su za navedeni slučaj predviđena odstupanja od opštih uslova za sticanje sopstvenih akcija. Primera radi, za navedeni slučaj zakonodavac država članica EU može propisati da se sopstvene akcije mogu steći i bez odluke skupštine akcionara (član 21, tačka 2). Za razliku od anglosaksonskog sistema prava, u sistemu kontinentalnog prava je tradicionalno propisivan osnov sticanja sopstvenih akcija, van kojih je svako sticanje ništavno, pri čemu su po pravilu, zakonom predviđeni osnovi sticanja upravo bili sticanje

²⁰ Videti opširnije u: Pavlović Vladan, et al. (2014): "Reporting on the reasons for the acquisition of own shares", *Ekonomika poljoprivrede*, 61(3), 707-721.

²¹ Parać Zoran.

²² Parać Zoran . Prema: Pavlović Vladan (2014).

sopstvenih akcija radi spečavanja štete po društvo i sticanje sopstvenih akcija radi njihove ponude zaposlenima u društvu ili zainteresovanima u povezanim društvima.²³ Inače, smatra se da se sticanjem sopstvenih akcija može preduprediti šteta po društvo u uslovima naglog pada vrednosti akcija na tržištu, kao i u slučaju spečavanja preuzimanja akcija od konkurenata ili u slučaju kada manjinski akcionari vode spor protiv odluke društva.²⁴

Zakonodavac u Republici Srpskoj je očigledno preuzeo ovo zakonsko rešenje iz srpskog Zakona o privrednim društvima iz 2004. godine²⁵ koji je predvideo mešoviti sistem sticanja sopstvenih akcija. Preuzimanje zakonskih rešenja iz okruženja gde je uspostavljen isti pravni sistem i gde vladaju slični privredni uslovi se načelno može smatrati smislenim. Međutim, nekritičko preuzimanje zakonskog rešenja neadekvatnog i u samoj državi odakle je preuzet nema opravdanja. Utoliko više kada se i u samoj državi iz koje je određeno rešenje preuzeto ustanovi neodrživost takvog rešenja. Naime, i u R. Srbiji, odakle je Zakonodavac u Republici Srpskoj preuzeo zakonsko rešenje sticanja sopstvenih akcija, ustanovljena je nemogućnost postizanja postavljenih ciljeva sticanja sopstvenih akcija kao posledica neadekvatno uspostavljenog sistema i postupka sticanja sopstvenih akcija. U R. Srbiji je naime brzo nakon donošenja Zakona o privrednim društvima²⁶ ustanovljeno, nešto što je samo po sebi od početka bilo jasno, a to je da pro-rata metoda onemogućava društvo da promptno reaguje na poremećaje na tržištu, te da sticanjem sopstvenih akcija na organizovanom tržištu spreči nastanak štete po društvo. Kao posledica navedenog, odredba Zakona kojom je propisvana obaveza primene pro-rata metode (član 223), dezavuisana je već u januaru 2016. godine Mišljenjem Komisije za hartije od vrednosti.²⁷ Komisija za hartije od vrednosti omogućila je ovim Mišljenjem sticanje sopstvenih akcija, praktično i u svim drugim slučajevima. Naime, Komisija je propisala izuzetke za slučaj:

- (a) promptnog reagovanja usled poremećaja na tržištu;
- (b) u cilju pribavljanja nedostajućih akcija nakon sprovedene procedure sticanja pro-rata sopstvenih akcija, kada društvo nije steklo broj akcija određen odlukom o sticanju.

Propisivanje drugog ograničenja je bilo izuzetno nelogično. Jer zašto bi neko prodavao akcije na berzi ukoliko akcionari nisu želeli da upišu prodaju akcija pro-rata metodom? Pro-rata je instrument otkupa za koji je logično da ga prati premija, jer što bi inače akcionari prodavali po pro-rata ponudi (prodavali bi na

²³ Prema: Vasiljević Mirko (2006): *Komentar Zakona o privrednim društvima*. Beograd: Službeni glasnik, str. 144.

²⁴ Vasiljević Mirko

²⁵ „Službeni glasnik R.Srbije“, br. 125/04.

²⁶ „Službeni glasnik R.Srbije“, br. 125/04.

²⁷ Mišljenje br. 3/0-04-617/8-05 od 19.01.2016. godine.

berzi), a kada neko neće da proda uz premiju zašto bi prodavao bez premije, sem ukoliko je došlo do rasta vrednosti akcija, što nije logična pretpostavka.

Iako pravno neodrživo, budući da zakon mora imati jaču pravnu snagu od mišljenja Komisije, navedeno rešenje, ostalo je u R. Srbiji na snazi sve do donošenja novog Zakona o privrednim društvima, kojim se više nije predviđala primena pro-rata metode.

Odluka Zakonodavca u Republici Srpskoj da u Zakonu o privrednim društvima donetim 2013. godine, preuzme rešenje Zakona o privrednim društvima R. Srbije iz 2004 godine, utoliko je neshvatljivija kada se ima u vidu sledeće činjenice:

Prvo, već 2006. godine u EU doneta je Direktiva o modernizaciji (Direktiva 2006/68/EC - Direktiva o formiranju otvorenih akcionarskih društava i održavanju kapitala i promenama na kapitalu od 6. septembra 2006) kojom je značajno izmenjen pravni režim sticanja sopstvenih akcija u Evropskoj uniji uspostavljen Drugom direktivom (77/91/EEC). Donošenju Direktive 2006/68/EC, prethodio je Izveštaj Evropske komisije „Modernizacija kompanijskog prava i podsticanje korporativnog upravljanja u EU – Plan za napredovanje“ koji je pak zasnovan na preporukama SLIM grupe (stručna radna grupa Evropske komisije) i Izveštaj o savremenom regulatornom okviru za kompanijsko pravo u Evropi (poznat pod nazivom „Vinterov izveštaj“) sačinjen od Grupe visokih eksperata kompanijskog prava (eng. *High Level Group of Company Law Experts*) sa ciljem podizanja efikasnosti i konkurentnosti kompanija. Modernizaciji Druge direktive, odnosno donošenje Direktive 2006/68/EC, pristupilo se kao posledica ocenjene potrebe za stvaranjem zakonske osnove koja bi omogućila podizanje efikasnosti i kompetitivnosti kompanija, usled prihvaćenog stava da pavni režim sticanja sopstvenih akcija uspostavljen Drugom Direktivom ne omogućava kompanijama da adekvatno reaguju, odnosno ne omogućava blagovremeno prilagođavanje veličine i vlasničke strukture kapitala kao reakciju na tržišne promene.²⁸ Direktivom 2006/68/EC značajno je liberalizovan režim sticanja sopstvenih akcija. U Direktivi se navodi da akcionarskim društvima treba dozvoliti sticanje sopstvenih akcija u okviru oformljenih rezervi koje se ne mogu raspodeljivati, te da je potrebno omogućiti fleksibilnost, odnosno brzo reagovanje na tržišne promene koje utiču na cene akcija, produženjem trajanja perioda na koji skupština može ovlastiti upravu društva i smanjenjem administrativnih opterećenja (recital 4. preambule). Za razliku od režima sticanja sopstvenih akcija propisanog Drugom Direktivom, prema kome je 10% upisanog kapitala društva propisan kao maksimalan iznos sopstvenih akcija koje društvo može steći, pri čemu je državama članicama ostavljena mogućnost određivanja i

²⁸ Pavlović Vladan (2015); *Zakonska regulativa i praksa izveštavanja o sopstvenim akcijama u Crnoj Gori*, X Kongres računovođa i revizora Crne Gore, „Finansijsko izveštavanje u funkciji unapređenja procesa menadžmenta“, Institut sertifikovanih računovođa Crne Gore - Ekonomski fakultet Podgorica, Bečići, 22-24 oktobar 2015.

nižeg praga, izmenama Direktive, se više ne propisuje najviši prag sticanja sopstvenih akcija, već najniži prag koji države moraju da dozvole, odnosno države se ograničavaju da ne mogu propisati prag sticanja sopstvenih akcija koji je niži od 10% upisanog kapitala [član 1(4.i)]. kojim se menja član 19 Druge direktive), dok se propisani rok sprovođenja odluke Skupštine produžava sa maksimalnih 18 meseci na maksimalnih pet godina [član 1(4.a)] kojim se menja član 19 Druge direktive). Prema tome, izmenama Direktive se ne predviđa vrednosno ograničenje sticanja sopstvenih akcija, uz predašnji uslov, da vrednost neto imovine nakon otkupa, ne bude manja od iznosa upisanog kapitala uvećanog za neraspodeljive rezerve. Dakle, dok je izvorna Direktiva omogućavala društvima da stiču sopstvene akcije najviše u visini od 10% upisanog kapitala i to ukoliko su supstituisale deo osnovnog kapitala koji se umanjuje otkupom sopstvenih akcija dobitkom raspodeljenim u neraspodeljive rezerve, izmenama Druge direktive, zemljama članicama se omogućava da ne ograniče društvima maksimum sticanja sopstvenih akcija ukoliko društva supstituišu deo osnovnog kapitala koji se *de facto* umanjuje otkupom sopstvenih akcija, dobitkom raspodeljenim u neraspodeljive rezerve.

3.2. *Određivanja vrednosti po kojoj se stiču sopstvene akcije*

Za razliku od Direktive 2012/30/EU koja propisuje obavezu propisivanja raspona vrednosti (odnosno minimalne i maksimalne vrednosti) za sticanje sopstvenih akcija (član 21a), Zakon o privrednim društvima (član 217) nalaže da skupština društva treba da odredi “kupovnu cenu ili način njenog utvrđivanja”. Može se oceniti da je navedeni uslov u suprotnosti sa interesima društva. Naime, cena koju odredi skupština društva može biti u trenutku realizacije otkupa akcija nepovoljna za društvo, ili pak i onemogućiti otkup. S druge strane, u slučaju utvrđivanja metode utvrđivanja cene, utvrđena metoda može u konkretnim okolnostima dati vrednost koja je nepovoljna sa aspekta ciljeva sticanja akcija. Upravo iz navedenih razloga, Direktiva 212/30/EU i nalaže utvrđivanje raspona vrednosti čime se ostavlja menadžmentu prostor da utvrdi cenu po kojoj se mogu realizovati ciljevi otkupa, dok akcionari s druge strane zadržavaju kontrolu da se akcije ne mogu otkupljivati izvan utvrđenog vrednosnog raspona.

3.3. *Vrednosno ograničenje za sticanje sopstvenih akcija*

Vrednosno ograničenje za sticanje sopstvenih akcije nije adekvatno definisano. Naime, Zakonodavac u Republici Srpskoj propisuje da otvoreno akcionarsko društvo može steći akcije koje je izdalo tako da ukupna nominalna vrednost, uključujući i ranije stečene akcije koje društvo drži i akcije koje su stečene indirektno, ne pređe 10 % njegovog osnovnog kapitala, osim u slučaju da (a) društvo ima rezerve koje se mogu koristiti za ove namjene i ako ih koristi za ova sticanja,

(b) sticanja akcija bez naknade koje su u potpunosti plaćene, (v) sticanja akcija u postupku prinudne prodaje na osnovu sudske odluke za plaćanje duga akcionarskom društvu od strane akcionara, ako nema drugog načina naplate i (g) statusnih promena (član 216).

Naime, saglasno Direktivi 2012/30/EU, društva ne mogu sticati sopstvene akcije bez ispunjenog uslova da vrednost neto imovine nakon otkupa, ne bude manja od iznosa upisanog kapitala uvećanog za neraspodeljive rezerve. Prema tome, društvo ne bi smelo da stekne ni 10% osnovnog kapitala (sem za posebno taksativno navedene svrhe) ukoliko ne postoje formirane rezerve za tu namenu. Navedena odredba trebala je i da bude sadržana u Zakonu o privrednim društvima u Republici Srpskoj u članu 225 kojim se zabranjuju isplate akcionarima. Međutim, umesto da član Zakona glasi da se ne mogu vršiti isplate akcionarima ukoliko bi nakon isplate neto imovina društva bila manja od upisanog kapitala, uvećanog za rezerve koje se prema zakonu ili statute ne mogu raspodeljivati, odnosno koristiti za isplate akcionarima, kako glasi i član 21, tačka 1b. Direktive 2012/30/EU, Zakonodavac u Republici Srpskoj propisuje da se ne mogu vršiti isplate akcionarima ukoliko bi nakon isplate neto imovina društva bila manja od njegovog osnovnog kapitala, uvećanog za rezerve koje se mogu koristiti za isplate akcionarima. Uz to, neophodno je u odeljku o sopstvenim akcijama predvideti član kojim se kazuje da se ograničenje isplate akcionarima odnosi i na opšte uslove sticanja sopstvenih akcija. Ovo je od velike važnosti budući da se ovo ograničenje mora ukinuti u posebnim slučajevima sticanja sopstvenih akcija, o čemu će biti reči.

Iz vrednosnog ograničenja definisanim članom 216(5) proizilazi da društvo može steći sopstvene akcije do 10% vrednosti osnovnog kapitala i ukoliko ne postoje neraspodeljive rezerve za tu namenu, a da može steći sopstvene akcije bez vrednosnog ograničenja ukoliko pomenute rezerve postoje, uz jedino ograničenje da "akcionarsko društvo može steći samo deo običnih akcija kao sopstvene akcije [član 216(4)]. Mora se primetiti da je i navedeni stav nespretno formulisan, te da bi formulacija da „akcionarsko društvo ne može steći sve obične akcije“ bila primerenija.

Inače, Direktivom 2006/68/EC značajno je liberalizovan režim sticanja sopstvenih akcija i po pitanju vrednosnog ograničenja. U Direktivi se navodi da akcionarskim društvima treba dozvoliti sticanje sopstvenih akcija u okviru oformljenih rezervi koje se ne mogu raspodeljivati. Za razliku od režima sticanja sopstvenih akcija propisanog Drugom Direktivom, prema kome je 10% upisanog kapitala društva propisan kao maksimalan iznos sopstvenih akcija koje društvo može steći, pri čemu je državama članicama ostavljena mogućnost određivanja i nižeg praga sticanja. Direktivom 2006/68/EC, se više ne propisuje najviši prag sticanja sopstvenih akcija, već najniži prag koji države moraju da dozvole, odnosno države se ograničavaju da ne mogu propisati prag sticanja sopstvenih akcija koji je niži od 10% upisanog kapitala [član 1(4.i)]. kojim se menja član 19

Druge direktive). Prema tome, za razliku od originalnog rešenja, kojim je 10% upisanog kapitala društva propisan kao maksimalan iznos sopstvenih akcija koje društvo može steći (uz taksativno navedene izuzetke), pri čemu je državama članicama ostavljena mogućnost određivanja i nižeg praga, izmenama Direktive, se više ne propisuje najviši prag sticanja sopstvenih akcija, već najniži prag koji države moraju da dozvole, odnosno države se ograničavaju da ne mogu propisati prag sticanja sopstvenih akcija koji je niži od 10% upisanog kapitala [član 1(4.i)].

Dakle Direktiva 2012/30/EU u koju su inkorporirane odredbe Direktive 2006/68/EC, ne predviđa vrednosno ograničenje sticanja sopstvenih akcija, uz predašnji uslov, da vrednost neto imovine nakon otkupa, ne bude manja od iznosa upisanog kapitala uvećanog za neraspodeljive rezerve kojim se supstituiše deo osnovnog kapitala koji je de facto umanjen otkupom sopstvenih akcija.

3.4. Vremensko ograničenje ovlašćenja za sticanje sopstvenih akcija

Prema članu 217, ovlašćenje skupštine akcionara za sticanje sopstvenih akcija ne može biti duže od 18 meseci, što je značajno manje od ograničenja od 5 godina koje predviđa Direktiva 2012/30/EU. Vremensko ograničenje ovlašćenja skupštine od 18 meseci nije u suprotnosti sa zahtevima Direktive 2012/30/EU, ali se njime umanjuje fleksibilnost i povećavaju administrativni troškovi društva. Izvorna Druga direktiva je predviđala da period na koji se daje ovlašćenje ne može biti duži od 18 meseci (član 19, stav 1a). U preambuli (recital 4) Direktive 2006/68/CE se navodi da period trajanja ovlašćenja skupštine treba produžiti, kako bi se omogućila fleksibilnost i smanjili administrativni troškovi kada kompanije moraju brzo da reaguju na tržišna događanja koja imaju uticaja na cenu akcija. Saglasno tome, umesto dotadašnjih 18 meseci, period ovlašćenja je produžen na pet godina. Isto rešenje zadržano je i u Direktivi 2012/30/EU. Na ovaj način je rok za izvršenje odluke o sticanju sopstvenih akcija usaglašen sa vremenskim ograničenjem uprave da izdaje odobrene akcije, čime je stepen unutrašnje kohezije čitavog sistema dignut na viši nivo.²⁹

Posmatrajući države u okruženju, vremensko ograničenje ovlašćenja skupštine u Republici Srpskoj od 18 meseci, duže je jedino od vremenskog ograničenja u R. Crnoj Gori gde je propisano ograničenje od 12 meseci.³⁰ Vremensko ograničenje je u R. Srbiji Zakonom o privrednim društvima³¹ iz 2011. godine produžen sa 18 meseci na 2 godine, dok je Zakonodavac u R. Hrvatskoj izmenama Trgovačkog zakonika sa prvobitnih 18 meseci produžio vremensko ograničenje na maksimalnih 5 godina, kako predviđa Direktiva 2012/30/EU. (Trgovački zakon, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07,

²⁹ Radović Vuk

³⁰ Zakon o privrednim društvima, „Sl. list RCG”, br. 06/02 i „Sl. list Crne Gore”, br. 17/07, 80/08, 40/10, 36/11 i 40/11.

³¹ „Sl. Glasnik RS” br. 36/3011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/2015.

146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15). Zakonodavac u Republici Srpskoj je dakle zadržao vrednosno ograničenje predviđeno izvornom Drugom direktivom (Član 19) koja je modernizovana 2006. godine donošenjem Direktive 2006/68/EC.

3.5. Informisanje skupštine akcionara

Član 217 Zakona o privrednim društvima ne nalaže eksplicitno obavezu informisanja skupštine akcionara o razlozima sticanja sopstvenih akcija, što je nedopustivo. Naime, detaljan izveštaj o razlozima sticanja sopstvenih akcija podnosi upravni odbor isključivo ako je upravni odbor, umesto skupštine akcionara, doneo odluku o sticanju sopstvenih akcija radi dodele zaposlenima i/ili radi spečavanja štete po društvo (Član 217, tačka 5). Osim toga, korisno bi bilo i zahtevati dostavljanje analize da li je otkupom sopstvenih akcija sprečena šteta po društvo, a pogotovo da li se otkupom sopstvenih akcija pričinila dodatna šteta društvu, odnosno postojećim investitorima. Izostanak propisivanje obaveze izveštavanja, u članu Zakona kojim se reguliše materija u vezi sa sopstvenim akcijama, o razlozima sticanja sopstvenih akcija i za druge razloge sem za sopstvene akcije koje su stečene u cilju njihove dodele zaposlenima i/ili radi spečavanja štete po društvo utoliko je neshvatljivija kada se ima u vidu da se u Odeljku Zakona "Informisanje akcionara i delokrug rada - Posebno informisanje akcionara" (10.4) nalaže obaveza upravnom odboru da na svakoj godišnjoj skupštini akcionara izvesti akcionare o razlozima sticanja, broju i nominalnoj vrednosti stečenih akcija, označenje da li ih je društvo steklo sa naknadom ili bez nje i uz navođenje iznosa, broj sopstvenih akcija koje društvo već drži i broj tih akcija koje je ponovo izdalo (član 280, stav 2). I ovde se međutim uočava da se ne zahteva od upravnog odbora da izvesti o relevantnim informacijama u vezi sa otuđenjem sopstvenih akcija. Može se takođe prigovoriti da se zahteva obelodanjivanje ovih informacija u "Izveštaju o finansijskom stanju društva" (član 280, stav 1) čija struktura nije definisana ni zakonskom ni profesionalnom regulativom.

3.6. Pitanje rezervi

Direktivom 2006/68/EC, čije su odredbe inkorporirane i u Direktivu 2012/30/EU, značajno je liberalizovan režim sticanja sopstvenih akcija, budući da ne predviđa vrednosno ograničenje sticanja sopstvenih akcija, uz pređašnji uslov, da vrednost neto imovine nakon otkupa, ne bude manja od iznosa upisanog kapitala uvećanog za neraspodeljive rezerve. Dakle, dok je izvorna Direktiva omogućavala društvima da stiču sopstvene akcije najviše u visini od 10% upisanog kapitala i to ukoliko su supstituisale deo osnovnog kapitala koji se umanjuje otkupom sopstvenih akcija dobitkom raspodeljenim u neraspodeljive rezerve, izmenama Druge direktive, zemljama članicama se omogućava da

ne ograniče društvima maksimum sticanja sopstvenih akcija ukoliko društva supstituišu deo osnovnog kapitala koji se *de facto* umanjuje otkupom sopstvenih akcija, dobitkom raspodeljenim u neraspodeljive rezerve.³² Zakonodavac je u Republici Srpskoj omogućio otvorenim akcionarskim društvima da stiču sopstvene akcije i preko 10% osnovnog kapitala ukoliko “društvo ima rezerve koje se mogu koristiti za ove namene” (član 216, tačka 5a). Navedena formulacija nije najsrećnija i verovatno nije najasnija većini pravnika i ekonomista. Nespretno korišćenje termina “rezervi” uočava se i iz Člana 207 i Člana 231 gde se govori o “rezervama kapitala” (kao što to čini i Zakonodavac u R. Hrvatskoj) umesto o kapitalnim rezervama. Nejasnoće Zakonodavca po pitanju rezervi uočavaju se i iz već pominjanog člana 225 (ograničenja isplate) gde se navode raspodeljive rezerve umesto neraspodeljive rezerve.

Međutim, daleko veći problem je taj što Zakon o privrednim društvima u Republici Srpskoj precizno ne definiše ove rezerve, niti propisuje način njihovog formiranja i rasformiranja. Bilo bi uputno da Zakonodavac u Republici Srpskoj predvidi postojanje rezervi na ime *de facto* umanjenja kapitala po osnovu sticanja sopstvenih akcija, kao i da propiše da li se rezerve za sticanje sopstvenih akcija mogu formirati iz statutarnih rezervi, ukoliko je statutom društva predviđena takva mogućnost, i iz rezervi iz dobitka (koje nadmašuju iznos prenesenog gubitka), što bi bilo preporučivo, kao i da propiše da se pomenute rezerve mogu ukinuti samo u slučaju otuđenja ili povlačenja sopstvenih akcija ili umanjiti za iznos za koji one prelaze iznos niže iskazane vrednosti sopstvenih akcija.

3.7. Izuzeci od opštih uslova i ograničenja

Zakon o privrednim društvima u Republici Srpskoj omogućava sticanje sopstvenih akcija preko 10% osnovnog kapitala, sem ukoliko raspolaže rezervama za ove namene, i u slučaju sticanja akcija bez naknade koje su u potpunosti plaćene, sticanja akcija u postupku prinudne prodaje na osnovu sudske odluke za plaćanje duga akcionarskom društvu od strane akcionara, ako nema drugog načina naplate i u slučaju statusnih promena (član 216, tačka 5a, 5b, 5v i 5g). Ispostavlja se da se u navedenim slučajevima predviđa isključivo izuzetak od vrednosnog ograničenja ukoliko ne postoje rezerve, a ne i u odnosu na ostale uslove. Za navedene slučajeve potrebno je predvideti i odstupanje od opšteg pravila prema kome skupština akcionara donosi odluku o sticanju sopstvenih akcija, kao i opšti uslov o zabrani smanjenja neto imovine ispod vrednosti upisanog kapitala uvećanog za iznos nerapodeljivih rezervi. Direktiva 2012/30/EU upravo navedeno i predviđa članom 22 koji omogućava suspendovanje člana 21 koji navedeno propisuje.

Osim toga, Zakonodavac je prevideo da predvidi odstupanje od opštih uslova i u drugim slučajevima u kojima je to neophodno. Direktiva 2012/30/

³² Pavlović Vladan (2015).

EU predviđa odstupanje od opštih uslova za sledeće slučajeve: (a) akcije koje se stiču prilikom izvršavanja odluke o smanjivanju kapitala; (b) akcije stečene kao rezultat univerzalnog pravnog sledbeništva; (c) u celosti uplaćene akcije koje su stečene nenaplatno ili ako sticanjem banke i druge finansijske institucije kupuju akcije komisiono; (d) akcije stečene na osnovu zakonskih obaveza ili kao posledica sudske odluke za zaštitu manjinskih akcionara, posebno u slučaju spajanja, promene delatnosti ili oblika društva, prenosa registrovanog sedišta u inostranstvo ili uvođenja ograničenja prilikom prenosa akcije; (e) akcije stečene od akcionara koji ih nisu uplaćivali; (f) akcije stečene radi nadoknade štete manjinskim akcionarima u povezanim društvima; i (g) u celosti uplaćene akcije koje su stečene u okviru postupka prisilne prodaje na osnovu sudskog naloga, radi plaćanja obaveze koju je vlasnik akcija imao prema društvu.³³

Ovako su pojedine zakonske odredbe protivrečne ili nelogične. Primera radi, članom 435, kojim se regulišu posebna prava nesaglasnih akcionara, propisuje se društvu zakonska obaveza, ukoliko su ispunjeni propisani uslovi definisani ovim članom, otkupljivanja akcija od nesaglasnih akcionara, dok se s druge strane članom 216, kojim se reguliše pitanje sticanje sopstvenih akcija, ne predviđa suspenzija opštih uslova za otkup sopstvenih akcija.

3.8. Izveštavanje o transakcijama sa sopstvenim akcijama

Informacija da je kompanija otkupljivala sopstvene akcije predstavlja informaciju od izuzetnog značaja, kako za investitore, tako i za kreditore. Smatra se da je sticanje sopstvenih akcija predstavljalo početkom dvadesetog veka jedno od najčešće raspravljanih tema iz oblasti finansija u salama za sastanke u SAD.³⁴ Globalna kriza je doprinela da ovo pitanje postane još značajnije. S druge strane, neretko su sopstvene akcije otkupljivane sa špekulativnim namerama. Drugim rečima, institut sticanja sopstvenih akcija često je predmet zloupotreba. Uostalom, upravo zbog toga, ovaj pravni institut dugo vremena nije bio dozvoljen u državama evropskog kontinentalnog prava, ili je sticanje sopstvenih akcija bilo značajno ograničeno.³⁵ Prema tome, zahtevi regulatura za detaljnim izveštavanjem o sticanju sopstvenih akcija sasvim je prirodno, i nije novijeg datuma.

Izvorna Druga direktiva predvidela je da, kada zakoni države članice dozvoljavaju društvu sticanje sopstvenih akcija, društva izveštavaju o sopstvenim akcijama u izveštaju o poslovanju (*Management report/Le rapport de gestion*).³⁶ Izveštaj o poslovanju treba da sadrži najmanje: (a) razloge sticanja koja su izvršena tokom finansijske godine; (b) broj i nominalnu vrednost, ili ako ne postoji nomi-

³³ Osim navedenog, predviđen je i jedan izuzetak koji se odnosi na investiciona društva.

³⁴ Pavlović Vladan (2010).

³⁵ Videti opširnije u: Parać Zoran .

³⁶ U Direktivi 2012/30/EU na engleskom jeziku, kao i u Drugoj i Četvrtoj direktivi, izveštaj o poslovanju naziva se *Annual report*.

nalna vrednost, računovodstvenu vrednost sopstvenih akcija stečenih i prodatih tokom finansijske godine, te deo upisanog kapitala koji predstavljaju; (c) u slučaju naplatnog sticanja ili otuđenja, naknadu za sopstvene akcije; (d) broj i nominalnu vrednost, ili ako ne postoji nominalna vrednost, računovodstvenu vrednost akcija koje je društvo steklo i poseduje, te deo upisanog kapitala koji predstavljaju [član 22(2)]. Istovetno rešenje predviđeno je članom 24(2) Direktive 2012/30/EU. Direktiva 2013/34/EU [Odeljak 5, član19(3)] propisuje da se pomenuti zahtevi za obelodanjivanjem informacija zahtevanih Direktivom 2012/30/EU [član 22(2)] obelodanjuju u izveštaju o poslovanju (*Management report/Le rapport de gestion*), a da društva razvrstana u mala pravna lica, ukoliko im države članice ne propisuju obavezu sastavljanja izveštaja o poslovanju, ove informacije obelodanjuju u Napomenama uz finansijske izveštaje (*Notes to the financial statements/L'annexe*). Četvrta direktiva je predviđala članom 46(3) istovetno rešenje.³⁷

Eksterno izveštavanje o sticanju i otuđivanju sopstvenih akcija treba da bude regulisano Zakonom o privrednim društvima, Zakonom o računovodstvu i za javna društva, Zakonom o tržištu kapitala.

Po pitanju eksternog izveštavanja, Zakonodavac u Republici Srpskoj u Zakonu o privrednim društvima pominje izveštavanje o sopstvenim akcijama samo u okviru člana kojim se propisuje sadržaj izveštaja o poslovanju, gde nalaže da se u ovom izveštaju moraju prikazati „podaci o sticanju sopstvenih akcija društva” [član 282(g)]. Ovo je svakako nedovoljno. Nužno je, ne samo propisati da izveštaj o poslovanju mora najmanje da sadrži sve gore navedene zahteve predviđene Direktivom 2012/30/EU u vezi sa sticanjem i otuđenjem sopstvenih akcija, već odredbom u vezi obelodanjivanja ovih informacija treba dopuniti i odeljak o sticanju i otuđivanju sopstvenih akcija.

Zakon o tržištu hartija od vrednosti Republike Srpske³⁸ ne propisuje javnim društvima obavezu obelodanjivanja relevantnih informacija u vezi sa transakcijama sa sopstvenim akcijama. Sopstvene akcije se pominju u ovom Zakonu tek jednom, i to sa zahtevom da se u okviru podataka o emitentu su obelodanjuje nominalna vrednost sopstvenih akcija. [član 15. i(3)]

Što se tiče Zakona o računovodstvu i revizije Republike Srpske³⁹ sopstvene akcije se takođe pominju u kontestu sadržaja izveštaja o poslovanju, gde se navodi da godišnji izveštaj o poslovanju obavezno sadrži „informacije o otkupu vlastitih akcija i udjela“ (član 24, stav 2, tačka 4). Navedena zakonska odredba je razume se nepotpuna, jer ne samo da ne navodi saglasno odredbama Direktive koje sve informacije je društvo obavezno da obelodani, već izričito navodi da se obelodanjuju informacije o otkupu sopstvenih akcija, a ne i o ostalim načinima sticanja sopstvenih akcija, kao i što iz navedene odredbe ne proizilazi obaveza obelodanjivanja informacija o otuđenju i poništavanju sopstvenih akcija.

³⁷ Pavlović (2015).

³⁸ “Službeni glasnik R. Srpske” broj 92/06, 34/09, 30/12, 59/13, 108/13, 4/17.

³⁹ “Službeni glasnik R. Srpske” br. 94/15.

Zakon o računovodstvu i revizije Republike Srpske takođe predviđa izuzimanje obaveze sastavljanja izveštaja o poslovanju za mikro i mala pravna lica (član 24, stav 4), ali propušta da propiše obavezu ovim društvima da o transakcijama sa sopstvenim akcijama izveštavaju u napomenama uz finansijske izveštaje.

Osim navedenoga, kada je reč o sopstvenim akcijama, zapaža se i upotrebe neujednačene terminologije u legislativi Republike Srpske, budući da Zakon o privrednim društvima i Zakon o računovodstvu i reviziji⁴⁰ govore o vlastitim, a Zakon o privrednim društvima, o sopstvenim akcijama.

Posledica izostavljanja, u legislativi Republike Srpske, informacija o transakcijama sa sopstvenim akcijama, koja su društva u obavezi da obelodanjuju saglasno zahtevima Direktive 2012/30/EU, odnosno izostavljanje odredbi koje to zahtevaju u Zakonu o privrednim društvima, Zakonu o računovodstvu i reviziji i u Zakonu o tržištu hartija od vrednosti, nesumnjivo ima, i imaće za posledicu ne obelodanjivanje svih relevantnih informacija, a posebno ne obelodanjivanje razloga za sticanje sopstvenih akcija. Na ovo upućuje praksa kompanija u Srbiji, gde se po pravilu ne izveštava adekvatno o transakcijama sa sopstvenim akcijama, a posebno ne obelodanjuju razlozi za sticanje sopstvenih akcija, uprkos tome što to predstavlja implicitan zahtev čak tri zakona, i to: Zakona o privrednim društvima,⁴¹ Zakona o računovodstvu⁴² i Zakona o tržištu kapitala,⁴³ koji se odnosi isključivo na javna društva. Ispostavilo se da je tek 21% kompanija koje su sticale sopstvene akcije u godini kada je propisana obaveza o izveštavanju o sopstvenim akcijama, saglasno zahtevima Direktive 2012/30/EU, obelodanilo razlog sticanja.⁴⁴ Posebno je zabrinjavajuće što je u sprovedenoj anketi o razlozima otkupa sopstvenih akcija u R. Srbiji, značajan broj odgovornih lica odgovorio da nije u mogućnosti da navede razloge sticanja sopstvenih akcija, obrazlažući to time da je u pitanju poslovna tajna.⁴⁵

4. Praksa sticanja i izveštavanja o transakcijama u vezi sopstvenih akcija u Republici Srpskoj

Sticanje sopstvenih akcija u Republici Srpskoj je zanemarljivog obima. Prema podacima dostupnim na sajtu Banjalučke berze i sajtu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srpske, samo četiri kompanije sa formom akcionarskog društva su sticale sopstvene akcije, i to "Mermer a.d. Čelinac" u 2009. godini,

⁴⁰ "Službeni glasnik R. Srpske" br. 94/15.

⁴¹ „Sl. glasnik R.Srbije“ br.36/3011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/2015),

⁴² „Sl. glasnik R.Srbije“ br. 62/2013.

⁴³ „Sl. glasnik R.Srbije“ br. 31/2011.

⁴⁴ Pavlović Vladan, et al.

⁴⁵ Videti oširnije u: Joksimović Dušan, et al.

“Stara gora a.d. Rogatica” i “Mrkonjićputevi a.d. Mrkonjić Grad” u 2012. godini i “Fratello trade a.d. Banja Luka” u 2017. godini.

Kompanija “Fratello trade a.d. Banja Luka” pokrenula je postupak sticanja sopstvenih akcija u aprilu 2017. godine, pri čemu sticanje treba da se realizuje u periodu od 25. aprila do 25. maja 2017. godine. Prema tome analiza uspešnosti otkupa sopstvenih akcija, kao i analiza efekata sticanja sopstvenih akcija i analiza adekvatnosti izveštavanja o transakcijama sa sopstvenim akcijama će biti omogućena tek nakon obelodanjivanja izveštaja o poslovanju u 2018. godini.

Upravni odbor Kompanije “Mermer a.d. Čelinac” doneo je odluku o sticanju sopstvenih akcija na Banjalučkoj berzi u oktobru 2009. godine, na osnovu prethodno važećeg Zakona o preduzećima (“Sl. glasnik” br. 24/98, 62/02, 38/03, 97/04, 34/06). Informacije koje bi omogućile analizu nisu dostupne.

Skupština akcionara kompanije “Stara Gora ad Rogatica” donela je odluku o raspisivanju javnog konkursa za otkup sopstvenih akcija pro-rata metodom saglasno odredbama Zakona o privrednim društvima.⁴⁶ Informacije koje bi omogućile analizu nisu dostupne.

Upravni odbor kompanije “Mrkonjićputevi a.d. Mrkonjić Grad” doneo je odluku (od 2.7.2012. godine) da na Banjalučkoj berzi otkupi sopstvene akcije u cilju sprečavanja poremećaja na tržištu hartija od vrednosti i sprečavanja veće i neposredne štete za društvo. Prema tome, i ovaj otkup je vršen pre donošenja aktuelnog Zakona o privrednim društvima. Informacije koje bi omogućile analizu nisu dostupne.

Imajući u idu zanemarljiv broj kompanija koji je sticao akcije, rezultati analize ne bi bili značajni, sve da su i potrebni podaci dostupni. Pri tome, potrebno je imati u vidu da je samo jedna kompanija pokrenula postupak otkupa sopstvenih akcija prema aktuelnom Zakonu o privrednim društvima, a da, u trenutku pisanja ovog rada, proces sticanja nije okončan.

5. Zaključna razmatranja

Legislativa po pitanju sticanja i izveštavanja o sopstvenim akcijama u Republici Srpskoj nesumnjivo se može oceniti neadekvatnom i jednim od osnovim uzroka malog obima sticanja sopstvenih akcija. Iz ugla korisnika finansijskih izveštaja, legislativa se takođe može oceniti neadekvatnom budući da se ne zahteva obelodanjivanje razloga sticanja sopstvenih akcija, što predstavlja informaciju od izuzetnog značaja. Osim toga, legislativa je neusaglašena i sa zahtevima Direktive 2012/30/EU. Brojne su kritike koje se mogu uputiti na račun aktuelnog Zakona o privrednim društvima. Kritike se mogu uputiti na propisivanje obavezne primene pro-rata metode, na neadekvatnost utvrđivanja vrednosti po kojoj se sticanje može izvršiti, na neadekvatnost vremenskog

⁴⁶ „Sl. glasnik R. Srpske“ br. 127 od 31. decembra 2008, 58/09, 100/11.

ograničenja ovlašćenja upravi za sticanje sopstvenih akcija, na neadekvatno propisano vrednosno ograničenje za sticanje sopstvenih akcija, na izostanak obaveze obelodanjivanja svih relevantnih aspekata sticanja sopstvenih akcija u izveštaju o poslovanju, i izostanak odredbe o informisanju skupštine akcionara u članu kojim se reguliše pitanja u vezi sa transakcijama sa sopstvenim akcijama.

Nužno je usaglasiti Zakon o privrednim društvima sa Direktivom 2012/30/EU, kao i dopuniti Zakon o računovodstvu i reviziji i Zakon o tržištu hartija od vrednosti sa odredbom kojom bi se zahtevalo obelodanjivanje svih relevantnih informacija u vezi sa transakcijama sa sopstvenim akcijama. Kada je su pitanju sticanje i otuđenje, odnosno poništavanje stečenih sopstvenih akcija, usaglašavanje Zakona sa Direktivom 2012/30/EU ne predstavlja samo obavezu harmonizovanja korporativnog prava sa zakonodavstvom EU koja proizilazi iz procesa pridruživanja EU (*acquis communautaire*), već je to neophodno i zbog interesa samih privrednih društava, investitora, poverilaca i ostalih korisnika finansijskih izveštaja, kao i radi uspostavljenja stabilnosti tržišta kapitala i finansijskog sistema u celini.

S druge strane, usaglašavanje zakonodavstva Republike Srpske sa Direktivom 2013/34/EU po pitanju bilansiranja sopstvenih akcija nije poželjno, usled činjenice da je Republika Srpska prihvatila primenu međunarodne profesionalne regulative, koja se razlikuje od zahteva ove Direktive. Imajući u vidu da investitori nesumnjivo očekuju da se sopstvene akcije iskazuju u bilansu stanja kao odbitna stavka kapitala budući da se u R. Srpskoj neposredno primenjuje međunarodna profesionalna regulativa, drugačije rešenje može uneti zabunu.

Literatura

- Andrić, M., Vuković, B. (2015): Priznavanje i vrednovanje bilansne imovine shodno zahtevima regulatornog okvira, *Ekonomski pogledi*, 17(2), 49-64.
- Joksimović, D., Pavlović, V., Mitić, M. (2015): Sticanje sopstvenih akcija u Srbiji: Motivi i efekti, *Analiza Ekonomskog fakulteta u Subotici*, 51(33), 401-414
- Parać, Z., Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija, Hrvatska, 20-22.05.2009, str. 109-128
- Pavlović, V. (2010): Otkupljivanje sopstvenih akcija - ciljevi, metodi i efekti, *Računovodstvo*, 53(3/4), SRRS, Beograd, 63-79
- Pavlović, V. (2014): Finansijsko računovodstveni aspekti sticanja sopstvenih akcija, *Računovodstvo*, 58(9/10), 30-39
- Pavlović, V., Cvijanović, J., Milačić, S. (2014): Reporting on the reasons for the acquisition of own shares, *Ekonomika poljoprivrede*, 61(3), 707-721

- Pavlović, V., Muminović, S. (2011): Međuzavisnost berzanske vrednosti akcija, motiva i obima otkupa sopstvenih akcija, *Ekonomika poljoprivrede*, 58(2), 265-280.
- Pavlović, V., Muminović, S., Grbić, V. (2011): Efekti otkupa sopstvenih akcija na berzansku vrednost i finansijski položaj mlekara u Srbiji, *Ekonomika poljoprivrede* 58(4), 577-594
- Pavlović, V., Zakonska regulativa i praksa izveštavanja o sopstvenim akcijama u Crnoj Gori, X Kongres računovođa i revizora Crne Gore, „Finansijsko izveštavanje u funkciji unapređenja procesa menadžmenta“, Institut sertifikovanih računovođa Crne Gore - Ekonomski fakultet Podgorica, Bečići, 22-24 oktobar 2015.
- Radović, V. (2007): Izmene Druge direktive EU i mogući pravci budućeg razvoja, *Pravo i privreda*, br. 5-8, 181-204.
- Vasiljević, M. (2006): Komentar Zakona o privrednim društvima. Beograd: Službeni glasnik

Zakonska i profesionalna regulativa:

- Code de Commerce, Edition: 2015-09-13 (Légifrance: Le service public de la diffusion du droit)
- Directive 2012/30/CE du Parlement Européen et du Conseil
- Directive 2012/30/EC of the European Parliament and of the Council
- Directive 2013/34/CE du Parlement Européen et du Conseil
- Directive 2013/34/EC of the European Parliament and of the Council
- Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja: objavljeni do 1. januara 2009, SRRS, Beograd 2010
- Nacrt Zakona o tržištu kapitala (Ministarstvo finansija R. Crne Gore; www.mf.gov.me)
- Trgovački zakon (Narodne novine 113/93, 34/99, 52/00, 118/03)
- Zakon o privrednim društvima („Sl. list RCG”, br. 06/02 i „Sl. list Crne Gore”, br. 17/07, 80/08, 40/10, 36/11 i 40/11)
- Zakon o privrednim društvima („Sl. glasnik Republike Srpske“ br. 127 od 31. decembra 2008, 58/09, 100/11, 67/13)
- Zakon o privrednim društvima („Sl. Glasnik RS“ br.125 /2004)
- Zakon o privrednim društvima („Sl. Glasnik RS“ br.36/3011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/2015)
- Zakon o računovodstvu („Sl. Glasnik RS“ br. 62/2013)
- Zakon o računovodstvu i reviziji („Sl. Glasnik RS“ br.94/2015)
- Zakon o tržištu kapitala („Sl. Glasnik“ br. 31/2011)
- Zakon o privrednim društvima („Službene novine Federacije BiH“ br. 86/15)
- Zakon o tržištu hartija od vrijednosti („Službeni glasnik Republike Srpske” broj 92/06, 34/09, 30/12, 59/13, 108/13, 4/17.)

- Pravilnik o Kontnom okviru i sadržini računa u Kontnom okviru za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike („Službeni glasnik Republike Srpske”, broj 106/15)
- Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izvještaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike (“Službeni glasnik Republike Srpske”, broj 63/16).

Sajtovi:

- Banjalučka berza (<https://www.blberza.com>)
- Komisija za hartije od vrednosti R. Srpske (<http://www.secrs.gov.ba>)

SPECIFIC ISSUES OF BALANCE SHEET TREATMENT, ACQUISITION AND REPORTING OF SHARE REPURCHASES TRANSACTION IN THE REPUBLIC OF SRPSKA

Despite the global growing importance of repurchases of own shares, these transactions have a small scale of volume in the Republic of Srpska. There are few reasons why companies in the the Republic of Srpska are not using this legal institute and one of the most prominent reason is inadequate legislation. As a consequence do to the fact that the Company Law of the Republic of Srpska defines pro-rata method as the obligatory one, companies are practically enabled to acquire their own shares in order to prevent significant damage to the company. Globally, in recent years this was the most frequent reason for acquiring own shares as the consequence of the crisis. The analysis of the legal provisions governing the matter of acquiring, selling/canceling and reporting on own shares, show that it is necessary to make certain changes in order for companies to be able to efficiently use this legal institute, as well as to reduce the possibility of misuse of this institute. The paper also points out that companies in the Republic of Srpska do not report share repurchase transactions in accordance with the IAS 32, although they have legal obligation to directly apply to IFRS/IAS regulations.

Keywords: *Share repurchases, financial reporting, management reporting, Corporate Law, The Republic Srpska*