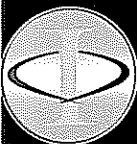


ФИИИРАР



ФИИАНСИЈЕ РАЧУИОВОДСТВО РЕВИЗИЈА



Број 3, година X, март 2009. године

Мјесечни стручни часопис Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске

EMIRC

www.srrrs.org

3

У овом броју:

Доц. др Душко Шњегота
ГОТОВИНСКА И ОБРАЧУНСКА ОСНОВА
У РАЧУИОВОДСТВУ БУЏЕТСКИХ КОРИСНИКА

Перса Паић, дипл. ек.
ПОРЕСКА ОСНОВИЦА ПОРЕЗА НА ДОХОДАК
ЗА ПОРЕЗ ПО ОДБИТКУ

Владимир Милиновић, дипл. правник
ПОВРАТ ПОРЕЗА НА ДОДАТУ ВРИЈЕДНОСТ



КРЕАТИВНОСТИ АУДИТОРИЈЕ



International Federation of Accountants



Финансије

ТРГОВАЊЕ НА ОСНОВУ ПОВЛАШЋЕНИХ ИНФОРМАЦИЈА НА ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРИЈЕДНОСТИ

Мр Ненад Барош



УВОД

Инвеститори на тржишту хартија од вриједности купују и продају хартије на основу информација које имају о одређеном емитенту. Такве информације су јавне и доступне свим заинтересованим инвеститорима те као такве одражавају (или би бар тако требало) реалну цијену хартије на тржишту. Основни циљ

сваке берзе је да обезбиди свим учесницима на тржишту једнаке услове приликом учествовања у берзанској трговини што, између осталог, значи да сви инвеститори имају могућност да располажу са свим јавно доступним информацијама на основу којих доносе своје инвестиционе одлуке. Омогућавајући једнаке услове свим учесницима на тржишту стиче се повјерење у тржиште као један од најважнијих предуслова функционисања ефикасног тржишта. Један од начина да се ово постигне јесте и државни надзор у овој области. Држава може да ријешити овај проблем тако што својом регулативом пропише да сами емитенти морају објављивати све информације које могу бити корисне инвеститорима приликом одлучивања о куповини или продаји одређене хартије од вриједности. То се чини на такав начин да се регулацијом тржишта хартија од вриједности емитенти охрабрују да самостално и поштено објављују истините податке о њима самима, тако да инвеститори могу процијенити да ли је емитент добра прилика за улагање или не. Међутим, проблем настаје када се на тржишту купују или продају хартије од вриједности на основу информација које нису доступне нити јавно објављене и за које знају само мали број људи а које су такве природе да су од значаја за емитента, трговину хартијама или цијену хартија од вриједности на тржишту. Такве информације називамо повлашћеним информацијама.

Поступање са повлашћеним информацијама у поступку обављања трансакција на финансијском тржишту је значајно питање на које треба дати одговор када се

ради о спровођењу начела забране обављања купопродајних трансакција на основу информација које нису доступне свим учесницима.

Раширено је стајалиште да је трговина на основу повлашћених информација у којем један субјект учествује на основу кориштења нејавних информација, нефер и да се са давањем предности инсајдерима обесхрабрују редовни инвеститори и смањује њихово повјерење у организована тржишта.¹ Трговање на основу повлашћених информација се једноставно дефинише као кориштење материјалних, необјављених информација у трговању хартијама од вриједности.

Откривање материјалних информација о емитенту или акцији на тржишту хартија од вриједности, одмах ће и готово увијек утицати на цијену акције будући да цијена одражава све јавно доступне информације о њој. На цијену акција не утичу информације о друштву које нису јавно доступне, док њезин раст могу проузроковати информације које обећавају будуће приходе, као што ће информације о мање обећавајућим приходима утицати на смањење њихове цијене. Тако да лица која посједују повлашћене информације имају могућност да на основу таквих информација, од момента сазнања таквих информација па до момента њиховог објављивања, тргују на тржишту остварујући добит или избјегавајући губитак.

Регулатива трговања на основу повлашћених информација је релативно нови феномен, забрану оваквог начина трговања прве су усвојиле САД.² Ова су рјешења пратиле и остале државе, тако да је до 2000. године прописе о трговању на основу повлашћених информација усвојило 87 држава, а 39 држава је водило најмање једну истрагу о таквом трговању. У складу са захтјевима права Европске уније, државе чланице су усвојиле националне законе који забрањују трговање на основу повлашћених информација.

ПРАВНИ ОКВИР ТРГОВАЊА НА ОСНОВУ ПОВЛАШЋЕНИХ ИНФОРМАЦИЈА У ЕВРОПСКОЈ УНИЈИ

У циљу правног регулисања ове области, те у циљу успостављања равноправног положаја свих учесника на

¹ SEC – USA Securities and Exchange Commission је обрадио 1995. године 45 случајева трговања инсајдера, док је укупно последњих 10 година обрадио преко 400 случајева. Видјети: Кармел, Р. С., "Outsider trading on Confidential Information – A Breach in Search of a Duty" Cardozo Law Review, vol 20 no 1/99, стр 83

² У САД трговање на основу повлашћених информација је регулисано Законом о тржишту хартија од вриједности (Securities Exchange Act) из 1934. године, којим је прописано (члан 10(б) и 10(б)-5) да је на тржишту хартија од вриједности забрањена превара приликом куповине или продаје хартија од вриједности. Поред тога, чланом 17(а) је забрањена превара приликом понуде за продају или куповину хартија од вриједности.

тржишту капитала, на нивоу Европске уније, од стране Вијећа Европе је прво усвојена Директива о усклађивању правила о трговању на основу повлашћених информација.³ Повлашћена информација, према усвојеној директиви, дефинисана је тако да мора бити недоступна, да није јавно објављена, затим да је прецизне природе и односи се на једног или више емитента хартија од вриједности или на једну или више самих хартија од вриједности. Информација наведених обиљежја сматрати ће се повлашћеном ако у случају објављивања знатно утиче на цијену хартија од вриједности на које се односи.

Природа хартија од вриједности и осјетљивост њихове цијене условљавају да су ријетке нејавне информације о хартијама од вриједности или емитенту које не утичу на њихову цијену. Прецизна природа информације захтјева да се ради о чињеници, а не о нагађању или гласинама. Повлашћене информације чије би објављивање значајно утицало на цијену акција, а које се односе на емитента говоре о очекиваном резултату пословања, добити или губитку.

Како је оцијењено да у условима сталног развоја финансијског тржишта ова директива не може адекватно да одговори на нове појавне облике злоупотреба на тржишту, донијета је нова Директива која је регулисала два облика злоупотребе Insider dealing и market abuse – злоупотребу тржишта. Садржај повлашћене информације се заснива на дефиницији из раније важеће директиве о трговању лица на основу повлашћених информација. Директива о инсајд трговини и тржишним злоупотребима⁴ повлашћеном сматра сваку информацију о тачно одређеним чињеницама (гласине се не могу сматрати повлашћеним информацијама), која није позната јавности или јавно објављена, која би, да је позната јавности, имала значајан утицај на цијену хартија на које се односи, и која се односи на једног или више емитента или хартија од вриједности. Као и у раније важећој директиви, захтјева се да кумулативно буду испуњени услови да се ради о информацијама у вези са или емитентом или хартијама од вриједности, које нису јавно објављене, а када би биле, значајно би утицале на њихову цијену.

Положај и обиљежја субјеката приликом трговања повлашћеним информацијама, важећа Директива Европске уније утврдила је кроз забрану дјеловања на основу посједовања повлашћених информација, не дефинишући посебно главне и споредне инсајдере. Забрањено је коришћење предности и стицање економске користи из свог положаја лицима, која посједују повлашћене информације као институционални инсајдери, као чланови у административном, управљачком или надзорном органу емитента, затим власници удјела у основном капиталу емитента или као лица која имају приступ информацијама кроз реализацију свог запослења, занимања, обавеза или криминалним активностима. Учесће у основном капиталу емитента као основа стицања повлашћених информација захтјева да се прецизира, будући да у великом

броју случајева само учешће са незнатним дијелом у основном капиталу неће омогућити добијање повлашћених информација. Директива је укључила и нови извор стицања повлашћених информација и то уврштењем криминалних радњи њиховог стицања. Забрану инсајд трговања Директива је са таксативно наведених лица проширила на сва друга лица, која посједују повлашћене информације и знају, или треба да знају, да се ради о повлашћеним информацијама.

Директива Европске уније о тржишним злоупотребима је забрану посједницима повлашћених информација утврдила у три облика, од најзначајнијег у вези са куповањем и продајом финансијских инструмената на које се информација односи, затим објаве повлашћених информација, те препорука за куповину или продају заснованих на таквим информацијама. Основна је забрана посједницима повлашћених информација да их директно или индиректно користе у стицању или располагању, за свој рачун или за треће лице, финансијских инструмената на које се информације односе.

Изједначава се и подједнако забрањује стицање и располагање са финансијским инструментима на које се повлашћене информације односе са покушајем њиховог стицања и располагања. Даље се утврђује забрана откривања повлашћених информација другом лицу, осим ако то није учињено у редовном обављању послова, професије или обавеза овог лица. Забрана обухвата и препоруку или навођење другог лица на основу повлашћене информације, да стекне или располаже са финансијским инструментима на који се информација односи.

Наведеном директивом појам повлашћене информације, у односу на ранију, проширен је не само на хартије од вриједности него и на финансијске инструменте уопште, као што су финансијски деривати и то јединице у инвестиционим фондовима, инструменти тржишта новца, валутни и каматни инструменти, опције за куповину или продају наведених финансијских деривата укључујући и послове са готовим новцем. Поред наведених, обухватају се и валутне опције, опције које се односе на каматне стопе, затим деривати који се односе на робу, али и други финансијски инструменти који су укључени на организовано тржиште, земље чланице или је поднијет захтјев за њихово укључење⁵. Значајно је напоменути да се поменутом Директивом по први пут у објекат повлашћених информација уводе и робни деривати.

Поред проширења дефинисања у односу на објекат примјене, уведена је и посебна група лица у односу на коју се дефинише повлашћена информација. То су посредници, односно лица која извршавају налоге клијената на тржишту. Повлашћена информација је за ова лица и информација коју су добили од клијента, односно коју им је клијент саопштио, а односи се на налоге клијената како већ извршене тако и на неизвршене. Општи услови који информацију чине повлашћеном важе и за ову групу лица.

³ Council Directive 89/592/EEC of 3 November 1989 coordinating regulations on insider dealing – Official Journal L334, 18/11/1989 p. 0030-0032

⁴ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

⁵ Члан 1.3 Европске директиве о трговању повлашћеним информацијама и тржишним злоупотребима.

Нејавне информације, које након објављивања могу утицати на цијену хартија од вриједности на које се односе, да би изгубиле својство којим посједницима дају предност у трговању, морају бити, без одлагања, објављене. Њихов ексклузивитет се губи и престаје повлашћени положај посједника часом када су учињене доступним свим заинтересованим лицима. У том циљу директива утврђује обавезу емитенту хартија од вриједности да, што је прије могуће, обавијести јавност о повлашћеној информацији која се директно односи на овог емитента. Неограничена доступност повлашћених информација објављених на веб страници емитента, одредила је укључивање обавезе држава чланица да осигурају да их емитенти у одговарајућем временском року објаве на својој веб страници.

ПРАВНИ ОКВИР ТРГОВАЊА НА ОСНОВУ ПОВЛАШЋЕНИХ ИНФОРМАЦИЈА У РЕПУБЛИЦИ СРПској

У Републици Српској трговање на основу повлашћених информација је регулисано Законом о тржишту хартија од вриједности⁶ (у даљем тексту: Закон). У складу са наведеним законом повлашћеним информацијама се дефинишу све чињенице које нису познате јавности, а односе се на једног или више емитената хартија од вриједности или на хартије од вриједности, које би, да су познате јавности, могле утицати на цијену хартија од вриједности.

У циљу бољег информисања инвеститора и веће транспарентности тржишта хартија од вриједности, Комисија за хартије од вриједности Републике Српске (у даљем тексту: Комисија) је донијела Правилник о извјештавању и објављивању информација од стране емитената хартија од вриједности које су предмет јавне понуде⁷ (у даљем тексту: Правилник) којим је прописан садржај, начин и рокови за објављивање извјештаја емитента, чије су хартије од вриједности предмет јавне понуде. У складу са Правилником, емитенти су дужни да објављују извјештаје који се односе на полугодишње и годишње финансијске извјештаје, ревизорске извјештаје и извјештаје о значајним догађајима и радњама које утичу на пословање емитента, што представља и законску обавезу емитената у складу са чланом 284. Закона. Правилником (члан 11) детаљно су дефинисани подаци о значајним догађајима и радњама које утичу на будуће пословање емитента које су емитенти дужни објављивати. Наведене извјештаје емитенти су дужни у материјалном и електронском облику достављати Бањалучкој берзи, у року од седам дана, од дана настанка догађаја, што је Берза без одлагања дужна објавити на својој интернет страници. Од момента настанка догађаја или радње који утичу на будуће пословање емитента па до момента објављивања, ови подаци могу бити основ за трговање на основу повлашћених информација те је из тог разлога неопходно да емитенти савјесно и поштено извршавају своју

обавезу објављивања прописаних информација и извјештаја. Податке о значајним догађајима и радњама које утичу на будуће пословање, емитент не смије саопштавати другим лицима прије њиховог објављивања. За необјављивање наведених података и извјештаја од стране емитента, Законом је прописана административна санкција и предвиђена је новчана казна за правно лице у износу од 10 000 КМ до 50 000 КМ док је за одговорно лице у правном лицу предвиђена новчана казна у износу од 1 000 КМ до 5 000 КМ.

Закон је утврдио круг лица која се сматрају као инсајдери, тј. као лица која располажу повлашћеним информацијама на основу њихове професије, дужности или по основу родбинских веза. У прву групу инсајдера (тзв. примарни инсајдери) спадају лица која имају директан приступ информацијама на основу свог статуса који имају у емитенту или овлашћеном учеснику⁸ на тржишту и то су: чланови управе, надзорног одбора или других одговарајућих органа емитента у складу са, још увијек важећим, Законом о предузећима, чланови управе, надзорних одбора и запослени код овлашћених учесника, лица која су запослена професионално ангажована или која врше одређене дужности које им омогућавају приступ таквим информацијама, као и лица која директно или индиректно посједују 10% и више регистрованог капитала емитента.

Другу групу инсајдера чине лица која немају директан приступ одређеним информацијама (тзв. секундарни инсајдери), али до повлашћених информација долазе од лица која таквом информацијом располажу и ту спадају сродници у првом степену директне линије за сва наведена лица из прве групе.

Трећу групу чине лица за које Комисија за хартије од вриједности Републике Српске у вршењу надзора или на други начин утврди да су искористили повлашћене информације.

Свим наведеним лицима је забрањено да користе повлашћене информације приликом непосредне или посредне куповине или продаје хартија од вриједности којима се тргује или хартија од вриједности које су емитовали емитенти регистровани у Републици Српској, без обзира на то гдје се њима тргује. Поред тога, не смију да открију или учине доступним повлашћене информације другим лицима, користе повлашћене информације приликом давања савјета другим лицима о куповини или продаји хартија од вриједности.

Берзански посредници и други овлашћени учесници који сазнају за повлашћене информације не смију да купују или продају хартије од вриједности за властити рачун, нити да дају инвестиционе савјете о хартијама од вриједности на које се односе те повлашћене информације.

Да би се избјегао негативан ефекат коришћења повлашћених информација на секундарном тржишту, Закон прописује да је емитент дужан да без одлагања обавијести јавност о свим материјалним чињеницама

⁶ Службени "Гласник Републике Српске" број 92/06

⁷ Службени "Гласник Републике Српске" број 89/07

⁸ Овлашћени учесници су она физичка и правна лица која за обављање послова са хартијама од вриједности имају дозволу Комисије за хартије од вриједности Републике Српске. У ту категорију спадају: берза, централни регистар хартија од вриједности, брокерско-дилерска друштва, касоди банке, друштва за управљање инвестиционим фондовима, депозитари инвестиционих фондова, брокери, инвестициони савјетници и инвестициони менаџери

које могу бити од утицаја на цијену хартија од вриједности. Закон даље прописује да ако емитент није у могућности да објави повлашћену информацију јер би то објављивање угрозило његове пословне интересе, о томе мора обавијестити Комисију која га може ослободити те обавезе на рок који не може бити дужи од три мјесеца.

Трговање на основу повлашћених информација је кривично дјело! Закон подједнако забрањује три начина коришћења повлашћене информације: прво, трговање, тј. куповину и продају хартија од вриједности на основу повлашћене информације са циљем да се себи или другом прибави имовинска корист или да се другом проузрокује штета, друго, неовлашћено саопштавање, продају или ако се на други начин учини доступним повлашћена информација другом лицу и коначно, ако се на основу повлашћене информације другом лицу да савет за куповину и продају хартија од вриједности са циљем да се себи или другом прибави имовинска корист или да се другом проузрокује штета. Казна прописана за ово кривично дјело је новчана казна или казна затвора до једне године, а ако је извршењем овог кривичног дјела прибављена имовинска корист или је другом причињена штета у износу већем од 1.500,00 КМ, учинилац ће се казнити новчаном казном или казном затвора до двије године.

Примјер из праксе:

Као примјер за трговање на основу повлашћене информације презентоваћемо случај који се десило на Варшавској берзи, априла 2003. године. Све је почело када је компанија Х објавила одлуку о сазивању ванредне скупштине акционара на којој је једна од тачака дневног реда била, доношење одлуке о куповини сопствених акција. Наиме, 23. априла 2003. године је одржана ванредна скупштина акционара (од 10:00 часова до 15:00 часова) гдје је донијета одлука о куповини 10% сопствених акција путем јавне понуде. Скупштина акционара је наведеног дана на самој скупштини одлучила да за куповину сопствених акција потроши двоструко више новца од раније планираног, те је одређена цијена по акцији до 6,60 ПЛН^{*}. У тренутку доношења одлуке акцијама компаније Х се трговало на Варшавској берзи по просјечној цијени од 1,93 ПЛН и дана 23. априла 2003. године (у вријеме одржавања ванредне скупштине акционара) забиљежене су куповине веће количине акција компаније Х. Како је постојала основана сумња да је у питању трговање на основу повлашћених информација, Пољска комисија за хартије од вриједности, као регулатор тржишта, је покренула поступак надзора над наведеним трансакцијама.

Комисија је у поступку надзора над спорним трансакцијама прикупила све налоге за куповину акција компаније Х, те су саслушани сви извршни директори компаније и брокери. Како је утврђено да су налози дати телефонским путем, Комисија је, у складу са својим законским овлашћењима, од телефонске компаније добила листинг телефонских позива за налогодавце за

куповину акција. На основу прикупљених доказа утврђено је да су лица А и Б, иначе акционари компаније Х, након доношења одлуке о куповини сопствених акција, на паузи скупштине акционара мобилним телефонима контактирали своје брокере, те наложили куповину предметних акција. Комисија је поништила спорне трансакције, те покренула кривични поступак против тих лица која су касније у кривичном поступку правоснажно осуђена.

ЗАКЉУЧАК

Регулатива која се односи на спречавање трговања на основу повлашћених информација је дио регулативе који се односи на заштиту интегритета тржишта и омогућавање свим учесницима на тржишту једнаке услове приликом трговања са хартијама од вриједности и другим финансијским инструментима. Промптно и фер објављивање информација јавности јача интегритет тржишта, док селективно објављивање од стране емитента може довести до губитка повјерења улагача у интегритет финансијских тржишта. Како је повјерење кључ успјеха функционисања сваког ефикасног тржишта, легитиман је интерес друштва да се ова област на одговарајући начин правно уреди. Управо из тог разлога је веома битно да се трговање на основу повлашћених информација регулише позитивним законским прописима, те да се наведена регулатива поштује.

Што се тиче правног регулисања ове области код нас, можемо констатовати да дефиниција повлашћене информације у нашем праву није заснована на европским директивама у овој области. Наиме, законодавац је повлашћену информацију дефинисао као чињеницу, а не као информацију о чињеницама, како је то дефинисано у поменутој европској директиви. Неусклађеност наше дефиниције са датим дефинисањем повлашћених информација у европском праву је изражена у дијелу у којем је за наше право потребно да чињеница (која се сматра повлашћеном информацијом) може утицати на цијену хартија од вриједности, за разлику од европске директиве која прописује да је потребно да информација о чињеници има значајан утицај на цијену финансијских инструмената на које се односи. Дакле, за разлику од европског права у нашем праву није потребно у принципу да утицај повлашћене информације буде битан на цијену хартија од вриједности. Поред наведених разлика, значајно битнија неусклађеност нашег права са правом ЕУ је у пољу примјене повлашћене информације. За разлику од нове европске директиве која је нагласила ширење поља примјене, не само на емитента и хартије од вриједности, него и на финансијске и робне деривате, наш Закон још увијек стоји на заштити емитената и хартија од вриједности. Сагласно наведеном, мишљења смо да би промјена позитивне законске регулативе у циљу усклађивања са важећом европском директивом у овој области добродошла.

* ПЛН – Пољски злоти – новчана валута у Пољској.