ZAGREBAČKA BURZA

Zagreb Stock Exchange

KODEKS KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

IZVJEŠTAJ

2016.

Sadržaj

UVOD 3
1. UVOD 3
a. Razvoj globalnog, europskog i hrvatskog okvira korporativnog upravljanja 3
b. *Uskladi se ili objasni* princip 5
2. METODOLOGIJA 6
a. Opseg istraživanja 6
b. Cilj istraživanja 6
c. Metodologija 7
ANALIZA UPITNIKA O KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU ZA 2016. ZA SASTAVNICE INDEKSA CROBEX NA 31. 12. 2015. 8
a. Opći statistički pregled 8
b. Statistički pregled kvalitativne analize odgovora 9
d. Preporuke – sažetak 14
ZAKLJUČAK 15
POPIS SASTAVNICA CROBEXA NA 31. 12. 2015. 17

UVOD

1. UVOD

a. Razvoj globalnog, europskog i hrvatskog okvira korporativnog upravljanja

Kada pojam kapitalizma ogolimo od društvenih, povijesnih i teorijskih aspekata te svedemo na njegovu ekonomsku dimenziju, kao jedna od najvažnijih odrednica ostaje proces stvaranja i alociranja kapitala. Kada pritom uzmemo u obzir da se pojam *kapitalizam* izvodi iz riječi *kapital* (lat. *caput* = glava), dolazimo do njegove druge važne odrednice, a to je pojedinac i privatno vlasništvo.

U trenutku kada je povijesni razvoj društva, udružen s tehnološkim napretkom, doveo do jačanja principa ulaganja privatnih sredstava pojedinaca u trgovačka društva, javila se i potreba za uspostavljanjem, a kasnije i unificiranjem sustava koji bi ulagatelje mogao uvjeriti u investicijsku priču društva i sudjelovanje u njegovom budućem uspjehu ulaganjem vlastitih sredstava, uz primjereno praćenje kvalitete upravljanja, koje bi išlo u korak s interesima dioničara i/ili dionika.

Iako još Adam Smith u djelu *Bogatstvo naroda* iz 1776. upozorava na nedovoljnu kontrolu nad upravom društava, dramatična događanja uvijek su dobar okidač za uspostavljanje novih praksi: Velika kriza koja je 1929. pogodila SAD potaknula je kreiranje američkog Zakona o tržištu kapitala iz 1933., koji je sadržavao odrednice koje možemo smatrati pretečama suvremenih kodeksa korporativnog upravljanja, te formiranje Komisije za burzu i vrijednosnice 1934. godine.

Konkretnije oblike korporativno upravljanje poprima 1980-ih i 1990-ih, kada se osnivaju tijela i institucije sa svrhom utvrđivanja kriterija korporativnog upravljanja (*Institutional Shareholder Services* i *Corporate Library)*, a daljnji prijelomni događaji kao što su slomovi velikih društava u Velikoj Britaniji (*Polly Peck*, *Maxwell*, *BCCI*) ili bankroti giganta poput *Enrona* u SAD-u početkom 2000-ih doveli su do kreiranja vrijednih dokumenata kao što je *The financial aspects of corporate governance* (poznatiji kao *Cadbury Report*) u Velikoj Britaniji 1992., koji se smatra prvim kodeksom korporativnog upravljanja u smislu u kojem ga danas prepoznajemo, ili američkog *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act* iz 2002., znan kao *Sarbanes–Oxley Act,* dok godine 1999. OECD objavljuje prvi međunarodni standard, *Principles of Corporate Governance*, revidiran 2004.

Potreba za Kodeksom korporativnog upravljanja u Hrvatskoj uočena je polovicom 1990-ih te je – uz dotadašnje povremeno bavljenje tom temom na konferencijama Burze i drugim prigodama– Zagrebačka burza 1998. organizirala prvi seminar za uvrštena društva isključivo na temu korporativnog upravljanja, uz sudjelovanje međunarodnih stručnjaka i podršku United States Agency for International Development (US AID).

Godine 2007. godine u suradnji Zagrebačke burze i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga sastavljen je prvi Kodeks korporativnog upravljanja te je iste godine povodom predstavljanja izdanja održano i savjetovanje na kojem su iznesena mnoga korisna inozemna iskustva vezana uz primjenu sličnih kodeksa.

Možemo reći da je Kodeks do sada ne samo ispunio već i premašio svoju ulogu na domaćem tržištu kapitala: po tom su pitanju učinjeni mnogi značajni koraci i ostvaren zamjetan napredak glede unaprjeđenja kulture korporativnog upravljanja uvrštenih društava. U prvom redu, Kodeks je postao sastavni dio obveza izvještavanja društava uvrštenih na Zagrebačku burzu, tj. primjenjuje se na sve izdavatelje čije su dionice uvrštene na uređeno tržište, a 2010. Kodeks je revidiran kako bi se uskladio s regulatornim aktualnostima i načelima europskih direktiva iz područja korporativnog upravljanja.

Iako je za društva čije su dionice uvrštene na uređeno tržište Zagrebačke burze Kodeks obveza te su društva dužna ispunjen godišnji upitnik (koji je sastavni dio Kodeksa) objaviti na svojim internetskim stranicama i dostaviti Burzi koja će ga objaviti na svojim internetskim stranicama, preporuka je da ga slijede i druga društva koja žele unaprijediti svoje poslovanje u skladu s dobrom praksom korporativnog upravljanja.

Izuzetni napori uloženi su u posljednjih nekoliko godina u podizanje razine svijesti o važnosti transparentnosti među uvrštenim društvima, a posljednji korak u tom smjeru jest izdavanje publikacije 'Korporativno upravljanje: Priručnik'. Riječ je o prvoj publikaciji u nakladi Zagrebačke burze d.d., izdanoj u suradnji s International Finance Corporation (IFC), a uz podršku Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (Hanfa), Interkapitala, AZ d.o.o. društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondom, Erste d.o.o društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondom, PBZ Croatia Osiguranja d.d. i Raiffeisen društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima d.d. Priručnik je prva publikacija u Hrvatskoj koja na praktičan i sažet način obrađuje zakonski i regulatorni okvir u kojemu djeluju hrvatske kompanije, naglašava najbolje međunarodne prakse i nudi smjernice društvima koja žele poboljšati korporativno upravljanje. Namijenjen je društvima uvrštenima na Zagrebačku burzu, društvima koja planiraju uvrštenje, ali i svim društvima koja žele slijediti najviše standarde upravljanja kako bi osigurali održivost te privukli ulaganja. Priručnik predstavlja dodatni alat za unaprjeđenje prakse korporativnog upravljanja ponajprije u uvrštenim društvima, a zahvaljujući partnerima izdanja, svakom izdavatelju s uređenog tržišta Burze ustupljen je besplatan primjerak Priručnika.

Izdavanje ovog Priručnika ujedno je i početak ispisivanja jednog važnog novog poglavlja u razvoju okvira korporativnog upravljanja u Hrvatskoj i namjera je da zajedno s društvima, regulatorom, ulagateljima, i svim drugim zainteresiranim stranama i nositeljima interesa izravno i neizravno nastavimo raditi na podizanju kvalitete razine upravljanja uvrštenih društava te tako povećamo njihovu vrijednost, a time i vrijednost gospodarstva u cjelini.

b. *Uskladi se ili objasni* princip

Kodeks i njegove preporuke temelje se na načelu *uskladi se ili objasni*, tj. društvo je dužno na propisanom obrascu (godišnjem upitniku koji je sastavni dio Kodeksa) navesti pridržava li se preporuka Kodeksa ili ne, a u slučaju negativnog odgovora, potrebno je obrazložiti zbog čega je došlo do neprimjene ili odstupanja od preporuka.

Princip *uskladi se ili objasni* počeo se primjenjivati nakon 1992. i tzv. *Cadbury Reporta*, kada je uočeno da *one size fits all* nije posve primjeren pristup – princip objašnjenja na neki način dozvoljava tržištu da samo odluči o kvaliteti korporativnog upravljanja, a društvima da ukažu i na alternativne, a možda jednako dobre ili i bolje prakse korporativnog upravljanja od onih preporučenih Kodeksom. Također, takav pristup omogućuje sagledavanje šire slike, valoriziranje društva obzirom na moguće specifičnosti njegovog poslovanja i okružja u kojem djeluje, a utire i put daljnjim revizijama Kodeksa i prihvaćanju novih praksi.

Kodeks predstavlja tzv. *soft law*, tj. skup pravno neobvezujućih načela koja određuju temelje za izgradnju sofisticiranih korporativnih odnosa unutar organizacije s ciljem uspostave visokih standarda korporativnog upravljanja i transparentnosti poslovanja dioničkih društava – a to bi trebao biti i jedan od temeljnih načela poslovne prakse zapravo svakog društva.

Kodeks ujedno predstavlja smjernicu dioničkim društvima u sve zahtjevnijim poslovnim okolnostima te je svojevrstan vodič za uspostavljanje zdrave korporativne kulture kako bi se postigla optimalna ravnoteža između potrebe tvrtke za konkurentnošću, rastom i razvojem s jedne te interesa svih dionika s druge strane, dok istovremeno rezultati dobiveni analizom upitnika predstavljaju i vrijedan dokument kojim je moguće identificiranje eventualnih slabih točaka prilikom ispunjavanja zahtjeva transparentnosti i najviših mogućih kriterija korporativnog upravljanja.

2. METODOLOGIJA

a. Opseg istraživanja

Pravilima Burze, čl. 117., propisano je da se Kodeks korporativnog upravljanja primjenjuje na izdavatelje čije su dionice uvrštene na uređeno tržište (osim dionica zatvorenih AIF-ova). Također, izdavatelj je dužan, najkasnije do dana dostave godišnjeg izvještaja, ispunjen godišnji upitnik, koji je sastavni dio Kodeksa, dostaviti Burzi i objaviti na svojim internetskim stranicama.

Na uređenom tržištu na dan 31. 12. 2015. bilo je uvršteno 145 društava, što je 7 društava manje nego godinu ranije. Za potrebe ove analize, a s ciljem reprezentativnosti analiziranog uzorka, u obzir su uzeta samo društva sastavnice indeksa CROBEX na dan 31. 12. 2015., ukupno 24 društava (na dan 31. 12. 2015. u sastavu CROBEXA bilo je 25 društava, međutim jedno je društvo početkom 2016. izvršteno te nije bilo u obvezi dostaviti upitnik).

b. Cilj istraživanja

Cilj je izvještaja razmotriti elemente ključne za adekvatnu kulturu korporativnog upravljanja te utvrditi u kojoj su mjeri izdavatelji koji su predmet razmatranja usklađeni s istima, kako bi se u daljnjim naporima za podizanjem razine kvalitete korporativnog upravljanja mogle sastaviti određene preporuke koje će izdavateljima pomoći u razvijanju kvalitetnog odnosa s investicijskom javnošću, a ulagateljima omogućiti donošenje informiranih i odgovarajućih odluka o ulaganju.

Izvještaj se u većoj mjeri oslanja na kvalitativnu, sadržajnu analizu upitnika kako bi se utvrdilo u kojoj mjeri odgovori doista odražavaju duh korporativnog upravljanja, a ne predstavljaju samo formalno ispunjavanje obveze bez pravog sadržaja koji ulagatelju može doista pomoći u sastavljanju profila izdavatelja.

U konačnici, analiza sadržaja upitnika može biti značajna ispomoć i u daljnjim revizijama Kodeksa i upitnika te smanjivanju raskoraka između samih postulata dobrog korporativnog upravljanja i aktualnog stanja korporativne kulture među domaćim društvima.

c. Metodologija

Analizirani su upitnici uz Kodeks korporativnog upravljanja, koja su društva obveznici dostavljala 2016. g. za 2015. g.

Analiziranu grupu društava činila su društva u sastavu CROBEXA na 31. 12. 2015., ukupno 24 društva, od čega je 10 društava iz Službenog tržišta, a 14 društava iz Redovitog tržišta. U sastavu indeksa CROBEX nalaze se najlikvidnija društva, odnosno ona za koja možemo pretpostaviti da izazivaju najveći interes ulagatelja i umnogome su reprezentanta čitavog tržišta.

Odgovori su ocjenjivani u skladu s trima kvalifikatorima:

Adekvatno objašnjenje (A)	**Neinformativno objašnjenje (N)**	**Izostanak objašnjenja (Ø)**
- Društvo je na pitanja u kojima odgovor ukazuje na neusklađenost s Kodeksom ponudilo adekvatno objašnjenje iz kojeg se mogu iščitati valjani razlozi neusklađenosti, ili društvo nudi drugačiju, a opet prihvatljivu praksu, obzirom na svoje specifičnosti (primjerice, u slučaju kada društvo ima vlastiti kodeks korporativnog upravljanja). Objašnjenje koje možda izlazi iz očekivanog okvira, ako je kvalitetno, treba takvim prihvatiti uzimajući u obzir dane specifičnosti, i ne nosi negativan predznak već može ukazivati na alternativan, a jednako dobar put. - Jednostavnosti radi, u ovu kategoriju za potrebe ove analize idu i objašnjenja koja možemo nazvati formalnima: takva objašnjenja ne nude posve adekvatan i kvalitativno sadržajan odgovor već im je svrha uglavnom ispuniti formu. U daljnjim analizama ovakva vrsta objašnjenja može postati zasebna kategorija.	- Objašnjenje koje u svojoj naravi nije informativno. Društvo je iskazalo neusklađenost s Kodeksom i ponudilo objašnjenje, međutim, ono ne pruža adekvatnu informaciju koja bi ulagatelju mogla ukazati na valjane i/ili opravdane razloge neusklađenosti. Ranije spomenuti formalni odgovori bliski su neinformativnim objašnjenjima.	- Društvo je iskazalo neusklađenost s Kodeksom, ali nije ponudilo objašnjenje.

ANALIZA UPITNIKA O KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU ZA 2016. ZA SASTAVNICE INDEKSA CROBEX NA 31. 12. 2015.

a. Opći statistički pregled

Kodeks korporativnog upravljanja sastoji se od pet dijelova, koji sadrže preporuke i smjernice o ključnim elementima korporativnog upravljanja:

Uvodne odredbe

Nositelji korporativnog upravljanja

- Dioničari i glavna skupština
  - Jednako postupanje prema dioničarima
  - Glavna skupština
  - Zahtjevi vezani uz izvješća koja se podnose glavnoj skupštini
- Upravna i nadzorna tijela
  - Nadzorni odbor
  - Upravni odbor
  - Uprava

Revizija i mehanizmi unutarnje kontrole

- Vanjski revizor
- Unutarnji revizori

Transparentnost i javnost poslovanja

- javno objavljivanje
- odnosi s ulagateljima

Primjena kodeksa

Na 31. 12. 2015. od 145 društava uvrštena na uređeno tržište, 139 društava bili su obveznici Kodeksa korporativnog upravljanja.

Od toga je upitnike dostavilo 100 društava, odnosno 72% (što predstavlja blagi pad u odnosu na godinu ranije, kada je 77% društava dostavilo upitnike).

U roku je upitnike dostavilo 81 društvo, 19 društava dostavilo je upitnike izvan roka, dok 39 društava nije dostavilo upitnik. Usporedbe radi, u 2015. izvan roka upitnike je dostavilo 29 društava, a 42 društva uopće nisu dostavila upitnik.

Od analiziranih društava sastavnica CROBEXA, sva su društva dostavila upitnik, i to u propisanom roku, što je bolji rezultat nego lani, kada tri društva iz tadašnjeg sastava CROBEXA nisu dostavila upitnik u propisanom roku, a jedno društvo uopće nije dostavilo upitnik.

b. Statistički pregled kvalitativne analize odgovora

Upitnik koji su obveznici primjene Kodeksa dužni ispuniti prati preporuke Kodeksa kroz 64 pitanja podijeljena u četiri skupine:

1. Posvećenost principima korporativnog upravljanja i društvene odgovornosti
2. Dioničari i glavna skupština
3. Upravna i nadzorna tijela
4. Revizija i mehanizmi unutarnje kontrole
5. Transparentnost i javnost poslovanja

Posvećenost principima korporativnog upravljanja i društvene odgovornosti

Prva grupa pitanja iz upitnika uz Kodeks (1 – 4) odnosi se na posvećenost principima korporativnog upravljanja i društvene odgovornosti.

Od 24 društva, sva su izjavila da su usklađena s principima korporativnog upravljanja, osim u slučaju tri društva , i to u pitanju br. 3. *Objavljuje li društvo unutar svojih godišnjih financijskih izvještaja usklađenost s principima korporativnog upravljanja, urađena na principu 'primijeni ili objasni'?*, gdje je iskazana neusklađenost, ali bez objašnjenja.

U tom smislu možemo reći da su društva i ove godine gotovo 100% (97%) izjavila da su posvećena principima korporativnog upravljanja.

Dioničari i glavna skupština

Pitanja 5 – 18 odnose se na Glavu I Kodeksa, dioničare i glavnu skupštinu, od čega pitanja 5 – 8 možemo smatrati prilično jednoznačnima te su društva na ista u najvećem broju iskazala usklađenost s Kodeksom.

Međutim, na pitanje br. 9, koje se odnosi na opunomoćenike te je vezano uz preporuku 2.5 Kodeksa, koja kaže da je društvo dioničarima koji iz bilo kojeg razloga to nisu u mogućnosti učiniti sami, bez posebnih troškova, osigurati opunomoćenike koji su dužni glasovati sukladno uputama dioničara, 67% društava iskazalo je neusklađenost, dok je lani udio takvih društava bio 62,5%. Pritom su društva

kao objašnjenje neusklađenosti navela da do sad nisu imali takvih zahtjeva ili da se o osiguranju opunomoćenika skrbe sami dioničari.

Iako bi ovakva objašnjenja išla u kategoriju neadekvatnog odgovora, ona zapravo više opisuju trenutačnu praksu nego što svjedoče o neusklađenosti. U najboljoj vjeri smatramo da bi na zahtjev dioničara društva doista osigurala opunomoćenika u skladu s preporukama Kodeksa, a jedno je društvo upravo i navelo takav odgovor kao objašnjenje. Međutim, takva praksa očito nije nešto što društva proaktivno nude dioničarima te ostaje pitanje jesu li mali dioničari zapravo upoznati s takvom mogućnošću. Ako nisu, to može voditi suzdržanosti malih dioničara od sudjelovanja u odlučivanju na skupštinama društva, što ne ide u prilog razvoju kulture korporativnog upravljanja, budući da su upravo mali dioničari važan faktor u tom procesu.

Općenito, grupa pitanja koja se odnosi na dioničare i glavnu skupštinu pokazuje da su društva na tom području u zadovoljavajućoj mjeri usklađena s Kodeksom: u 66,6% odgovora ukupno gledano društva su iskazala usklađenost, što je nešto lošije nego lani (-3,64%), dok 0,6% odgovora ukupno gledajući predstavljanju neinformativna objašnjenja.

Upravna i nadzorna tijela

Grupa pitanja koja se odnosi na upravna i nadzorna tijela najveća je i broji 34 pitanja (19 – 52), što nije slučajno jer stav društva prema upravnim i nadzornim tijelima te kvaliteta objašnjenja u tom segmentu značajan su indikator kulture korporativnog upravljanja pojedinog društva.

Preporuka 1

Da bi se dioničari, a posebice mali, potaknuli na aktivnije sudjelovanje u odlučivanju na skupštinama društva, ona moraju biti proaktivna u omogućavanju sudjelovanja osiguravanjem opunomoćenika dioničarima.

Veća angažiranost svih dioničara, bez obzira na udio u vlasništvu, vodi većoj razini transparentnosti. Pritom su mali dioničari najranjivija kategorija te im se mora maksimalno olakšati pristup situacijama u kojima se donose odluke o društvu.

Odgovori pokazuju da i dalje nema dovoljno volje društava za motiviranjem malih dioničara da sudjeluju na skupštinama društava.

Statistički gledano, navedena grupa pitanja ne odskače značajno od prosjeka samog upitnika: usklađenost iznosi 58,1%, adekvatnih je objašnjenja 33,9%, neinformativnih 4,9%, a izostalo je 3,1% objašnjenja, što je u skladu s godinom ranije.

Međutim, kvalitativno gledajući, sadržaji objašnjenja na razmjerno su niskoj razini.

Upravo u toj skupini velik je broj objašnjenja koja bi išla u red tipskih, kao što su 'nije predviđeno', ne postoji takav propis', 'ne postoji obveza', 'nema potrebe', 'nije zakonska obveza' i sl.

Kodeks predstavlja skup preporuka i u tom smislu nije zakonska obveza jer preporuke ne obvezuju pravno već predstavljaju svojevrstan *soft law*.

Međutim, na razvijenim tržištima kapitala društva bi trebala težiti razini koja je iznad pukog zadovoljavanja forme ili norme izdižući se iznad minimalnih zakonskih i zahtjeva, i tražiti najviše standarde kvalitete upravljanja, zbog samih društava, svojih dioničara, potencijalnih ulagatelja i svih dionika.

Za društva su evidentno osobito osjetljiva pitanja naknada, primanja i nagrađivanja članova uprava i nadzornih odbora – ta su pitanja u velikom postotku (71,9% gledano grupno pitanja 47 – 50) i ove godine iskazivala neusklađenost, a društva su nudila objašnjenja među kojima dominiraju ona gdje društva navode da ih na to ništa ne obvezuje, dok se pojavljuju i objašnjenja koja impliciraju da se navedeno smatra *poslovnom tajnom*, kao što su odgovori poput onih gdje su sva primanja uprava regulirana ugovorima, ili definirana nekim internim aktima, nedostupnima javnosti.

Pitanje br. 47 pokazuje da su i ove godine samo 3 društva kao dio godišnjeg izvješća objavila izjavu i politici nagrađivanja uprave, upravnog odbora i nadzornog odbora – osim prethodno navedenih odgovora, ponuđena objašnjenja uključuju i odgovor da društvo nema politiku nagrađivanja.

Ovo je važno pitanje, osobito u svjetlu globalnih rasprava o *say on pay* principu, koje aktivno traju od 2007. (iako je raznih inicijativa bilo i ranije), a odnose se na razmatranja potrebe skupštinskog glasovanja o nagradama za upravna i nadzorna tijela.

Iako je 2010. u SAD-u donesen *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (poznatiji kao *Dodd-Frank)*, koji društva obvezuje osigurati da se na skupštinama neobvezujuće glasa o nagradama za članove upravnih tijela barem jednom u tri godine, širi konsenzus još nije postignut u smislu iznalaženja optimalnog rješenja koje bi zadovoljilo sve uključene strane.

Prethodno je usko vezano s pitanjem br. 46, koje se odnosi na evaluaciju vlastitog rada od strane upravnog i nadzornog odbora:

Preporuka 2

Kodeks predstavlja skup preporuka i u tom smislu nije zakonska obveza jer preporuke ne obvezuju pravno već predstavljaju svojevrstan *soft law*. Međutim, na razvijenim tržištima kapitala društva bi trebala težiti razini koja je iznad pukog zadovoljavanja forme ili norme izdižući se iznad minimalnih zakonskih i zahtjeva, i tražiti najviše standarde kvalitete upravljanja, zbog samih društava, svojih dioničara i potencijalnih ulagatelja. U tom smislu, društva bi se trebala čim više odmaknuti od tipskog izričaja, ili čak onog koji ukazuje na *skrivanje* iza zakonskih i drugih regulatornih obveza. Također, ako postoje opravdane okolnosti zbog koji društvo u trenutku ispunjavanja upitnika nije usklađeno s Kodeksom, valja ponuditi čvrsto objašnjenje zašto je u tom trenutku takav stav u najboljem interesu društva i dioničara. Kodeks može predstavljati komparativnu prednost pojedinog društva, odnosno može biti prilika da društvo pokaže svoju izvrsnost u smislu korporativnog upravljanja kroz odgovore dane u upitniku.

preporuka je Kodeksa da uprava i nadzorni odbor svake godine izrade ocjenu svog rada u proteklom razdoblju, a ocjena treba uključivati osobito vrednovanje doprinosa i kompetentnosti svakog pojedinog člana, rad izvršnih direktora, kao i vrednovanje zajedničkog rada odbora itd.

Na to je pitanje – koje ne zahtijeva izričito objašnjenje – ove godine 50% društava odgovorilo pozitivno, za razliku od lanjskih 37,5% ili 32% društava godinu ranije.

Međutim kada se dovede u korelaciju činjenica da još uvijek značajan broj društava nema evaluaciju rada nadzornog i upravnog odbora, a k tome razmjerno visok postotak društava iskazuje neusklađenost u dijelu koji se odnosi na primanja, naknade i nagrađivanja tih istih tijela, dajući objašnjenja koja su jednostavnosti radi za potrebe ove analize svrstana u adekvatna, iako su po svojoj naravi zapravo slabo informativna i ne ukazuju na to da društva u dovoljnoj mjeri razumiju vezu između transparentnog pristupa ovoj kategoriji podataka i povjerenja ulagatelja, jasno je postoji prostor za poboljšanje tog dijela kulture korporativnog upravljanja.

Sastav nadzornog odbora kod društava s dualističkim principom upravljanja ili neizvršnih direktora u slučaju društava s monističkom strukturom upravnog tijela, drugo je važno pitanje ove sekcije, uz prethodno spomenutu evaluaciju rada članova upravnih i nadzornih tijela, što je usko vezano uz pitanja naknada, primanja i nagrađivanja članova uprava i nadzornih odbora.

Na pitanje o nezavisnosti članova odbora (pitanje br. 21), 10 društava potvrdno je odgovorilo (lani 8 društava), dok je 14 društava odgovorilo da većina članova odbora nije nezavisna. Objašnjenja koja su ponudili za potrebe ove analize smatrana su adekvatnima, iako većinom taksativno navode o kakvom je sastavu riječ, i nerijetko da su zavisni članovi iz redova najvećih dioničara ili sl.

Sva analizirana društva imaju dualistički princip upravljanja, čijom dobrom stranom možemo smatrati jasno odvajanje upravnih i nadzornih funkcija. Međutim, nedostaci se ogledaju u većoj mogućnosti neučinkovitog protoka informacija, a nadzorna funkcija u praksi nerijetko predstavlja formalnost budući da je vrlo izazovan zadatak u nadzorna tijela postaviti članove koji su doista neovisni.

Objašnjenja društava u ovome dijelu imaju velik značaj jer implementiranje adekvatne kulture korporativnog upravljanja mora imati svoje glavno uporište u upravnim i nadzornim tijelima.

U slučaju gdje iz nekog razloga nije moguće osigurati nezavisnost većine članova nadzornog odbora, razložno je ponuditi objašnjenja koja jasno navode na koji je način zavisan član u mogućnosti kvalitetno doprinijeti upravljanju društvom uzimajući u obzir njegov odnos s predmetnim društvom.

Preporuka 3

U slučaju gdje iz nekog razloga nije moguće osigurati nezavisnost većine članova nadzornog odbora, razložno je ponuditi objašnjenja koja jasno navode na koji je način zavisan član u mogućnosti kvalitetno doprinijeti upravljanju društvom uzimajući obzir odnos u kojem je s predmetnim društvom.

Revizija i mehanizmi unutarnje kontrole

Revizija i mehanizmi unutrašnje kontrole područje je gdje analizirana društva pokazuju primjerenu usklađenost – gotovo sva društva imaju revizorski odbor oformljen od strane upravnog ili nadzornog odbora, međutim, većina društva ne slijedi preporuku da većina članova revizorskog odbora bude iz redova neovisnih članova nadzornog odbora, što je očekivano obzirom su se društva izjasnila da nadzorne odbore ne čine većinom nezavisni članovi.

Većina društava (87,5%) izjavila je i da ima unutrašnje revizore i sustav unutrašnje kontrole, što predstavlja osjetan napredak u odnosu na lanjskih 70,84% ili 59,10% društava s unutrašnjim revizorima i sustavima unutrašnje kontrole. Društva koja su navela neusklađenost u tom dijelu kao objašnjenje nude informaciju da su u postupku uspostavljanja sustava unutrašnje kontrole, ili je ista riješena na neki drugi način, kroz određene poslovne procese.

Transparentnost i javnost poslovanja

U grupi pitanja koja se odnose na transparentnost i javnost poslovanja izdavatelji su iskazali potpunu usklađenost s Kodeksom. Ova grupa pitanja ne iziskuje izrijekom objašnjenja, međutim indikativno je da je 6 izdavatelja, odnosno četvrtina analiziranih društava, na pitanje je li uprava društva u protekloj godini održala sastanke sa zainteresiranim ulagateljima odgovorilo da nije, međutim, iskazano postotno, ovaj podatak upućuje na poboljšanje od +8,3% u posljednjih godinu dana.

d. Preporuke – sažetak

Preporuka 1 – Dioničari i glavna skupština

Da bi se dioničari, a posebice mali, potaknuli na aktivnije sudjelovanje u odlučivanju na skupštinama društva, ona moraju biti proaktivna u omogućavanju sudjelovanja osiguravanjem opunomoćenika dioničarima.

Veća angažiranost svih dioničara, bez obzira na udio u vlasništvu, vodi većoj razini transparentnosti. Pritom su mali dioničari najranjivija kategorija te im se mora maksimalno olakšati pristup situacijama u kojima se donose odluke o društvu.

Odgovori pokazuju da trenutačno nema dovoljno volje društava za motiviranjem malih dioničara da sudjeluju na skupštinama društava.

Preporuka 2 – Izbjegavanje formalnih objašnjenja i 'tipskog' izričaja

Kodeks predstavlja skup preporuka i u tom smislu nije zakonska obveza jer preporuke ne obvezuju pravno već predstavljaju svojevrstan *soft law*.

Međutim, na razvijenim tržištima kapitala društva bi trebala težiti razini koja je iznad zadovoljavanja forme ili norme izdižući se iznad minimalnih zakonskih i zahtjeva, i tražiti najviše standarde kvalitete upravljanja, zbog samih društava, svojih dioničara i potencijalnih ulagatelja.

U tom smislu, društva bi se trebala čim više odmaknuti od tipskog izričaja, ili čak onog koji ukazuje na *skrivanje* iza zakonskih i drugih regulatornih obveza. Također, ako postoje opravdane okolnosti zbog koji društvo u trenutku ispunjavanja upitnika nije usklađeno s Kodeksom, valja ponuditi čvrsto objašnjenje zašto je u tom trenutku takav stav u najboljem interesu društva i dioničara.

Kodeks može predstavljati komparativnu prednost pojedinog društva, odnosno može biti prilika da društvo pokaže svoju izvrsnost u smislu korporativnog upravljanja kroz odgovore dane u upitniku.

Preporuka 3 – Uprava i nadzorna tijela

U slučaju gdje iz nekog razloga nije moguće osigurati nezavisnost većine članova nadzornog odbora, razložno je ponuditi objašnjenja koja jasno navode na koji je način zavisan član u mogućnosti kvalitetno doprinijeti upravljanju društvom uzimajući obzir odnos u kojem je s predmetnim društvom.

ZAKLJUČAK

Za potrebe analize kvalitete korporativnog upravljanja društava uvrštenih na Zagrebačku burzu za 2016. godinu, odabrana su društva koja su bila u sastavu indeksa CROBEX na 31. prosinca 2015., obzirom da je jedan od najvažnijih kriterija za ulazak u sastav CROBEXA likvidnost pa je razložna pretpostavka da su te dionice interesantne ulagateljima i predstavljaju dobru reprezentantu tržišta.

Od ukupnog broja analiziranih odgovora, društva su neusklađenost s Kodeksom iskazala u 31,4% odgovora, što je blagi porast od +1,9% u odnosu na lanjsku analizu.

Najveći postotak neusklađenosti iskazan je za grupu pitanja koja se odnosi na upravna i nadzorna tijela, gdje je neusklađenih odgovora 41,9%, od čega neinformativnih i izostalih 19%.

Kvalitativna analiza odgovora otkriva da među objašnjenjima i dalje postoji velik broj onih koji nisu posve adekvatni već koriste tipski, neinformativan izričaj, ili se pozivaju na nepostojanje zakonske obveze (*nije predviđeno*, *nema potrebe*, *nije zakonska obveza* i sl.), velik broj objašnjenja i dalje ne pruža dodanu vrijednost u smislu informacije koji je pravi stav društva (*nije bilo takvih zahtjeva*, *nije bilo takvih poslova*, *nije bilo takvih ugovora* i sl., iz čega nije moguće iščitati kako bi društvo doista postupilo kad bi određenih zahtjeva, poslova ili ugovora bilo).

Uočljivo je da društva ne otkrivaju uvijek u potpunosti razloge neusklađenosti, nerijetko pribjegavaju formalnim odgovorima, a nedovoljno često pružaju informacije koje imaju pravu dodanu vrijednost.

Jedan od razloga za takvo postupanje može biti pitanje interpretacije Kodeksa od strane društava te je potrebno i *ad hoc*, kroz komunikaciju s društvima kada se ukaže prilika i potreba, ali i periodički kroz organizirane edukacije provjeravati kakvo je razumijevanje Kodeksa među društvima, postoje li odstupanja koja društva možda ne smatraju važnima, i općenito vršiti redovnu identifikaciju područja u kojima je potrebna veća harmonizacija vezana uz opće razumijevanje i tumačenje Kodeksa.

Drugi mogući razlog jest pitanje učinkovitosti *soft lawa* ili čak kulture prihvaćanja i shvaćanja važnosti takvih pravno neobvezujućih, ali vrlo važnih preporuka od strane svih dionika.

Međutim, analizirana društva u svakom su slučaju na razini usklađenosti u europskim okvirima, čak i kada bi se primijenili stroži kriteriji analize u smislu povećanja broja kategorija kvalifikatora, kako bi se dobila još preciznija slika: istraživanje Seidla, Sandersona i Robertsa iz 2009. pokazalo je da je svega 51% od 30 najvećih društava u Velikoj Britaniji i 40% istog broja najvećih društava u Njemačkoj u potpunosti usklađeno s kodeksom[1]. Pitanje koje se nameće jest jesu li te kompanije najveće jer imaju imanentno visoku kulturu korporativnog upravljanja pa je ona samo preslikana u upitnike, ili je razvijena korporativna kultura posljedica veličine kompanije i duge tradicije burzovnog trgovanja, iz

---

FLEXIBLE OR NOT? THE COMPLY-OR- EXPLAIN PRINCIPLE IN UK AND GERMAN CORPORATE GOVERNANCE, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working paper No. 407, Paul Sanderson, David Seidl, John Roberts, Bernhard Krieger, 2010. g., str. 2.

čega je proizašla svojevrsna nužnost posvećenosti principima korporativnog upravljanja, a to je već tema za neku kulturološko-sociološku studiju.

Možemo zaključiti da su analizirana društva primjereno usklađena s Kodeksom korporativnog upravljanja, iako svakako s određenim prostorom za napredak.

Kodeks je koncipiran na način da se uzima u obzir i dioničarski (*shareholderski*) princip, i dionički princip (*stakehloderski*), te se nositeljima interesa, uz dioničare, smatraju i svi *koji preuzimaju određene izravne ili neizravne rizike u odnosu na društvo ili u vezi s društvom*[2], a to su i *zaposlenici, kupci i korisnici usluga društva, dobavljači, vjerovnici, lokalna zajednica i tijela državne vlasti*[3].

U tom smislu potreban je aktivan pristup svih nositelja interesa prema pitanju korporativnog upravljanja, a osobito dioničara te upravnih i nadzornih tijela, ali i stručnjaka kao što su analitičari te institucionalni ulagatelji, jer u sklopu svog profesionalnog angažmana mogu izravno utjecati na podizanje kvalitete razine upravljanja društava uvrštenih na burzu, time povećati njihovu vrijednost, a posljedično i interes ulagatelja te vrijednost gospodarstva u cjelini.

[2] *Kodeks korporativnog upravljanja* (Zagrebačka burza d.d., Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga), Zagreb, 2010., str.23)
[3] Ibid.

POPIS SASTAVNICA CROBEXA NA 31. 12. 2015.

AD Plastik d.d.
Adris grupa d.d.
Arenaturist d.d.
Atlantic Grupa d.d.
Atlantska plovidba d.d.
Belje d.d.
Dalekovod d.d.
Đuro Đaković Holding d.d.
Ericsson Nikola Tesla d.d.
Hrvatski telekom d.d.
INA - Industrija nafte d.d.
Ingra d.d.
Končar Elektroindustrija d.d.
Kraš d.d.
Luka Ploče d.d.
Luka Rijeka d.d.
Maistra d.d.
Optima telekom d.d.
Petrokemija d.d.
Podravka d.d.
RIZ-Odašiljači d.d.
Valamar Riviera d.d.
Tankerska Next Generation d.d.
Genera d.d.[4]
Zagrebačka banka d.d.

[4] *Dionica izvrštena u veljači 2016. te stoga izdavatelj nije bio u obvezi dostaviti upitnik o korporativnom upravljanju*

ZAGREBAČKA BURZA

Zagreb Stock Exchange

„Kodeks korporativnog upravljanja: izvještaj 2016.“ (dalje: Publikacija) pripremila je i izdala Zagrebačka burza d.d., Zagreb, Ivana Lučića 2a/22 (dalje: Burza).

Publikacija ima za svrhu informiranje javnosti i ne može se ni na koji način smatrati ponudom ili pozivom na kupnju odnosno savjetom o trgovanju ili ulaganju u financijske instrumente niti mišljenjem o povoljnosti ili nepovoljnosti pribavljanja ili prodaje bilo koje vrste financijskog instrumenta koji se u njoj navodi, te ista ne može služiti kao zamjena za vlastitu prosudbu i procjenu bilo kojeg korisnika ove Publikacije.

Burza ne odgovara za štetu nastalu posljedično korištenju podataka iz ove Publikacije.

Podaci navedeni u ovoj Publikaciji mogu se koristiti uz obvezno navođenje izvora.

Zagrebačka burza d.d. | Ivana Lučića 2a | 10 000 Zagreb | Tel: +385 1 4686 800 | Fax: +385 1 4677 680 | www.zse.hr

Zagreb, srpnja 2016.