

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**KOMUNICIRANJE Z INVESTICIJSKO JAVNOSTJO PRI PODJETJIH V PRVI
BORZNI KOTACIJI**

Ljubljana, februar 2009

URŠKA HLAJ

IZJAVA

Študent/ka URŠKA HLAJ izjavljam, da sem avtor/ica tega specialističnega/magistrskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom DOC. DR. ALJOŠE VALENTINČIČA , in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10.02.2009 Podpis: _____

KAZALO

UVOD 1

1 SPLOŠNO O KOMUNICIRANJU S ŠIRŠO INVESTICIJSKO JAVNOSTJO 4

2 PRVA KOTACIJA LJUBLJANSKE BORZE, D.D. 16

3 OBVEZNOST RAZKRIVANJA NADZOROVANIH IN DRUGIH INFORMACIJ 19

3.1 Letno poročilo 20

3.1.1 Roki objav in primerjava Zakona o trgu vrednostnih papirjev z Zakonom o trgu finančnih instrumentov 26

3.1.2 Povzetek letnega poročila 31

3.2 Polletno poročilo 31

3.2.1 Povzetek polletnega poročila 32

3.3 Vmesno poročilo 33

3.4 Medletno poročanje 34

3.5 Informacije o pomembnih deležih 35

3.6 Druge obveznosti javne družbe 38

3.6.1 Skupščina delničarjev 41

3.6.2 Informacije za imetnike dolžniških vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu 45

3.7 Letni dokument 46

3.8 Notranje informacije 46

4 PREDLOŽITEV INFORMACIJ 50

5 KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB 56

5.1 OECD principi korporacijskega upravljanja in Kodeks samodiscipline v Italiji ... 56

5.2 Kodeks upravljanja javnih delniških družb 58

5.3 Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb pri podjetjih v Prvi kotaciji 63

5.4 Pregled izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb pri podjetjih v Prvi kotaciji 64

6 SEONET KOT ORODJE ZA KOMUNICIRANJE S ŠIRŠO INVESTICIJSKO JAVNOSTJO 68

7 ANALIZA SPLETNIH STRANI PODJETIJ VKLJUČENIH V PRVO KOTACIJO LJUBLJANSKE BORZE, D.D. 70

8 PRIMERI NEUČINKOVITEGA KOMUNICIRANJA 74

SKLEP 78

LITERATURA 81

VIRI 82

UVOD

Magistrsko delo obravnava področje poročanja javnih delniških družb, s poudarkom na poročanju javnih delniških družb, ki kotirajo v Prvi kotaciji. Glavni namen magistrskega dela je prikazati, kako je navedeno področje v Sloveniji zakonsko urejeno in kako se zakonodaja v Sloveniji izvršuje. Tako je ključnega pomena analiza samega Zakona o trgu finančnih instrumentov (Uradni list 67/07 in 69/08), ki je bil sprejet v letu 2007 in je na ta način zamenjal do tedaj veljavno zakonodajo na tem področju, torej Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list 51/06). Poleg samega zakona, pa so se na novo oblikovali tudi podzakonski akti (sklepi), ki podrobneje urejajo področja predstavljena v Zakonu o trgu finančnih instrumentov. Pri samem opredeljevanju obveznosti javnih družb na področju komuniciranja je pomemben akter tudi borza, tako da bom v okviru tega predstavila posamezne akte, ki jih je Ljubljanska borza sprejela tako v povezavi z novim kot tudi s starim zakonom. Poleg samega Zakona o trgu finančnih instrumentov pa področje komuniciranja javnih delniških družb ureja tudi Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list 42/06, 60/06, 10/08 in 68/08).

V magistrskem delu je tako predstavljena nova zakonodaja na tem področju v povezavi s staro zakonodajo, ter novo sprejeti akti Ljubljanske borze v povezavi s tistimi akti, ki so veljali v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev.

Poleg tega bom obširno predstavila tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb ter izjave o spoštovanju kodeksa javnih delniških družb, ki so jih javne družbe dolžne enkrat letno objaviti.

Namen magistrskega dela je predstaviti tako novo kot staro zakonodajo na področju obveščanja javnih delniških družb ter vse druge akte in dokumente (tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb), ki jih morajo javne družbe spoštovati in upoštevati pri obveščanju.

Pri pisanju magistrskega dela bom uporabila predvsem vire na tem področju (Zakon o trgu finančnih instrumentov in pripadajoči sklepi; Zakon o trgu vrednostnih papirjev in pripadajoči sklepi; Zakon o gospodarskih družbah; pravila, navodila in priporočila borze; Kodeks upravljanja javnih delniških družb ter drugi viri, ki obravnavajo tematiko obveščanja javnih delniških družb). Poleg tega bom uporabila tudi literaturo, ki ureja področje odnosov z javnostmi, ter področje upravljanja gospodarskih družb. Čeprav bi rada poudarila, da je za navedeno tematiko dokaj težko najti literaturo, saj magistrsko delo prvenstveno obravnava poročanje javnih družb v Sloveniji, zato bom večinoma uporabila domače vire. Pri pisanju magistrskega dela sem poleg različnih virov analizirala tudi posamezne podatke dostopne na spletnih straneh izdajateljev v Prvi kotaciji ter na spletnih straneh Ljubljanske borze, d.d.

Pri pisanju magistrskega dela bom podrobno predstavila samo tista področja zakonodaje, ki se uporabljajo za družbe, ki imajo sedež v Republiki Sloveniji, katerih zahtevo za trgovanje je podal sam izdajatelj in katerih delnice trgujejo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, s poudarkom na delnicah, ki kotirajo v Prvi kotaciji Ljubljanske borze, d.d.. Pri tem ne bom

posebej poudarila, katere določbe se uporabljajo za vse družbe in katere določbe za družbe, izdajateljice kotirajočih vrednostnih papirjev, saj bi to preseglo namen tega magistrskega dela. Poleg tega bom v poglavju, ki obravnava kodekse upravljanja družb prvenstveno predstavila slovenski kodeks. Družbe, katerih matična država ni Slovenija, lahko sicer izberejo tudi drugi kodeks. Vendar ker so v tem magistrskem delu obravnavane zgolj tiste družbe, ki jim je matična država članica Slovenija, je tu poudarek predvsem na slovenskem Kodeksu upravljanja javnih delniških družb.

V pričujočem magistrskem delu uporabljeni izrazi javna družba, družba in izdajatelj imajo isti pomen, saj se v nalogi obravnavajo samo tiste družbe, ki so izdale vrednostne papirje, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in so kot take javne družbe, že zaradi dejstva, da so izdale vrednostne papirje (pa tudi, če ti vrednostni papirji ne bi kotirali) se te družbe poimenujejo izdajatelj. Večkrat pa je uporabljen izraz družba, ker ne glede na to, da so izdale vrednostne papirje in ti kotirajo na borzi, poslujejo kot pravne osebe. Javne družbe je tako najbolj ožji pojem, ki se nanaša samo na družbe, ki so izdale vrednostne papirje, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostni papirju. Ne glede na to, ali je v tem magistrskem delu uporabljen izraz javna družba, izdajatelj ali družba, se pričujoče magistrsko delo nanaša samo na tiste družbe, ki so izdale vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi, in jih tako po najožji opredelitvi imenujemo javne družbe.

V magistrskem delu bom predpostavila naslednje domneve:

- Na novo sprejet Zakon o trgu finančnih instrumentov in njegovi pripadajoči sklepi določena področja obveščanja javnih družb in dolžnosti javnih družb na tem področju slabše urejajo kot je to urejal Zakon o trgu vrednostnih papirjev in njegovi sklepi.
- Dobro usklajena praksa, ki je veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev (tudi preko borznih pravil), ni bila v celoti prenesena v Zakon o trgu finančnih instrumentov.
- Veljavna zakonodaja in posamezni akti, dokumenti in Kodeks upravljanja javnih delniških družb med seboj niso usklajeni.
- Kljub temu, da javne družbe v Prvi kotaciji v Izjavi o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb navedejo, da kodeks spoštujejo ter navedejo, katere določbe kodeksa ne spoštujejo, lahko zasledimo, da posamezne določbe kodeksa ne izpolnjujejo, čeprav v svoji izjavi ne zapišejo, da posamezne določbe ne bi izpolnjevali.

V prvem poglavju bom predstavila ključne javnosti javnih družb, pri tem je predvsem poudarek na malih delničarjih in institucionalnih investitorjih. V drugem poglavju je predstavljena Prva kotacija kot posebni segment borzne kotacije ter posamezne družbe, ki kotirajo v okviru te elitne kotacije.

Najbolj obširno je tretje poglavje, ki podrobno analizira obveznosti razkrivanja nadzorovanih in drugih informacij. V okviru tega poglavja bom podrobneje predstavila obveznosti javnih družb v skladu z veljavno zakonodajo in drugimi akti in dokumenti, ki urejajo to področje (predvsem Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje) primerjano z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev in Pravili borze, ki so veljala v času veljavnosti tega zakona. V

okviru tega poglavja bom predstavila prednosti in slabosti nove zakonodaje ter sama neskladja med veljavno zakonodajo (med Zakonom o trgu finančnih instrumentov in Zakonom o gospodarskih družbah). Poleg tega bom v omenjenem poglavju posebno pozornost namenila tudi na notranjih informacijah (njihovi opredelitvi ter dolžnostih javnih družb na tem področju).

Četrto poglavje je namenjeno tematiki predložitve informacij, torej je predstavljeno, komu so javne družbe dolžne predložiti nadzorovane in druge informacije, kje so dolžne takšne informacije objaviti ter koliko časa morajo biti nadzorovane informacije dostopne širši javnosti. Tako kot v tretjem poglavju je tudi v četrtem poglavju poudarek na primerjavi Zakona o trgu finančnih instrumentov ter njegovih podzakonskih aktov (sklepov) in Zakona o trgu vrednostnih papirjev ter njegovih podzakonskih aktov (sklepov) ter drugih dokumentov.

Peto poglavje je v celoti namenjeno Kodeksu upravljanja javnih delniških družb, čeprav o samih določbah kodeksa teče beseda v celotnem magistrskem delu. V okviru tega poglavja bom analizirala Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb posameznih izdajateljev Prve kotacije, predvsem z namenom, da bi se ugotovilo, ali posamezni izdajatelji v izjavah navedejo, da spoštujejo tudi določbe kodeksa, ki jih ne spoštujejo. Poleg tega bo v navedenem poglavju tudi na kratko predstavljeni OECD principi korporacijskega upravljanja in Kodeks samodiscipline, ki velja v Italiji.

Šesto poglavje bo namenjeno predstavitvi elektronskega sistema SEOnet ter prednosti, ki ga ta ima za komuniciranje s širšim krogom investicijskih javnosti.

Sedmo poglavje pa je namenjeno analizi spletni strani podjetji v Prvi kotaciji, saj postajajo spletne strani kot tudi drugi elektronski mediji prihodnost komuniciranja z vsemi javnostmi družbe. Tako bom v okviru tega poglavja podala pregled na primer, ali je omogočen dostop do informacij za vlagatelje na prvi strani spletnega mesta, ali so na prvi strani spletnega mesta dostopne zadnje objavljene informacije, ali je objavljena Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja delniških družb del širšega poročila o upravljanju in drugo.

V zadnjem poglavju bom predstavila primeri neučinkovitega komuniciranja s širšo investicijsko javnostjo.

Temeljni in glavni cilj magistrskega dela je analizirati zakonodajo in druge dokumente (pravila, navodila, itd.), ki v Sloveniji urejajo področje komuniciranja javnih delniških družb ter na tej podlagi ugotoviti, ali so veljavna zakonodaja in preostali dokumenti, ki urejajo to področje popolnoma jasni, razumljivi ter si med sabo ne nasprotujejo. Poleg tega je cilj magistrskega dela ugotoviti, ali tudi družbe v Prvi kotaciji naredijo dovolj, da bi bilo njihovo komuniciranje in obveščanje javnosti povsem transparentno. Iz analize zakonodaje in drugih dokumentov in iz analize Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb ter pregleda spletnih strani izdajateljev Prve kotacije, lahko namreč ugotovimo nekatera področja, ki so v Sloveniji na področju komuniciranja javnih delniških družb še nekoliko nejasna ali so slabše urejena kot v preteklosti.

1 SPLOŠNO O KOMUNICIRANJU S ŠIRŠO INVESTICIJSKO JAVNOSTJO

Za uspešno in učinkovito delovanje odnosov z javnostmi je ključnega pomena, da družba ve, katere so sploh njene (ključne) javnosti ter ko opredeli te javnosti neguje komunikacijski odnos z njimi (Lenče, 2007, str. 15).

Glede na aktivnosti delimo javnosti v štiri skupine (Verčič, Zavrl & Rijavec, 2002, 47-49):

- nejavnosti,
- prikrite javnosti,
- ozaveščene javnosti ter
- aktivne javnosti.

Organizacije ne komunicirajo z nejavnostmi, saj se slednje za družbo oziroma organizacijo sploh ne zanimajo, prav tako pa se organizacija ne zanima za njih. Izrednega pomena pa so prikrite javnosti, saj te še nimajo izoblikovanega mnenja o družbi, obstaja pa velika verjetnost, da si bodo v bližnji prihodnosti ustvarile mnenje o družbi torej lahko družbe z učinkovitim komuniciranjem in obveščanjem vplivajo na mnenje, ki si ga bo ta skupina javnosti ustvarila. Ozaveščene javnosti so si že ustvarile mnenje o družbe, vendar mora družba še naprej uspešno komunicirati in obveščati to skupino javnosti, da bo v njihovih očeh obdržala oziroma izboljšala mnenje o družbi. Za razliko od prejšnjih treh pa imajo aktivne javnosti že točno izoblikovano mnenje o posamezni družbi in ga v večini primerov ne spremenijo (Verčič et al., 2002, 47-49).

Poznamo pa tudi drugo delitev javnosti, in sicer (Verčič et al., 2002, 47-49):

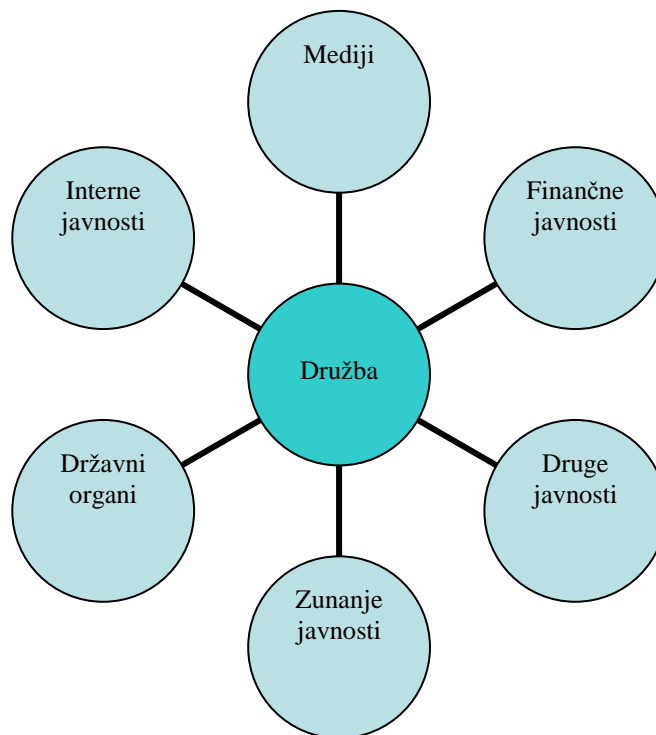
- ravnodušne javnosti,
- enoproblemske javnosti,
- večproblemske javnosti in
- vseproblemske javnosti.

Ravnodušne javnosti so podobne nejavnostim; enoproblemske javnosti se podrobno ukvarjajo samo z eno tematiko; večproblemske javnosti pa se ukvarjajo z več problematikami, vendar o posamezni problematiki niso do potankosti seznanjene. Najbolj pomembne za podjetja pa so vseproblemske javnosti, ki imajo o vsakem vprašanju izoblikovano točno določeno mnenje, ki ga pogosto delijo tudi z drugimi, npr. preko pisem bralcev (Verčič et al., 2002, 47-49).

Kot lahko vidimo, podjetja obdajajo različne vrste javnosti, zato se morajo podjetja sistematično poglobiti v razumevanje in raziskovanje svojih javnosti ter na podlagi ugotovitev, ki izhajajo iz tega, ustvariti ustrezno strategijo komuniciranja (Lenče, 2007, str. 16).

Različne vrste javnosti ali t.i. deležnike organizacije lahko delimo tudi po Potočnikovi (2003, str. 345) delitvi, tako kot prikazano v spodnji sliki.

Slika 1: **Deležniki podjetja**



Vir: Potočnik, 2002, str. 345

Začetki velikih sprememb v upravljanju, ki so se odrazile v večji odgovornosti managerjev do direktorskih odborov in delničarjev, so se zgodile v Združenih državah Amerike v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Delničarji so se namreč pričeli zavedati, da so managerji oropali njihove volilne pravice ter jih z raznimi ukrepi prepričali, da so glasovali po njihovih željah. Vedno bolj očitno je postajalo, da so se izoblikovale dve skrajnosti: z ene strani je bil management, ki je te informacije zlorabljal; z druge strani pa so bili delničarji, ki so imeli na razpolago le malo informacij. Vse to in tudi pojav velikih lastnikov, t.j. institucionalnih investitorjev je pripomoglo k ponovnem prevzemu funkcije nadzora s strani delničarjev. Delničarji so se povezali v svoja združenja (kot na primer »United Shareholders Association« - Združenje delničarjev v ZDA). Takšna združenja so imela po več tisoč članov, kar je omogočalo delničarjem, da so na skupščinah uveljavljali tudi svoje predloge, ki so lahko tudi bili v nasprotju s tistimi, ki jih je predlagal management družbe. Pomena in moči, ki so ga tako združeni delničarji pridobivali, so se začeli zavedati tudi managerji družb. Le-ti so začeli bolj intenzivno komunicirati z delničarji (Meža, 2006, str. 9-10).

Računovodski škandali, ki so se zgodili v zadnjih letih v Združenih državah Amerike (npr. Enron), so v javnosti prinesli veliko stopnjo nezaupanja v kapitalske trge ter institucije, ki naj bi nadzirale delovanje subjektov na kapitalskih trgih (Ivanec, 2006, str. 89). Odgovor Združenih držav Amerike na računovodske škandale je bilo sprejetje Sarbanes-Oxleyjevega zakona: Zakona za točno in zanesljivo računovodsko poročanje korporacij naložbenikom ter drugim uporabnikom računovodskih poročil v skladu z zakoni o vrednostnih papirjih (angl.

To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes; v nadaljevanju SOX). Glavni cilji zakona so bili reformirati računovodsko-revizijsko panogo, zaostri korporacijsko upravljanje ter ponovno pridobiti zaupanje naložbenikov. SOX je obvezen za vsa podjetja, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev Združenih držav Amerike (Mele, 2005, str. 3). Glavni namen SOX-a je bilo preprečiti vzroke računovodskih škandalov tako. Zakon se osredotoča na upravljanje podjetji (angl. *Corporate governance*) družb, ki kotirajo na organiziranih trgih vrednostnih papirjev ter na njihove javne objave. SOX tako razširja civilno in kazensko odgovornost izvršnega in finančnega direktorja, povečuje preglednost in sprotnost objavljanja poslovnih informacij ter povečuje število obveznih razkritij, posega v revizijski sistem ter zmanjšuje konfliktnost interesov (Ivanec, 2006, str. 5, 89).

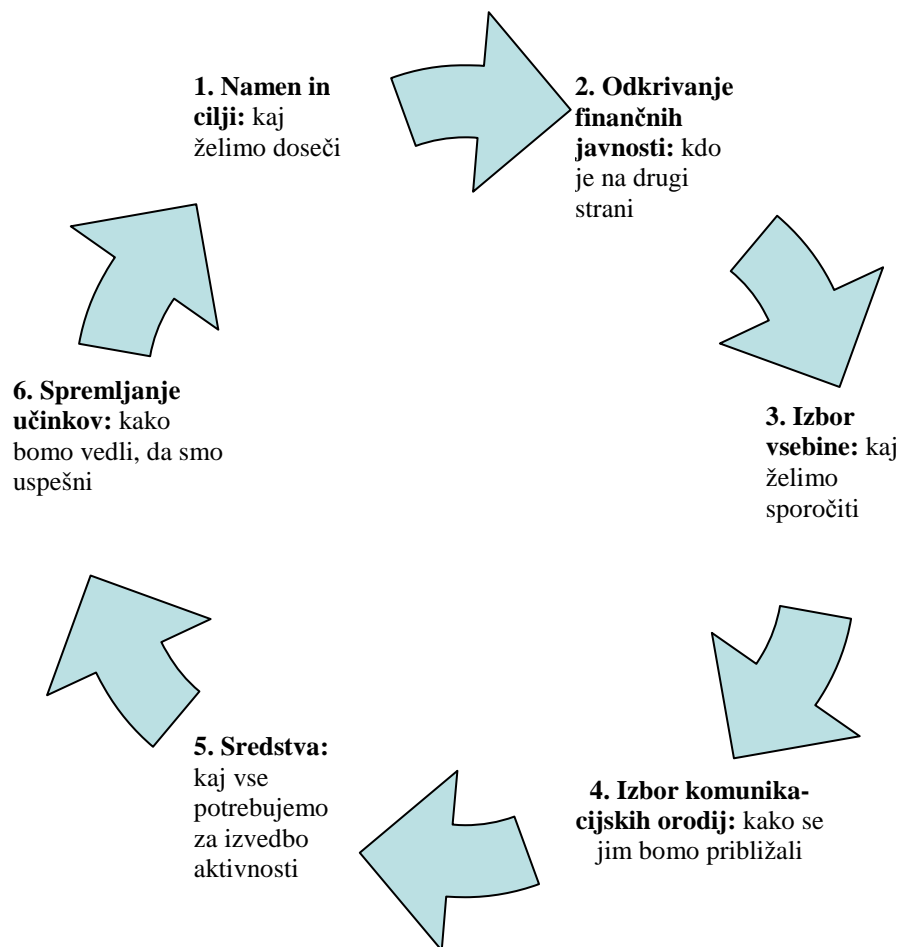
Finančno-računovodski škandali pa v začetku tega stoletja niso pretresali le Združenih držav Amerike. V svetu je tako poleg finančno-računovodskih škandalov, kot so bili Enron in Worldcom, odmeval škandal, katerih korenine so v Evropi, in sicer finančno-računovodski škandal Parmalat.

Pri upravljanju odnosov s finančnimi javnosti velja upoštevati hipotezo o učinkovitih trgih, ki pravi, da cena delnice v vsakem trenutku odraža vse razpoložljive informacije. Hitre in nepričakovane rasti cen delnic, so lahko le odraz prihodnjih hitrih in nepričakovanih padcev cen vrednostnih papirjev. Zato je pri upravljanju odnosov z javnostmi težišče na oblikovanju zelene sestave lastniškega kapitala ter izposojenih sredstev in nato v upravljanju pričakovanj ne le vlagateljev, ampak tudi posojilodajalcev (Gruban, Verčič, & Zavrl, 1997, str. 102).

Pri komuniciranju s finančnimi javnostmi je govora o odnosih s finančnimi javnostmi (ang. Financial Public Relations), o odnosih z vlagatelji (angl. Investor Relations) ter o komuniciranju z delničarji (angl. Shareholder Communication). Torej komuniciranje družbe s finančno javnostjo ni omejeno zgolj na delničarje, ampak tudi na druge vlagatelje, kot so na primer lastniki obveznic (če je družba obveznice seveda izdala) ali komuniciranje s posojilodajalci. Poleg delničarjev in drugih vlagateljev so pomembni prejemniki informacij družbe (kar bo predstavljeno tudi v nadaljevanju) tudi finančni analitiki, borzni posredniki, mediji in drugi (Razpet, Tič & Verčič, 2003, str. 11).

Tako kot pri odnosih z drugimi javnostmi je tudi pri odnosih s finančnimi javnostmi izjemnega pomena, da družba to funkcijo dobro organizira in strateško načrtuje. Pri tem velja poudariti, da "ad hoc" komuniciranje ni (vedno) učinkovito in je za uspešno komuniciranje in obveščanje izjemnega pomena, da v družbi poskrbijo za sistematizacijo in dobro upravljanje te funkcije. Velja pa poudariti tudi dejstvo, da se program komuniciranja razlikuje od podjetja do podjetja, od panoge do panoge (Lenče, 2007, str. 46).

Slika 2: Program komuniciranja s finančnimi javnostmi



Vir: Razpet et al., 2003, str. 76

Pri izboru sporočil in vsebine velja opozoriti, da morajo družbe opredeliti tudi t.i. politiko razkrivanja informaciji, torej se morajo opredeliti do tega, kaj in koliko torej razkriti javnosti. Zelo pogosto se namreč zgodi, da je podjetje ob dobrih novicah zelo odprto pri komuniciranju in včasih celo preveč promocijsko. Za razliko o tega pa se podjetje ob slabih novicah rado zapre vase (Razpet et al., 2003, str. 92).

Posamezniki, ki so zadolženi za odnose z javnostmi, pa tudi družba kot celota morajo dobro poznati svoje finančne javnosti. Večina literature finančno javnost deli v skupine (Lenče, 2007, str. 37):

- delničarji oziroma vlagatelji,
- borzni posredniki,
- finančne analitike,
- regulatorje in
- medije.

Skupino finančne javnosti pa lahko ponazorimo tudi s trikotnikom, kjer vsak kot predstavlja svojo posebno podskupino finančne javnosti, in sicer: sredstvojemalce, vlagatelje in posrednike. Vlagatelje nadalje delimo še na tri skupine, in sicer: institucionalne vlagatelje, male delničarje in podjetja, ki vlagajo svoje presežke. (Gruban e al., 1997, str. 103).

Posebej pozorni moramo biti, da ne enačimo vlagateljev in delničarjev. V okviru skupine vlagateljev vključimo tudi delničarje, vendar so vlagatelji tudi drugi kot na primer kreditodajalci, kupci obveznic, kupci nelastniških vrednostnih papirjev in drugi; delničarji pa so le lastniki delnic (Razpet et al., 2003, str. 11).

Investitorje lahko delimo na portfeljske in strateške investitorje. Portfeljski investitorji so tisti, ki imajo manjši lastniški delež in katerih interes ni posegati v poslovno politiko družbe. Portfeljski investitorji so tako mali delničarji kot tudi institucionalni investitorji. Strateški vlagatelji pa so tisti vlagatelji, ki skušajo pridobiti ključno aktivno vlogo pri vodenju družbe. Postati želijo največji lastniki družbe ter si tako tudi zagotoviti večino v nadzornem svetu (Razpet et al., 2003, str. 38-40).

Vlagatelje pa lahko delimo tudi na aktivne in pasivne vlagatelje. Aktivni vlagatelji se o prodaji ali nakupu določene delnice ali druge naložbe odločajo na podlagi raziskav, analitičnih metod in modelov. Zagovarjajo tezo, da je trg neučinkovit ter da na trgu obstajajo delnice, ki so precenjene ali podcenjene. Za razliko od aktivnih vlagateljev pa pasivni vlagatelji uporabljajo pasivno strategijo in zagovarjajo tezo, da je trg učinkovit ter, da cene delnic odražajo vse razpoložljive informacije (Razpet et al., 2003, str. 38-40).

Vlagatelje pa v splošnem delimo tudi na male delničarje in institucionalne vlagatelje.

Institucionalni vlagatelji so vzajemni in pokojninski skladi, banke, zavarovalnice in investicijske družbe (Razpet et al., 2003, str. 44).

Aktivni institucionalni vlagatelji zasledujejo tri cilje (Razpet et al., 2003, str. 46):

- želijo vplivati na sistem pooblaščenecv, t.j. tistih posameznikov oziroma družb, ki za delničarje ob njihovem pisnem soglasju uresničujejo glasovalne pravice na skupščini;
- želijo odstraniti ovire pred prevzemi in
- želijo imeti čim večji vpliv pri imenovanju uprave.

Prav zadnji cilj je najpomembnejši cilj te skupine finančne javnosti.

V Sloveniji bi lahko šteli kot institucionalna investitorja predvsem državni sklad Slovenska odškodninska družba, d.d. in državni sklad Kapitalska družba, d.d., kar je predvsem posledica lastninskega preoblikovanja v preteklosti. Značilno za njiju je tudi dejstvo, da imata večinoma deleže v istih družbah, kar jima omogoča tudi povezovanje pri pogajanjih. Slovenska odškodninska družba in Kapitalska družba naj bi načeloma delovala kot portfeljska lastnika, kar pomeni, da nimata interesa posegati v poslovno politiko družbe, vendar njihova dejanja v zadnjih letih nakazujejo na dejstvo, da se skušata vedno bolj vpletati v nadzor in upravljanje družb. Ker imata navedena državna sklada izjemoma visoke lastniške deleže v večini

slovenskih podjetjih, so ostali delničarji v teh podjetjih v podrejenem položaju. (Meža, 2006, str. 55-56).

Kot primer nekoliko "vsiljenih" nadzornikov lahko navedemo izbiro kandidatov za člane nadzornega sveta Krke, d.d. v letu 2005, kjer sta oba državna sklada, ki sta obvladovala približno četrtno delnic, izsilila izbor kar petih od šestih članov nadzornega sveta (Nidorfer, 2005).

Institucionalni investitorji so zelo pomembni za družbo, saj imajo večinoma velik delež v posamezni družbi, to pa pomeni, da lahko s svojim vplivanjem (prodajo / nakupi) tudi vplivajo na gibanje cene delnice. Prav zaradi navedenega, morajo družbe nameniti posebno pozornost komuniciranju in obveščanju institucionalni investitorjev. Pri komuniciranju in obveščanju institucionalnih investitorjev je poudarek na osebnem odnosu (Lenče, 2007, str. 39).

Mali delničarji so fizične in pa tudi pravne osebe, ki del svojega zaslužka prihranijo in vložijo v delnice družb. Za male delničarje pa velja še ena značilnost in sicer dejstvo, da so bolj nagnjeni k hranjenju delnic, kar pa ne velja za institucionalne investitorje (Meža, 2006, str. 48-49). Mali delničarji investirajo v delnice kot alternativno obliko varčevanja; institucionalne lastnike pa bolj zanima aktivno lastništvo samega podjetja, čeprav tudi institucionalni lastniki so usmerjeni k vlaganju v čim bolj donosne naložbe. Vse skupine delničarjev tako pri investicijskih odločitvah vodijo podobni skupni dejavniki, in sicer: tveganj, donos, denarni tok in davčni učinki. V prvi vrsti je vsekakor razmerje med tveganjem in zelenim donosom, sledita pa denarni tok in ugodni davčni učinki. Slovenski mali delničarji se (investicijsko) obnašajo podobno kot delničarji na razvitejših trgih kapitala. Pri svojih odločitvah se načeloma obnašajo racionalno, torej iščejo najboljše razmerje med tveganjem in donosnostjo posamezne naložbe, vendar pa na končno odločitev, kam vložiti prihranke, vplivajo tudi neracionalni dejavniki (Laki-Hazabent, 2002, str. 3, 34). Velja pa poudariti, da cilj delničarjev ni pridobivanje dobička, to je namreč cilj družbe. Cilj delničarjev je maksimiranje vrednosti njihovega lastniškega deleža (Pavec, 2005, str.10). To velja zgolj na tujih razvitih kapitalskih trgih, kjer so posamezni delničarji osebe z večjim premoženjem, ki so pripravljene tudi več tvegati ne, da bi tako ogrozili svoj materialni položaj. Njihov namen je (večinoma) doseganje kapitalskega donosa in ne čim večjega izplačila dividend. Ravno nasprotno pa je v Sloveniji, kjer mali (privatizacijski) delničarji dajejo prednost izplačilu visokih dividend. Po izvedeni privatizaciji družb je veliko število delničarjev namreč hitro prodalo svoje deleže (delnice) ter tako privilegiralo likvidna sredstva glede na lastništvo delnic in potencialnemu kapitalskemu donosu v prihodnosti, ki bi izhajal iz lastništva teh delnic (Horvat, 1997, str. 10).

Komuniciranje družb z malimi delničarji poteka tudi preko pisem z delničarji, preko periodičnih poročil in poročil s skupščine, na skupščinah, časopisov, delničarskih klubih itd. (Gruban e al., 1997, str. 104). Večinoma pa poteka komuniciranje in obveščanje malih delničarjev posredno preko medijev in finančnih posrednikov (npr. finančnih analitikov in borznih posrednikov), saj lahko neposredno komuniciranje z malimi delničarji predstavlja velik strošek za podjetja (Lenče, 2007, str. 39).

Pri poslovanju družb mali delničarji nimajo vpliva, v smislu, da ne morejo odločati, kako bo potekalo redno poslovanje družb, v katere so vložili svoja sredstva. Lahko pa svoje pravice, ki izhajajo iz delnic, ki jih posedujejo, uveljavljajo na skupščinah družb. Pri tem velja poudariti, da v Sloveniji predstavljajo mali delničarji manjšino glasovalnih pravic na skupščini, zato je tudi na skupščini njihova moč omejena. Seveda lahko glasujejo pri vseh predlaganih sklepih, vendar se v primeru nasprotovanja enega ali več manjšinskih delničarjev, večkrat zgodi, da so preglasovani s strani večjih delničarjev (institucionalnih investitorjev, države).

Problem varstva malih delničarjev je bil prisoten tudi v družbi Zdravilišče Rogaška, d.d., kjer predlogi manjšinskih delničarjev niso bili upoštevani s strani večinskih delničarjev. Ena izmed zahtev manjšinskih delničarjev, je bila tudi ta, da bi v nadzornem svetu imeli svojega predstavnika (Bogataj, 2004a). Podobno pa se je zgodilo tudi na skupščini Mladinske knjige založbe, d.d., kjer ni bilo na dnevnem redu skupščine delničarjev nobenega izmed predlaganih predlogov malih delničarjev. Mali delničarji so med drugim zahtevali tudi uvrstitev delnic družbe v borzno kotacijo, saj so bili mnenja, da bi se tako povečala transparentnost v družbi (Bogataj, 2004).

Tudi usklajevanje manjšinskih delničarjev so bolj želje kot pa realnost. Skoraj nemogoče bi bilo namreč, da bi se večina manjšinskih delničarjev strinjala glede vseh vidikov poslovanja posamezne družbe. Tudi morebitno nestrinjanje posameznih delničarjev na skupščini družbe ne more glede na število glasovalnih pravic preglasiti večjih delničarjev, saj se takšni večji delničarji med seboj tudi usklajujejo, kar pa ni značilno in je nerealno pri malih delničarjih. Mali delničarji imajo preko svojega predstavnika v nadzornem svetu (če tega seveda sploh imajo) tudi možnost nadzora delovanja uprave, vendar se tudi v tem primeru lahko pojavijo nekateri dvomi. Prvi dvom je dejstvo, da je težko predlagati posameznika, ki bi zastopal interese vseh malih delničarjev. Nekateri delničarji bi se strinjali z enim kandidatom, drugi z drugim, ponavadi večina mali delničarjev sploh ne pozna izbranega kandidata, ki naj bi zastopal tudi njihove interese v nadzornem svetu družbe in tudi ne razume, kdo je takega kandidata predlagal. Seveda imamo tudi med mali delničarji tiste, ki so manj aktivni in tiste, ki so bolj aktivni in jim delež v posamezni družbi ne pomeni zgolj dividenda, ki jo prejme vsako leto. Pri tem velja poudariti, da lahko z organiziranim zbiranjem pooblastil za uresničevanjem glasovalnih pravic na skupščini sicer tudi mali delničarji skupaj dosežejo večji vpliv glasovanja pri sklepih skupščine, vendar pa so večinoma še vedno preglasovani s strani večjih vlagateljev.

Zaradi majhnih deležev in posledično majhnega vpliva na poslovanje in glasovanje na skupščini so se v Sloveniji izoblikovale tri oblike delničarskega povezovanja: pooblastilo za uresničevanje glasovalne pravice, sporazumi in pogodbe o uresničevanju glasovalne pravice ter družbe pooblaščenke (Pavec, 2005, str. 12).

V Poročilu o upravljanju javnih družb, izdanem v letu 2005, so avtorji izpostavili problem, da v Sloveniji večina podjetji nima večinskih lastnikov, torej lastnikov, ki bi razpolagali s 50 ali več odstotkov glasovalnih pravic, ampak imamo na eni strani pet ali več lastnikov, katerih skupno lastništvo v povprečju presega 60 odstotkov kapitala družbe, na drugi strani pa veliko število malih delničarjev, ki razpolagajo z ostalimi 40 odstotki kapitala družbe. Prav zaradi

tega so avtorji v omenjenem delu predlagali tudi zakonsko uveljavitev predstavništva malih delničarjev v nadzornih svetih družb. Nadzorni svet naj bi bil kot mehanizem korporacijskega upravljanja še toliko bolj pomemben prav v takšnih družbah, kjer je veliko malih delničarjev ali v družbah, v katerih so prisotna nasprotja interesov različnih skupin lastnikov (Bratina, Damijan, Gregorič & Zajc, 2005, str. 2-3, 6).

Primer omejevanja pravic malih delničarjev lahko tako zasledimo pri Petrolu, d.d., ko je leta 2006 Kapitalska družba, d.d. skušala izključiti prednostno pravico ostalih delničarjev do dokapitalizacije. V skladu z željami Kapitalske družbe, d.d. naj takratni delničarji ne bi imeli pravico sodelovati pri dokapitalizaciji oziroma bi družba sama določila, kdo bi sploh lahko sodeloval pri dokapitalizaciji (Finance.si, 2006).

Kot primer problematike izbire pravega kandidata za delo v nadzornem svetu pa bi lahko navedli dogajanja na letošnji skupščini Mercatorja, d.d., kjer so se pojavili kar štirje kandidati za nadzornika. Enega kandidata je predlagalo tudi Vseslovensko združenje malih delničarjev. Na izvedeni skupščini ni bil izbran nobeden izmed predlaganih kandidatov, kar pomeni, da bo nadzorni svet družbe Mercator, d.d. tudi letos deloval brez svojega šestega predstavnika kapitala v nadzornem svetu (Križnik, 2008). Vseslovensko združenje malih delničarjev je svoj predlog, torej svojega kandidata za nadzornika argumentiralo z dejstvom, da ima družba Mercator, d.d. več kot 17.000 malih delničarjev, kar predstavlja kar petino družbe, nimajo pa svojega predstavnika v nadzornem svetu. Kot drugi argument pa so tudi navedli, da se s kandidatom, ki ga je predlagal nadzorni svet in, ki naj bi v nadzornem svetu predstavlja interese družbe Raiffeisen Investment, ne strinjajo iz preprostega razloga, ker navedena družba sploh ni delničar družbe Mercator, d.d. (Tekavec, 2008).

V Poročilu o upravljanju javnih družb, izdanem v letu 2005, so avtorji tudi nakazali na problem dejanske pravne zaščite malih delničarjev. V praksi je ta zaščita namreč izjemno nizka, kar pride predvsem do izraza pri uveljavljanju odškodninske odgovornosti do članov nadzornih svetov ali uprav (Bratina et al., 2005, str. 2).

Slovenska zakonodaja sicer načeloma ščiti male delničarje pred večjimi. Delničarji lahko tako z nezaupnico upravi sprožijo, da nadzorni svet odpoklice upravo. V praksi pa so se v zadnjih letih pri zamenjavi članov nadzornih svetov in uprav, prišle do izraza predvsem želje in volje "večinskega lastnika", to je države oziroma vladajoče politične stranke. Pri zamenjavah sposobnega in uspešnega vodstva ali članov nadzornih svetov je to vsekakor predstavljajo škodo za druge delničarje (Bratina et al., 2005, str. 22-23).

Aktivni delničarji skušajo svoje nezadovoljstvo z načinom upravljanje družbe pokazati z glasovanjem na skupščini ali kar s pritiskom na nadzorni svet. Pasivni delničarji pa svoje nezadovoljstvo izrazijo preprosto s prodajo delnic (Pavec, 2005, str. 12).

Vsekakor opisani primeri ne prispevajo k ugledu slovenskih podjetji v smislu nekega transparentnega delovanja in niti ne kot družbe, ki naj bi spoštovale neko splošno sprejeto korporacijsko upravljanje. Tudi sam Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki bo

predstavljen v nadaljevanju, namenja posebno pozornost delničarjem, delovanju uprave in nadzornega sveta ter sodelovanju med upravo in nadzornim svetom.

Z uvajanjem dobre prakse upravljanja delniških družb se namreč poskuša predvsem doseči in pa tudi omogočiti aktivno delovanje malih delničarjev, v smislu, da ti zahtevajo informacije in glasujejo na skupščinah. To pa je povezano tudi z učinkovitim obveščanjem delničarjev in druge zainteresirane javnosti predvsem preko elektronske objave podatkov o poslovanju družb. Aktivnost delničarjev namreč nedvomno poveča odgovorno ravnanje organov družbe, t.j. tako uprave kot tudi nadzornega sveta (Bratina, 2003, str. 35).

Odgovora na vprašanje, ali je bolje, da je družba v pretežnem lastništvu malih delničarjev ali institucionalnih vlagateljev ni. Tako eni kot drugi prinašajo za družbo tako prednosti kot slabosti. V primeru, da je družba v pretežnem lastništvu malih vlagateljev, je lastniška struktura večinoma bolj stalna, saj so mali vlagatelji bolj potrpežljivi in zvesti delničarji. Po drugi strani pa to pomeni tudi minimalno spreminjanje lastniške strukture, družbe pa si želijo ravno nasprotno, to je aktivnega trgovanja z njihovimi delnicami, to pa lahko dosežejo le če je v lastniški strukturi posamezne družbe tudi primerno število institucionalnih vlagateljev. Kljub temu pa družbam ne ustreza niti dejstvo, da imajo preveč fluktuacije v njihovi lastniški strukturi, kar je posledica kratkoročnih trgovalnih navad institucionalnih vlagateljev (Razpet et al., 2003, str. 40). Prodaja delnic je vrsta zunanjega mehanizma nadzora podjetij, saj s prodajo delnic delničarji naznanijo svoje nezadovoljstvo s poslovanjem in upravljanjem podjetja. Povečane ponudbe delnic na trgu pa se posledično odrazi tudi na nižji ceni delnic, to pa naj bi bil zadosten signal, da z delom družbe nekaj ni v redu (Pavec, 2005, str. 12).

Pri komuniciranju s finančnimi javnostmi je pomembno, da družbe vse svoje finančne javnosti obravnavajo enakovredno. To pomeni, da se morajo vse pomembne informacije (nadzorovane informacije in druge pomembne informacije) objavljati na nediskriminacijski način ter na ta način preprečiti zlorabe informacij s strani posameznikov ali skupine ljudi (Meža, 2006, str. 48).

Tradicionalni viri informacij za delničarje so na primer publikacije podjetja (kot na primer letna poročila), poslovni mediji, spletne strani in drugo. Družbe pa naj bodo pozorne na to, da skušajo delničarjem kot tudi vsej ostali zainteresirani javnostim zagotoviti pravo mero informacij. Večkrat se namreč dogaja, da so pogosti vir informacij govorice, ki pridobijo na teži zlasti, če podjetje ne zagotovi dovolj informacij (Razpet et al., 2003, str. 42).

Poleg malih delničarjev in institucionalnih investitorjev oziroma delničarjev, javne družbe komunicirajo še s kopicco drugih finančnih javnosti, kot na primer borzni posredniki, posojilodajalci družbe, analitiki, potencialni vlagatelji in drugo, ti pa so za družbo vsaj toliko pomembni, celo če ne še bolj kot sami delničarji.

Posredniki na trgu vrednostih papirjev opravljajo štiri vrste nalog, in sicer: družbam pomagajo pri izdaji vrednostnih papirjev, združujejo vlagatelje, razdeljujejo večje "pakete" vrednostnih papirjev in trgujejo (tako na primarnem kot na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev) (Gruban et al., 1997, str. 103).

Finančni analitiki so posebej pomembna skupina prejemnikov informacij o posameznih družbah, so namreč tista skupina, ki opravlja vlogo multiplikatorja med ponudbo in povpraševanjem na finančnih trgih. Večkrat, in to je še posebej značilno za manjše vlagatelje, stran povpraševanja na razpolaga z vsemi potrebnimi informacijami in tudi nima dovolj zanj in izkušenj iz finančnih in računovodskih vsebin, da bi ocenila vse vidike investicije. Prav zaradi neustreznega znanja ion razpolaganja s premalo ali neustreznimi informacijami, se povpraševalci po vrednostnih papirjih in drugih oblikah naložb, zatečejo po nasvete k finančnim analitikom (Čebulj, 2002, str.11).

Finančni analitiki so tisti, ki analizirajo družbe ter na podlagi svojih ugotovitev, izdelajo priporočila in mnenja o posamezni družbi (ali je zanimiva ali ne za vlaganje). Finančni analitiki tako razpoložljive informacije obdelajo in jih primerjajo z ostalimi družbami ter tako izluščijo priložnosti in nevarnosti, katerim je posamezna družba izpostavljena. Na podlagi tako izoblikovanih poročil na to svojim strankam svetujejo o najbolj primerni obliki naložb (Seitel, 1995, str. 401).

Na večjih in bolj razvitih finančnih trgih zasledimo različne profile finančnih analitikov: nekateri finančni analitiki proučujejo le podjetja iz določene panoge, drugi pa vsa podjetja. Pri nas ni zaslediti, da bi se analitiki specializirali samo za določeno panogo in večinoma sta funkciji finančnega analitika in posrednika združena v eni osebi. Po eni strani je za družbe to tudi prednost, saj jim je olajšano komuniciranje in obveščanje – saj gre zgolj za eno skupino ljudi in ne za dve (Lenče, 2007, str. 42).

Da v Sloveniji ne zasledimo specializiranih finančnih analitikov je predvsem posledica dejstva, da je naš finančni trg majhen. Tako v Sloveniji ni mogoče na primer vlagati v sto različnih vrst farmacevtskih družb, ampak le eno farmacevtsko družbo, ki kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, zato je nelogično, da bi imeli finančnega analitika, ki bi proučeval in ocenjeval podjetja v farmacevtski panogi, saj je ta panoga v Sloveniji omejena.

Ker so borzni posredniki in analitiki vez med zainteresiranimi vlagatelji in družbo, ki bi jih ti vlagatelji kupili, je izjemno pomembno, da družbe poznajo formalne in neformalne vire, na podlagi katerih borzni posredniki predlagajo ali odsvetujejo zainteresiranim vlagateljem nakup delnice družbe. Družbe morajo te vire informacij spoznati in vplivati na njihovo vsebino. Družbe morajo zato graditi na čim bolj učinkovitem komuniciranju s to ključno skupino finančne javnosti preko različnih poslovnih poročil, osebnih stikov, tiskanih publikacij, sporočil za javnost in drugo. Pri komuniciranju z borznimi posredniki in analitiki pride v ospredje razkrivanje t.i. mehkih oziroma nefinančnih informacij. Gre torej zato, da družba ne objavi zgolj tiste podatke, ki jih predpisuje veljavna zakonodaja ali različne regulative, ampak na primer predstavi tudi podatke o upravljanju blagovnih znamk. Ocena analitikov o tem, ali je določena delnica primerna za nakup, prodajo ali jo je bolje držati, temelji predvsem na subjektivnih dejavnikih uspešnosti, na to pa lahko močno vplivajo managerji družbe predvsem z uspešnim komuniciranjem preko medijev ter z osebnimi srečanji z borznimi posredniki in analitiki (Meža, 2006, str. 58-59).

Kot že omenjeno zgoraj je pri komuniciranju in obveščanju finančnih analitikov potrebno nameniti posebno pozornost na t.i. mehke faktorje, kot so kakovost vodstva organizacije, zaupanje (vlagateljev, okolja, itd.) organizaciji, všečnost organizacije, pripovedovanje zgodb o uspehu, in ne zgolj številčno izraženim podatkom, kot so podatki o kapitalu, sredstvih, dobičku, itd. Navdušiti finančno javnost je tako eden od ključev, ki družbi zagotavlja delovanje na dolgi rok (Čebulj, 2002, str.11-12). Družbe morajo tako z finančnimi analitiki komunicirati kredibilno, vodstvo in služba za odnose z javnostmi jim mora biti na voljo. Pri komuniciranju s finančnimi analitiki pridejo tako bolj v ospredje osebna srečanja bodisi z enim samim finančnim analitikom ali skupino finančnih analitikov (Seitel, 1995, str. 401).

Kot ugotavlja Meža (2006, str. 80) slovenska podjetja ne glede na segment trgovanja ne posvečajo večje pozornosti komuniciranju s ponudniki finančnih informacij ter z borznimi posredniki in analitiki, kar je velika pomanjkljivost komuniciranja družb, po drugi strani pa je to tudi izziv za prihodnost.

Posebno pozornost pa morajo družbe nameniti tudi tujim vlagateljem. Družbe v prvi kotaciji so zavezane k objavljanju v angleškem jeziku. To namreč določajo Pravila borze, (2008, str. 7, 12. člen). Poleg tega pa velja nameniti posebno pozornost tudi uradnim spletnim stranem družbe v angleškem ali morebiti še katerem drugem tujem jeziku. Prav spletne strani lahko postanejo pomemben kanal obveščanja te skupine finančne javnosti.

V okviru osebnega komuniciranja s finančnimi javnostmi in v okviru tega tudi komuniciranja s tujimi investitorji ali potencialnimi investitorji velja izpostaviti tudi tako promoviranja družb na konferencah za vlagatelje, ki jih izvaja tudi Ljubljanska borza, d.d.. Borza tako že nekaj let uspešno organizira, tudi skupaj z drugimi partnerji, Dneve slovenskega kapitalskega trga, ki se odvijajo tako v Sloveniji kot tudi drugod po Evropi. Bistvo Dnevov slovenskega kapitalskega trga je omogočiti neposreden kontakt med javno družbo in finančno javnostjo. Tako se navedenih dogodkov udeležujejo ne le potencialni investitorji, ampak tudi borzni posredniki in analitiki, ki imajo tako možnost direktno komunicirati z javno družbo.

Pri komuniciranju s posojilodajalci pridejo v ospredje predvsem podatki o finančnih rezultatih. Za to ciljno skupino je namreč pomembne predvsem denarni tok, torej informacije ali bo družba sposobna realizirati dovolj denarja, da bo uspešno pokrivala svoje dolgove ter da bo še naprej širila svoje poslovanje (Lenče, 2007, str. 45).

Poleg s finančnimi javnostmi pa javne družbe komunicirajo s celotnim okoljem, ki jih obdaja, kar pomeni, da javne družbe komunicirajo tako s svojimi poslovnimi partnerji, mediji, krajani, ki živijo v bližini družbe ali njenih dislociranih enot in drugimi zainteresiranimi javnostmi.

Tudi mediji predstavljajo pomembno skupino prejemnikov informacij o družbah. Mediji namreč lahko kreirajo javno mnenje o podjetju ter tako vplivajo na imidž podjetja. Prav zaradi tega morajo družbe nameniti posebno pozornost komuniciranju in obveščanju medijev, saj se lahko zgodi, da morebitno zanemarjanje in preziranje medije s strani družbe, privede do tega, da se o družbi v medijih sploh ne bo govorilo oziroma se bo govorilo na način, ki bo škodil

ugledu podjetja, kar pa bo nadalje za družbo pomenilo, da bo morala vložiti precej napora in stroškov, da bo ponovno vzpostavila pričakovani ugled podjetja v javnosti (Čebulj, 2002, str.11).

Pri komuniciranju z mediji je ključno medsebojno zaupanje in odnos, ki ga ustvarijo posamezniki zadolženi za odnose z javnostmi v podjetju predstavniki medijev. Pri komuniciranju z mediji je pomembno, da družba predstavnikom medijev zagotovi resnične informacije, saj lahko v nasprotnem primeru kaj hitro izgubi zaupanje medijev, kar pa je zelo težko ponovno pridobiti. Priporočljivo je, da si predstavniki službe za odnose z javnosti pripravijo seznam medijev in novinarjev z njihovimi osnovnimi podatki, saj je tako omogočeno bolj hitro in učinkovito komuniciranje in obveščanje te skupine javnosti (Lenče, 2007, str. 18).

Pri komuniciranju z mediji ločimo dve vrste prijemov. Med reaktivne odnose z mediji vključujemo na primer za odzivanje na novinarska vprašanja ali objavljene članke; pri strateškem ali proaktivnem odnosu z mediji pa gre za medijsko pojavljanje, ki je rezultat lastne pobude podjetja (Razpet et al., 2003, str. 68).

Iz zgoraj zapisanega pa lahko razberem, da poslabšanje ugleda družbe v mediji, vleče za sabo tudi poslabšanje ugleda družbe pri finančnih analitikih, saj slednji pri ocenjevanju družbe ne upoštevajo zgolj bilanc, ampak tudi ugled podjetja in druge t.i. mehke informacije. Zato lahko podjetja z uspešnim in korektnim komuniciranjem in obveščanjem medijev dosežejo tudi boljši ugled pri finančnih analitikih.

Ažurne in kakovostne informacije, ki jih zagotavljajo družbe (torej tiste informacije, ki jih objavijo družbe in ne tiste informacije, ki se pojavijo kot špekulacije v medijih) olajšajo odločitev vlagateljev za nakupe oziroma prodaje. Uspešno komuniciranje družb ima dve bistveni prednosti. Po eni strani se poviša cena delnice. Raziskave so namreč pokazale, da so javne družbe na razvitih trgih, ki ne zagotavljajo določenega nabora informacij trgu, "kaznovane" z do dvajset odstotkov nižjo ceno delnice. Po drugi strani pa uspešno komuniciranje javnih družb poviša tudi likvidnost delnice. Več trgovanja vlagateljev pa posledično približuje tržno ceno delnice notranji vrednosti ter hkrati znižuje stroške trgovanja (Interno gradivo Ljubljanske borze, d.d.).

Nagla širitev različnih vrst medijev v zadnjih desetletjih je omogočila, da tudi posamezniki, ki se z vrednostnimi papirji ne ukvarjajo profesionalno, dostopajo do istega nabora podatkov in ob istem času kot profesionalni investitorji, torej tisti investitorji, ki redno (v okviru svoje službe ali tudi za svoj račun) kupujejo in prodajajo vrednostne papirje. Količina informacij o trgu vrednostnih papirjev, ki jih lahko dobimo iz različnih virov, kot na primer dnevnih časopisov, revij, interneta in drugih, je ogromna, vendar je potrebno biti pazljivi, saj niso vsi viri zanesljivi (Monitoring news on a company).

Prav zaradi tega je v današnjem času izjemno pomembno, da javne družbe izberejo svojo strategijo komuniciranja z vsemi javnostmi, ki jo obdajajo, s posebnim poudarkom prav na finančne javnosti. Če bo družba redno in v okviru naprej opredeljenih kanalov komuniciranja,

kot je na primer tudi uradna spletna stran družbe, komunicirala, bo v svojem komuniciranju dosegla boljši učinek in bo hkrati preprečila širjenje nepreverjenih in nezanesljivih informacij preko drugih medijev, saj se bodo investitorji in vsa preostala zainteresirana javnost "navadili", da lahko pridobijo vse pomembne informacije preko vnaprej definiranih kanalov komuniciranja. Pri tem pa igra pomembno vlogo ne samo mesto objave, ampak tudi vsebina objave, ki mora biti jasna in nezavajajoča. Primeri, ko se določene informacije o javni družbi, organih vodenja javne družbe ali o instrumentih, ki jih je izdala, pojavijo v javnosti s strani drugih, na primer novinarjev, lahko mečejo slabo luč na komuniciranje družbe, če se tako objavljene informacije izkažejo za resnične, saj tako javna družba v luči zainteresirane javnosti izgubi kredibilnost, kar pa lahko le s težka nadoknadi.

Uspešna notranja organiziranost izdajatelja na področju komuniciranja je ključnega pomena za uspešno komuniciranje s širšo investicijsko oziroma tudi drugo zainteresirano javnostjo. Izdajatelj mora opredeliti interesne skupine ter strategije komuniciranja in sodelovanja s tako opredeljenimi posameznimi interesnimi skupinami. Poleg tega je izjemno pomembno, da izdajatelj določi, kdo v družbi bo zadolžen za odnose z javnostmi; v okviru tega pa je posebej pomembno določiti tudi ključno osebo za komuniciranje z investitorji. Javne družbe pa morajo poleg tega jasno opredeliti tudi pretok in notranji nadzor nad notranjimi informacijami¹ (Interno gradivo Ljubljanske borze, d.d.).

Komuniciranje s finančnimi javnostmi zahteva poznavanje tako korporacijskega upravljanja kot tudi prava (Cutlip, Center & Broom, 1999, str. 205).

2 PRVA KOTACIJA LJUBLJANSKE BORZE, D.D.

Slovenski organizirani trg vrednostnih papirjev je razdeljen na več segmentov; in sicer na: segment delnic, segment obveznic, segment investicijskih kuponov, segment delnic investicijskih družb ter segment strukturnih produktov. Segment delnic pa je nadaljnje razdeljen še na vstopno kotacijo, standardno kotacijo ter Prvo kotacijo (Spletna stran Ljubljanske borze, d.d.).

Ljubljanska borza, d.d. je oktobra 2005 ustanovila elitno kotacijo, t.i. Prvo kotacijo, ki predstavlja posebni segment borzne kotacije. V Prvo kotacijo Ljubljanske borze, d.d. se lahko uvrstijo izdajatelji tistih vrednostnih papirjev, ki izpolnjujejo posebne zahteve določene s strani Ljubljanske borze, d.d..

Ne glede na segment, v katerega je uvrščen posamezni papir v okviru borzne kotacije mora družba izpolnjevati določene pogoje, in sicer (Zakaj in kako na Ljubljansko borzo, 2008, str. 11):

- ustanovitev družbe in njegov statusni ustroj morata biti v skladu s predpisi države njegovega sedeža;
- potrjen in objavljen prospekt;

¹ Sama definicija notranje informacije ter obveznosti glede notranjih informacij bodo podane v nadaljevanju tega magistrskega dela.

- prosta prenosljivost vrednostnih papirjev in
- vrednostni papirji morajo biti izdani v centralnem registru.

Javne družbe, ki si želijo vstopiti v Prvo kotacijo Ljubljanske borze, d.d. so tako dolžne poleg izpolnjevanja kriterijev za uvrstitev na borzni trg, izpolnjevati tudi kvantitativne kriterije, kriterije likvidnosti in kriterije obveščanja kot prikazano v nadaljevanju.

Kvantitativni kriteriji so (Pravila borze, 2008, str. 7, 12. člen):

- družba mora najmanj 3 leta poslovati ter imeti revidirana letna poročila za 3 leta;
- v javnosti mora biti vsaj 25 odstotkov razreda delnic ter število imetnikov razreda delnic mora biti vsaj 500;
- družba mora imeti minimalno vrednost kapitala 50 milijonov EUR ter minimalna velikost razreda delnic mora biti 1 milijon EUR oziroma 25 milijonov EUR, v kolikor je odstotek razreda delnic v javnosti vsaj 10 odstotkov.

Kriteriji obveščanja se nanašajo na izjave, ki jih sprejme javna družba, ki vstopa v Prvo kotacijo, in sicer (Pravila borze, 2008, str. 7, 12. člen):

- izjavo, da bo izdajatelj obveščal in poročal tudi v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja;
- izjavo, da bo povzetke javnih objav družbe objavila tudi v angleškem jeziku;
- izjavo, da bo objavila podatke o medletnem poslovanju ter Izjavo o skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb;
- izjavo, da b,o kolikor je to mogoče, torej po svojih najboljših močeh izpolnjevala prakso dobrega obveščanja, tako kot je to določeno v Priporočilih javnim delniškim družbam za obveščanje.

Uporabo angleškega jezika pri objavah sporočil javnih delniških družb predlaga tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 27, točka 8.2). V angleškem jeziku pa naj se izdela tudi letno poročilo.

Poleg kvantitativnih kriterijev in kriterijev obveščanja so javne družbe iz Prve kotacije dolžne izpolnjevati tudi kriterije likvidnosti, ki se nanašajo na minimalno povprečno dnevno število sklenjenih poslov z delnicami (večje ali enako 10), minimalni povprečni dnevni vrednosti obsega sklenjenih poslov z delnicami (večje ali enako 40.000 EUR) ter globini trga² (manjše ali enako 300). Javne družbe izpolnjujejo kriterij likvidnosti tudi v primeru, da imajo sklenjeno pogodbo z vzdrževalcem likvidnosti ter da takšno pogodbo posredujejo borzi (Navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu, 2008, str. 5, 5. člen).

² Globino trga se meri po metodi celotne globine trga - CGT. Vrednost CGT se meri in prikazuje v baznih točkah (100 b.t. = 1%). CGT predstavlja seštevek spremembe na ponudbeni in povpraševalni strani. Obdobja vrednost CGT predstavlja povprečje dnevni vrednosti CGT (navadno povprečje). Globino trga izmerimo za vrednostne papirje v neprekinjenem trgovanju dvakrat, v avkcijskem trgovanju pa enkrat dnevno (Navodila za indekse, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike, 2008, str. 28).

Iz navedenih kriterijev je razvidno, da morajo javne družbe, ki želijo kotirati v Prvi kotaciji izpolnjevati dodatne zahteve kot jih narekuje sama zakonodaja, torej bodisi Zakon o gospodarskih družbah ali Zakon o trgu finančnih instrumentov.

Prvo kotacijo Ljubljanske borze, d.d. v mesecu novembru leta 2008 sestavljajo sledeče družbe: Gorenje, d.d., Intereuropa, d.d., Krka, d.d., Luka Koper, d.d., Mercator, d.d., Petrol, d.d., ter Telekom Sloveniji, d.d..

Večina od zgoraj naštetih izdajateljev kotira v Prvi kotaciji od same ustanovitve tega posebnega segmenta borznega trga. Poleg zgoraj naštetih izdajateljev pa sta v preteklosti v Prvi kotaciji kotirali tudi družba Merkur, d.d. ter Droga Kolinska, d.d..

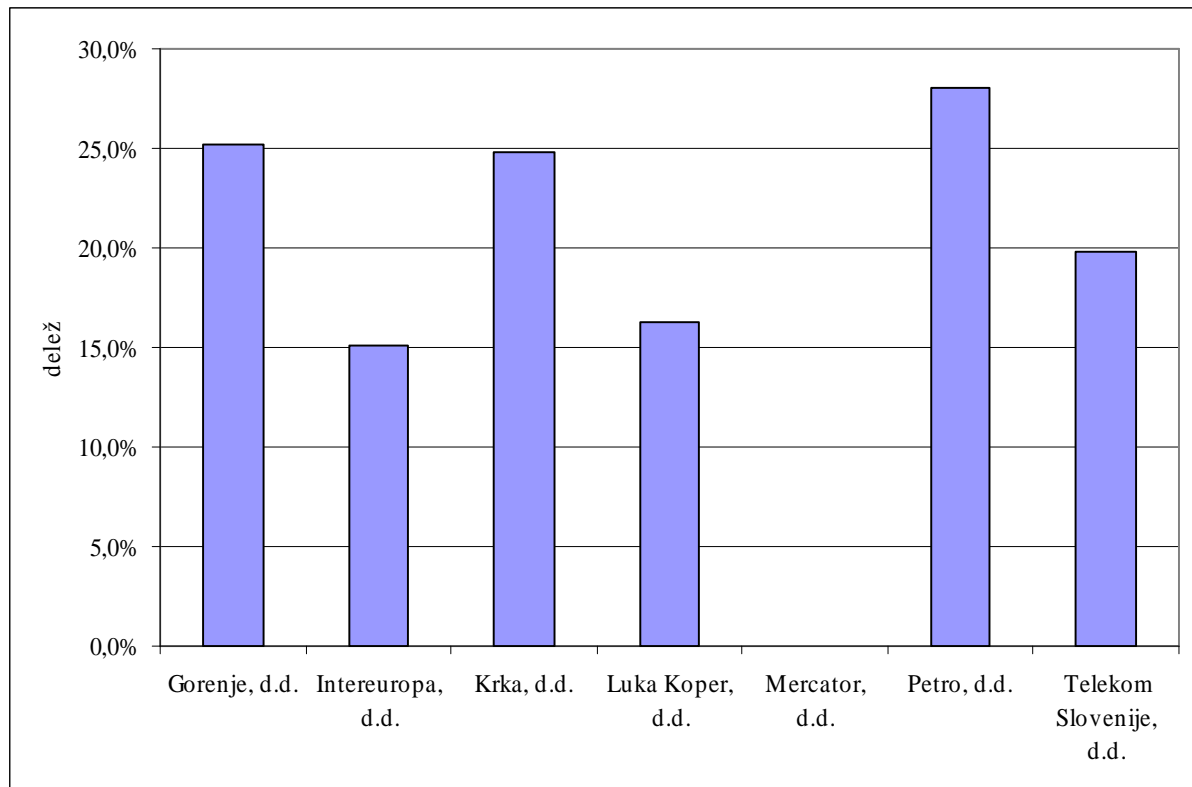
Družbe, ki sestavljajo Prvo kotacijo ne potrebujejo posebne predstavitve, saj gre za največja in izjemno uspešnejša podjetja, ki uspešno poslujejo tako na domačem kot tujem trgu.

V Sloveniji prevladuje institucionalno delničarstvo. Privatizacijska zakonodaja, ki je določa tri glavne načine privatizacije, in sicer privatizacijo z javno prodajo (ponudbo), privatizacija z notranjim odkupom in privatizacijo z menadžerskimi in drugimi odkupi, je pomembno vplivala na samo strukturo delničarstva v Sloveniji (Bohinc, 2001, str. 75).

Tudi pri družbah v Prvi kotaciji, tako kot pri večini slovenskih podjetij, lastniška struktura še vedno odraža izbran način lastninjenja, saj je slovenski način privatizacije zahteval, da se določen del gospodarskih družb prenese na takratni Slovenski odškodninski sklad (danes: Slovenska odškodninska družba, d.d. – SOD), takratni Slovenski kapitalski sklad (danes: Kapitalska družba, d.d. – KAD) ter na Slovenski razvojni sklad (ta delež se je nato prodajal pldom). Tudi danes lastniška struktura odraža ta način lastninjenja (Meža, 2006, str. 19).

To je tudi razvidno iz spodnjega grafa, kjer je z izjemo Mercatorja, d.d., kjer pri vseh družbah v Prvi kotaciji delež lastništva Slovenske odškodninske družbe in Kapitalske družbe skupaj presega 15 odstotkov delnic.

Graf 1: Delež lastništva Slovenske odškodninske družbe, d.d. in Kapitalske družba, d.d. na dan 30.06.2008 v družbah, ki kotirajo v Prvi kotaciji



Vir: Spletna stran skupine Gorenje, Spletna stran koncerna Intereuropa, Spletna stran družbe Luke Koper, d.d., Spletna stran družbe Mercator, d.d., Spletna stran družbe Petrol, d.d., Spletna stran družbe Telekom Slovenije, d.d.

Velja pa poudariti, da je za slovenske delniške družbe značilna precejšnja moč managerjev, to je predvsem posledica notranjega lastništva (pomemben odstotek delnic družbe je razdeljen med zaposlene, bivše zaposlene ali sorodnike teh dveh kategorij). Prav ti notranji lastniki podpirajo management in preko organiziranega zbiranja glasov v prid managementa družbe še povečujejo moč management te družbe (Meža, 2006, str. 19).

3 OBVEZNOST RAZKRIVANJA NADZOROVANIH IN DRUGIH INFORMACIJ

Zakona o trgu finančnih instrumentov je področje poročanja in obveščanja v precejšni meri spremenilo, saj je sam zakon s seboj "prinesel" še cel kup dodatnih sklepov, spremenila so se Pravila borze ter nastala so Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, ki so v veliki meri prevzela funkcijo Pravil borze na področju obveščanja javnih družb.

Z uvedbo Zakona o trgu finančni instrumentov (2008, 2. Člen) so se v slovenski pravni red med drugim implementirale naslednje direktive:

- Direktiva o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji,
- Direktiva o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga),
- Direktiva v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije,
- Direktiva glede dovoljenih tržnih ravnanj, opredelitve notranjih informacij v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, sestave seznama o osebah z dostopom do notranjih informacij, poročanja o transakcijah poslovnih delavcev in obveščanja o sumljivih poslih,
- Direktiva o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembi Direktive 2001/34/ES (UL L št. 390/38 z dne 31. 12. 2004, str. 38; v nadaljnjem besedilu: Direktiva 2004/109/ES)

Zamenjavi Zakona o trgu vrednostnih papirjev z Zakonom o trgu finančnih instrumentov so botrovali predvsem spodaj naštetih razlogi (Interni viri Ljubljanske borze, d.d.):

- uskladitev slovenske zakonodaje z ureditvijo v direktivah Evropske unije,
- neustreznost nekaterih določb v Zakonu o trgu vrednostnih papirjev,
- posodobitev in nova struktura zakona ter
- pogoji za večjo konkurenčnost slovenskega kapitalskega trga.

Področje obveščanja javnih družb je v Zakonu o trgu finančnih instrumentov podrobno urejeno predvsem v tretjem poglavju z naslovom Obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, ki predvideva stalne (periodične) objave kot so letno, polletno in vmesno poročilo posloводства; občasne (t.i. ad hoc) objave, kot so informacije o pomembnih deležih ter objave drugih pomembnih informacij, kot so na primer informacije o spremembah vsebine pravic iz vrednostnih papirjev, informacije o novih izdajah dolžniških vrednostnih papirjev ter informacije za imetnike delnic in obveznic, uvrščenih na organiziran trg. Za javne družbe pa je posebej pomembno tudi 10. poglavje Zakona o o trgu finančnih instrumentov, ki obravnava notranje informacije (Interno gradivo Ljubljanske borze, d.d.).

3.1 Letno poročilo

Družbe so dolžne na podlagi zaključenih poslovnih knjig v treh mesecih po koncu poslovnega leta sestaviti letno poročilo in v kolikor so družbe zavezane tudi h konsolidaciji, v štirih mesecih po koncu poslovnega leta sestaviti tudi konsolidirano letno poročilo (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 54. člen).

Ključni elementi letnega poročila so (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 110. člen):

- revidirano računovodsko poročilo,
- poslovno poročilo in
- izjava članov posloводства in drugih oseb javne družbe, ki so odgovorni za sestavo letnega poročila.

Zgoraj omenjena izjava mora vključevati izjavo, da je računovodsko poročilo sestavljeno v skladu z ustreznim računovodskim standardom ter da prikazuje resničen in pošten prikaz sredstev in obveznosti, finančnega položaja in poslovnega izida družbe ter družb vključenih v konsolidacijo, če je javna družba zavezana h konsolidaciji. Poleg tega morajo člani posloводства oziroma druge osebe, ki so odgovorne za sestavo letnega poročila izjaviti, da je v poslovno poročilo vključen pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih tveganj, ki so jim družba in družbe vključene v konsolidacijo izpostavljeni (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 110. člen).

Računovodsko poročilo obsega (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 60. člen):

- bilanco stanja,
- izkaz poslovnega izida,
- izkaz denarnih tokov,
- izkaz gibanja kapitala ter
- priloge s pojasnili k izkazuom.

Letno poročilo in njegove sestavne dele morajo podpisati vsi člani posloводства družbe. Letnemu poročilu se priloži revizijsko poročilo, predlog za uporabo bilančnega dobička in poročilo o razmerjih z obvladajočo družbo, v kolikor je družba obvladovana. Navedene priloge niso sestavni deli letnega poročila družbe. (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 60. in 60. a člen).

Prav to, da morajo letno poročilo in njegove sestavne dele podpisati vsi člani posloводства, je ena ključnih sprememb v samem Zakonu o gospodarskih družbah. To lahko namreč povežemo s SOX-om, ki je povečal odgovornost izvršnih in finančnih direktorjev pri pripravi poslovnih poročil in računovodskih izkazov. Tako morajo izvršni in finančni direktorji v skladu z navedenim zakonom med drugim pregledati in podpisati poročilo in računovodske izkaze (Ivanec, 2006, str. 14).

Nekoliko nenavadno je, da posloводство podpiše letno poročilo in vse njegove sestavne dele, ne pa npr. predloga za uporabo bilančnega dobička, ki je nedvomno ena najpomembnejših informacij v vsakem letnem poročilu.

V kolikor so javne družbe zavezane h konsolidaciji, so dolžne konsolidirano letno poročilo pripraviti v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 54. člen).

Konsolidirano letno poročilo je sestavljeno iz konsolidiranega računovodskega poročila in konsolidiranega poslovnega poročila družb, vključenih v konsolidacijo. Priloga h konsolidiranim izkazom mora vsebovati tudi navedbo, na podlagi katerih pogojev je posamezna družba vključena v konsolidacijo. Družba lahko določene podrejene družbe ne vključi v konsolidacijo, če to ni pomembno za resničen in pošten prikaz finančnega položaja, poslovnega izida, denarnih tokov in gibanja kapitala. V kolikor družba določenih podrejenih

družb ne vključi v konsolidacijo, mora v prilogi h konsolidiranim izkazom te družbe naštetih ter navesti tudi razloge za izključitev omenjenih družb iz konsolidacije (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 56. člen).

V skladu z Zakonom o gospodarskih družbah (2008, 70. člen) mora poslovno poročilo vsebovati vsaj pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja. Poleg tega mora poslovno poročilo vsebovati tudi opis bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena ter opis vseh pomembnejših dogodkov, ki so nastopili po koncu poslovnega leta, pričakovani razvoj družbe, aktivnosti družbe na področju raziskav in razvoja ter informacijo o obstoju podružnic družbe.

Čeprav so javne družbe dolžne objaviti le konsolidirane letna poročila v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročila, so v skladu z zahtevami borze javne družbe iz prve kotacije dolžna vsa poročila objaviti v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja. Uporaba različnih standardov poročanja tako pri isti družbi ali med različnimi družbami nekoliko ovira primerjavo računovodskih poročil. Čeprav so si Slovenski računovodski standardi in Mednarodni standardi računovodskega poročanja v večini točk skorajda enaki, pa kljub temu ostajajo nekatere razlike in temu posledično tudi razkoraki v primerjanju računovodskih poročil.

Mednarodni standardi računovodskega poročanja so nastali z namenom, da bi pripomogli k enaki obravnavi transakcij po vsem svetu, pospešitvi mednarodnih vlaganj, zmanjšanju stroškov podjetij in zagotovitvi primerljivosti računovodskih izkazov v svetovnem merilu. Slovenski računovodski standardi so v vseh pomembnejših pogledih usklajeni z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja. Tako so tudi temelji računovodski izkazi pripravljeni v skladu z enimi medsebojno primerljivi z računovodskimi izkazi pripravljen v skladu z drugimi standardi. Razlike med Slovenskimi računovodskimi standardi in Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja tako večinoma ne vplivajo na višino vrednostno izkazanih ekonomskih kategorij, razlike med njima pa izvirajo iz drugačnega zajemanja in izkazovanja postavk (Vozel, 2004, str. 1, 44-45). Slovenski računovodski standardi so tako vsekakor bolj široki od Mednarodnih standardov računovodskega poročanja, saj poleg pravil za zunanje računovodsko poročanje predpisujejo tudi pravila za notranje računovodsko poročanje in računovodenje v najširšem pomenu besede (Novak, 2007, str. A 23).

Zakon o gospodarskih družbah (2008, 70. člen) javnim družbam nalaga tudi obveznost, da v svoje poslovno poročilo vključijo izjavo o upravljanju družbe. Izjava se vključi kot poseben oddelek poslovnega poročila³ ali pa se objavi kot ločeno poročilo, skupaj z letnim poročilom. V primeru ločene objave mora biti v poslovnem poročilu navedeno, kje v elektronskem mediju družbe je dostopno besedilo izjave o upravljanju družbe.

Priloga k izkazom mora med drugim vsebovati tudi (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 69. člen):

³ Več o izjavi o upravljanju družbe je predstavljeno v nadaljevanju.

- metode, ki so bile uporabljene za vrednotenje posameznih postavk v računovodskih izkazih in metode, ki so bile uporabljene za izračun odpisov vrednosti;
- podatke za vsako družbo, v kapitalu katere je družba udeležena z najmanj 20%;
- podatke o družbi, v kateri je družba družabnik in neomejeno odgovorna za obveznosti te družbe;
- podatke o odobrenem kapitalu ali pogojno povečanem osnovnem kapitalu;
- podatke o lastnih deležih;
- podatke o številu delnic vsakega razreda delnic, katerega izdajateljica je in njihovem najmanjšem emisijskem znesku;
- podatke o izdanih vrednostnih papirjih, ki dajejo imetniku pravico do udeležbe v dobičku družbe ali pravico do nakupa ali zamenjave za delnice družbe;
- razčlenitev in pojasnilo zneskov rezervacij, izkazanih pod postavko druge rezervacije, če je obseg teh rezervacij pomembnejši;
- podatek o višini obveznosti z rokom dospelja, daljšim od pet let;
- podatek o višini vseh obveznosti, ki so zavarovane s stvarnim jamstvom;
- podatek o skupnem znesku finančnih obveznostih, ki niso izkazane v bilanci stanja, če so ti podatki pomembni za oceno finančnega položaja družbe;
- informacije o operacijah družbe, ki niso izkazane v bilanci stanja;
- informacije o transakcijah, ki jih je družba začela s povezanimi strankami⁴, če so te transakcije pomembne in niso bile opravljene pod običajnimi tržnimi pogoji;
- razčlenitev čistih prihodkov od prodaje po posameznih področjih poslovanja družbe ali posameznih zemljepisnih trgih, če se glede organizacije prodaje proizvodov ali opravljanja storitev, ki so značilni za redno poslovanje družbe, posamezna področja poslovanja družbe ali posamezni zemljepisni trgi, na katerih posluje družba, med seboj pomembno razlikujejo;
- povprečno število delavcev v poslovnem letu, razčlenjeno po skupinah glede na izobrazbo;
- razčlenitev kapitalskih rezerv;
- podatek o prejemki uprave, nadzornega sveta in drugih delavcem zaposlenih na podlagi pogodbe, za katere ne velja tarifni del kolektivne pogodbe, ločeno za vsako od teh skupin posebej;
- predujmi in posojila ter poroštva za obveznosti, ki je družba ali njena podrejena družba odobrila članom uprave, članom nadzornega sveta in drugim delavcem zaposlenim na podlagi pogodbe, za katere ne velja tarifni del kolektivne pogodbe ter poroštva družbe za obveznosti teh oseb, ločeno za vsako od teh skupin oseb;
- podatke o firmi in sedežu obvladujoče družbe, ki je sestavila konsolidirano letno poročilo za najširši krog družb v skupini ter in v razmerju do katerih je družba odvisna družba ter navedbo kraja, kjer je dostopno konsolidirano letno poročilo;
- podatke o firmi in sedežu obvladujoče družbe, ki je sestavila konsolidirano letno poročilo za najožji krog družb v skupini ter in v razmerju do katerih je družba odvisna družba ter navedbo kraja, kjer je dostopno konsolidirano letno poročilo;

⁴ Povezane stranke definirajo Mednarodni standardi računovodskega poročanja.

- v primeru, da je družba zavezana k reviziji pa tudi podatek o znesku, porabljenem za revizorje.

Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 12, 16-17) med drugim pravi, naj družba razkrije celotna plačila, povračila in druge ugodnosti članov uprave za vsakega posameznega člana uprave v neto in bruto znesku. V skladu s kodeksom naj bo plača uprave razdeljena na fiksni del prejemkov, gibljivi del prejemkov, udeležbo pri dobičku, opsijsko nagrajevanje ter druge prejemke. Plačila nadzornemu svetu pa naj bodo razdeljena na plačila za opravljanje funkcije, plačila za delo v komisijah nadzornega sveta, plačila za sejnine in povračila stroškov.

Kodeks družbam priporoča torej dodatno razkritje oziroma širše razkritje prejemkov uprave kot to določa Zakon o gospodarskih družbah. Kodeks namreč predlaga razkritje za vsakega posameznega člana, Zakon o gospodarskih družbah pa zahteva skupni znesek prejemkov, ki ga je prejela uprava. Družbe sicer niso navedenega priporočila dolžne upoštevati, vendar pa morajo v primeru neizpolnjevanja te določbe kodeksa v Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb⁵ to tudi navesti ter pojasniti razloge za takšno odstopanje.

V primeru, da v izkazu poslovnega izida niso podrobno opredeljeni stroški dela, se v prilogi k izkazom znesek stroškov dela členi na (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 66. in 69. člen):

- a) stroški plač,
- b) stroški socialnih zavarovanj in v okviru tega posebej izkazani stroški pokojninskih zavarovanj ter
- c) drugi stroški dela.

Poleg zgoraj navedenih podatkov mora poslovno poročilo družb zavezanih k uporabi Zakona o prevzemih vsebovati tudi podatke in pojasnila o (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 70. člen):

- strukturi osnovnega kapitala družbe, vključno z vrednostnimi papirji, ki ne kotirajo na borzi;
- vseh omejitvah prenosa delnic;
- pomembnem neposrednem in posrednem imetništvu vrednostnih papirjev, v smislu doseganja kvalificiranega deleža, kot ga določa Zakon o prevzemih;
- vsakem imetniku vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo posebne kontrolne pravice;
- vseh omejitvah glasovalnih pravic;
- vseh družbi znanih dogovorih med delničarji, ki lahko povzročijo omejitev prenosa vrednostnih papirjev ali glasovalnih pravic;
- delniški shemi za delavce;
- pravilih družbe glede imenovanja in zamenjave članov organov vodenja ali nadzora ter podatek o pravilih družbe o spremembah statuta;
- podatke o pooblastilih članov posloводства (zlasti o pooblastilih za izdajo in / ali nakup lastnih delnic);

⁵ Več o Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb v nadaljevanju.

- vseh pomembnih dogovorov na podlagi spremembe kontrole v družbi, ki je posledica ponudbe, kot jo določa Zakon o prevzemih ter učinki takšnih dogovorov;
- vseh dogovorih med družbo in člani njenega organa vodenja ali nadzora ali delavci, ki predvidevajo nadomestilo, če ti zaradi prevzemne ponudbe odstopijo, so odpuščeni brez utemeljenega razloga ali njihovo delovno razmerje preneha.

V skladu s Kodeksom javnih delniških družb (2007, str. 27) pa naj bi bil sestavni del letnega poročila tudi poročilo o družbeni odgovornosti, ki vključuje odgovornost družbe do zaposlenih, potrošnikov, lokalne skupnosti ter naravnega okolja. Letno poročilo naj vsebuje tudi izjavo poslovodstva o odgovornosti izdelave računovodskih izkazov s pojasnili

Družbe pa naj v letnem poročilu razkrijejo, ali so njihovi člani uprave hkrati člani upravljanja ali nadzora nepovezanih družb (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 13).

V kolikor javna družba ne razkrije članstva uprave v nepovezanih družbah ali v letno poročilo ne vključi poročila o družbeni odgovornosti ali letno poročilo ne vsebuje izjave poslovodstva, mora v Izjavi o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb posebej navesti, da navedenih točk Kodeksa ne spoštuje ter navesti razloge za odstopanja.

Če skušam pregledati tudi stara borzna pravila, ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev, zasledim, da so slednja zahtevala od izdajateljev vrednostnih papirjev, da ti v povzetku oziroma poleg povzetka objavijo še druge informacije, ki jih niso zahteval Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Zakon o gospodarskih družbah ali Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb. Če sedaj ta nabor informacij primerjam z novo zakonodajo, torej z Zakonom o trgu finančnih instrumentov in njegovimi pripadajočimi sklepi, lahko zasledim, da navedenih informacij kot ključnih sestavin letnega poročila (ker povzetek z novo zakonodajo ni predviden), ne zasledim več.

Tako so takrat veljavna Pravila borze (2007, str. 16-17, 34. člen) od izdajateljev med drugim zahtevala, da ti poleg povzetka revidiranega letnega poročila objavijo tudi ustrezna pojasnila, kot na primer:

- podatke o morebitnih spremembah uprave ali nadzornega sveta,
- podatke o morebitni spremembi glavne dejavnosti,
- znesek bruto dividende na delnico posameznega razreda v tekoče in preteklem letu,
- navedbo 10 največjih delničarjev,
- kazalnika čisti dobiček na delnico in knjigovodska vrednost delnice (z navedbo, kako družba izračunava navedena kazalnika).

Iz tega sledi, da namesto, da bi novi zakon, torej Zakon o trgu finančnih instrumentov, povzel dobro prakso, ki jo je vpeljala borza, torej, da je izdajateljem določala nek minimalen obvezen nabor podatkov v povzetkih oziroma letnem poročilu, je to področje ostalo nekoliko prepuščeno izdajateljem. Z izjemo tistega, kar določa Zakon o gospodarskih družbah in Kodeks upravljanja družb, ki pa ne zavezuje izdajateljev, da določen podatek objavijo, ampak morajo slednji v primeru, da določene določbe ne izpolnjujejo to navesti, sam Zakon o trgu

finančnih instrumentov in vsi njegovi pripadajoči sklepi, ne določajo nekega minimalnega obveznega nabora informacij, ki naj bi jih vsebovala letna poročila. Če bi v Sloveniji veljala pri vseh družbah, ki so izdala vrednostne papirje neka zavest, da je potrebno biti čim bolj transparentni in da bi same družbe znale presoditi, kateri podatki so tako pomembni, da ni potrebno, da so zakonsko določeni, da so dejansko tudi objavljeni v letnih, pa tudi drugih poročilih in obvestilih, ne bi tako pomanjkljiva zakonodaja predstavljala nikakršen problem. Ker pa se v Sloveniji še ne srečujemo z nekim učinkovitim finančnim trgom, predvsem pa, ker lahko večkrat zasledimo, da izdajatelji (v Prvi kotaciji niti ne, v standardni in vstopni pa) večkrat neuspešno komunicirajo z javnostmi (slabo sestavljena sporočila, mediji "izbrskajo določene informacije preden jih izdajatelji objavijo in drugo), je lahko tako "svobodno" zastavljena zakonodaja prej problem kot prednost.

Finančni trg omogoča prenos finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim enotam, bodisi neposredno oziroma posredno preko finančnih posrednikov. Ekonomska funkcija finančnih trgov je torej omogočanje učinkovitega prenosa in uporabe finančnih prihrankov. Pri tem pa sta najpomembnejši finančni funkciji likvidnost, ki omogoča vlagateljem, da svoje prihranke hitro in z manjšimi stroški spremenijo nazaj v denar ter možnost razpršitve naložb, ki zmanjšuje tveganje (Pregelj, 2002, str. 2). Na slovenskem trgu zelo težko govorimo o likvidnosti, saj določeni finančni instrumenti, (delnice, obveznice itd.) nimajo konstantnega toka ponudb in povpraševanj. Tudi o razpršenosti težko govorimo, saj je število slovenskih družb, ki kotirajo na borzi razmeroma majhno (število podjetji iz posamezne panoge, ki kotira na borzi je razmeroma majhno – npr. iz farmacevtske panoge samo Krka, d.d.).

Hunt in Grunig (1995, str. 317, 320) priporočata, da se pri pripravi letnega ali katerega drugega finančnega poročila upošteva, da so ta poročila namenjena aktivnim javnostim, zato je bistveno, da so informacije v teh poročilih jasne in aktualne. Torej je pomembno, da so informacije v letnih poročilih ustrezne, ni pa toliko pomembna sama oblika poročil (barve, grafika in drugo). Ker je letno poročilo namenjeno vsako leto tako rekoč isti javnosti, se samo načrtovanje novega letnega poročila začne s kritično oceno prejšnjega, tako, da se lahko ugotovi, kaj se lahko še izboljša.

3.1.1 Roki objav in primerjava Zakona o trgu vrednostnih papirjev z Zakonom o trgu finančnih instrumentov

Zakon o gospodarskih družbah (2008, 57. člen) med drugim določa, da mora biti revizija letnega poročila opravljena v šestih mesecih po koncu poslovnega leta. Poslovodstvo je dolžno tako revidirano letno poročilo ali konsolidirano letno poročilo ter pripadajoče revizorjevo poročilo, predložiti organu družbe, pristojnemu za sprejetje tega poročila v osmih dneh od prejema revizorjevega poročila.

Družbe so dolžne v treh mesecih po koncu koledarskega leta poslati Agenciji RS za javnopravne evidence in storitve podatke iz letnih poročil o svojem premoženjskem in finančnem poslovanju ter poslovnemu izidu za državno statistiko ter druge namene (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 58. člen).

V skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 110. člen) mora javna družba svoje letno poročilo in revizorjevo poročilo objaviti v roku štirih mesecev po koncu poslovnega leta. Poleg tega mora javna družba tudi zagotoviti javno dostopnost letnega poročila in revizorjevega poročila še nadaljnjih pet let po objavi oziroma za takšno obdobje kot to določi Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija).

Pri objavi letnega oziroma konsolidiranega letnega poročila mora biti, kot že navedeno zgoraj, hkrati objavljeno revizorjevo poročilo. Revizorjevo poročilo mora biti pri tem objavljeno v celoti (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 58. člen).

V primeru, da letnega poročila še ni sprejel pristojni organ družbe, mora javna družba v zgoraj navedenem roku objaviti letno poročilo, ki ga je sestavilo poslovodstvo ter na to v objavi posebej opozoriti. Najkasneje v 15 dneh po dnevu, ko je letno poročilo sprejel pristojni organ družbe, mora javna družba objaviti sprejeto letno poročilo oziroma objaviti, da se sprejeto letno poročilo ne razlikuje od predhodno objavljenega (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 111. člen).

Iz zgoraj zapisanega izhaja določeno razhajanje. Revizija mora biti opravljena najkasneje v šestih mesecih po koncu poslovnega leta, to se pravi, če vzamemo, da je poslovno leto enako koledarskemu letu, do 30. junija posameznega leta za preteklo leto. Za razliko od tega pa drugi zakon zahteva, da letno poročilo in revizorjevo poročilo javne družbe objavijo najkasneje v štirih mesecih po koncu poslovnega leta, to bi bilo 30. aprila. Iz tega izhaja, da Zakon o gospodarskih družbah in Zakon o trgu finančnih instrumentov nista usklajena glede revizorjevega poročila.

Zakon o gospodarskih družbah namreč glede rokov ni usklajen z Zakonom o trgu finančnih instrumentih, ampak z starim Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (2006, 63. člen), ki je od javnih družb zahteval, da v 30 dneh po prejemu revizijskega poročila oziroma najkasneje v šestih mesecih po preteku poslovnega leta predložijo Agenciji letno poročilo ter v osmih dneh od predložitve letnega poročila povzetek letnega poročila tudi objavijo.

Pravila borze (2007, str. 16, 34. člen), ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev pa glede rokov objave povzetka letnega poročila niso bila povsem enotna z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, saj so od javnih družb zahtevala, da povzetek letnega poročila objavijo najkasneje v petih mesecih. Veljavnost omenjene določbe je nekako uzakonil Sklepu o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb (2005, 3. člen), iz katerega je razvidno, da v kolikor so bile javne družbe v skladu z drugimi predpisi dolžne objaviti povzetek revidiranega letnega poročila v rokih, ki so bili krajši od roka, ki ga je določal Zakon o trgu vrednostnih papirjev, so javne družbe bile dolžne v roku, ki ga je določal Zakon o trgu vrednostnih papirjev v dnevniku ali v elektronski obliki objaviti vsaj firmo in sedež javne družbe, naslov obvestila, datum in mesto objave.

Zgoraj navedena določba je bila povsem nerazumljiva. Na primer javna družba je objavila povzetek letnega poročila v petih in ne šestih mesecih po preteku poslovnega leta kot je to določal Zakon o trgu vrednostnih papirjev, torej je objavila povzetek na primer dne 31.05. na

način kot je bila dolžna v skladu zakonom objaviti povzetek letnega poročila, torej v dnevniku ali v elektronski obliki. Kot je razvidno zgoraj, pa naj bi družbe v roku, ki ga določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev, torej najkasneje do 30.06. v dnevniku ali v elektronski obliki objavile, kdaj in kje so objavile povzetek letnega poročila. Omenjena določba je bila povsem nelogična in nerazumljiva, saj je sam Zakon o trgu vrednostnih papirjev določal skrajni rok in ne določen rok. Torej tudi, če so družbe objavile povzetek letnega poročila v treh mesecih po koncu poslovnega leta, so le-tega objavile v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev in na način kot je to določal Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb.

S sprejemov novega zakona, t.j. Zakona o trgu finančnih instrumentov, pomembno skrajšal rok za objave letnega poročila. Star zakon je namreč določal, da morajo javne družbe objaviti povzetek letnega poročila najkasneje v šestih mesecih (plus osem dni – glej zgoraj) oziroma v skladu s starimi Pravili borze (torej tistimi pravili, ki so veljala v času veljave Zakona o trgu vrednostnih papirjev), najkasneje v petih mesecih. Po novem zakonu javne družbe ne objavljajo več povzetka, so pa dolžne objaviti letno poročilo najkasneje v štirih mesecih po preteku poslovnega leta, torej en mesec prej, kot je to veljajo pri starih Pravilih borze.

Zakon o trgu vrednostnih papirjev je tako nedvoumno določal rok, v katerem mora biti letno poročilo posredovano Agenciji, borzi ter borznoposredniškim družbam in rok, v katerem mora biti povzetek letnega poročila objavljen. Nov zakon skupaj z Zakonom o gospodarskih družbah pa povzroča večjo zmedo na tem področju, saj so družbe v skladu Zakonom o gospodarskih družbah dolžne sestaviti letno poročilo v treh oziroma v štirih mesecih, v kolikor gre za konsolidirano letno poročilo; revizija tako letnega kot konsolidiranega letnega poročila pa mora biti opravljena v šestih mesecih. Torej roki ki jih določa Zakon o gospodarskih družbah so vsekakor usklajeni z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, ki prav tako omenja skrajni rok za predložitev revidiranega letnega poročila šest mesecev oziroma šest mesecev plus osem dni za objavo povzetka. Zakon o trgu finančnih instrumentov je roke za objavo precej skrajšal (iz šest na štiri mesece), poleg tega nov zakon ne predvideva sploh objave povzetka letnega poročila, ampak le letno poročilo, kar je po eni strani tudi logična posledica dejstev, da so povzetki letnih poročil večjih družbi Prve kotacije in standardne kotacije postali že tako obširni ter da lahko s pomočjo informacijska tehnologija brez razlik v stroških objavijo tudi daljša in bolj podrobna poročila.

Med pomanjkljivosti ali razlike novega zakon v primerjavi s starim velja omeniti dejstvo, da nov zakon sploh ne zahteva, da javne družbe pred objavo posredujejo letno oziroma polletno poročilo tudi Agenciji in borzi. Zakon o trgu finančnih instrumentov zahteva zgolj, da javna družba o objavi nadzorovane informacije vsebino te objave predloži tudi Agenciji in borzi. Pri drugih nadzorovanih informacijah, katerih vsebina objave ne presega nekaj strani, je to razumljivo, saj je bilo tako urejeno tudi v starem zakonu.

Poleg tega nam zakonodaja nalaga, da je potrebno Agenciji RS za javnopravne evidence in storitve v roku treh mesecev po zaključku poslovnega leta posredovati določene podatke, medtem ko je družba v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov dolžna letno poročilo objaviti v štirih mesecih. Čeprav Agencija RS za javnopravne evidence in storitve te podatke uporablja samo za skupni prikaz gibanja gospodarstva in je zavezana k temu, da pridobljene

podatke varuje, to se pravi, da jih za posamezno gospodarsko družbo ne objavi ter jih tudi ne razkrije drugim nepooblaščenim osebam, še vedno ostaja razkorak in s tem večja možnost za zlorabe takšnih informacij. Vendar pa se je s sprejemom nove zakonodaje ta razkorak med posredovanjem Agenciji za javnopravne evidence in storitve in objavo zmanjšal za dva meseca, kar je vsekakor prednost.

Če se še ustavim pri možnostih zlorabe informaciji prikazanih v letnih poročilih, je glede objave letnega poročila in pa tudi polletnega poročila to nekoliko bolj urejeno v novem zakonu kot pa v starem Zakonu o trgu vrednostnih papirjev. Če lahko po eni strani pravim, da je dejstvo, da je slabost, da javne družbe niso več dolžne vsaj nekaj dni pred objavo povzetka (oziroma po novem le letnega oziroma polletnega poročila) le-tega predložiti Agenciji in borzi, pa je dejstvo, da javne družbe niso dolžne več posredovati letnega in polletnega poročila borznoposredniškim družbam pred objavo vsekakor prednost, saj je bil prav ta del Zakona o trgu vrednostnih papirjev nekoliko sporen. Če sta Agencija in borza pomembna organa (kot prekrškovni in regulatorni) v delovanju celotnega sistema trga finančnih instrumentov, pa ne morem trditi, da so to tudi borznoposredniške družbe (vsekakor pa je njihov vpliv na trg vrednostnih papirjev pomemben).

V Zakonu o trgu vrednostnih papirjev (2006, 63. in 64. člen) je namreč pisalo, da mora javna družba agenciji, borzi in borznoposredniških hišam v roku 30 dneh po prejemu revidiranega poročila in najkasneje v šestih mesecih po preteku poslovnega leta, predložiti revidirano poročilo. Povzetek revidiranega poročila so bile javne družbe dolžne tudi objaviti in sicer najkasneje v roku osem dni šteto od izteka roka navedenega v prejšnjemu stavku. Besedilo povzetka so bile javne družbe dolžne posredovati tudi Agenciji (pred samo objavo), borzi in vsaki izmed borznoposredniških družb.

Če po eni strani vemo, da tako po novem kot po starem zakonu velja, da naj se vse pomembne informacije objavijo takoj ter, da ni dovoljeno, da se informacije pred objavo posredujejo drugim, bi bilo logično sklepati tudi, da je pravilno, da se take informacije pred objavo ne posredujejo borznoposredniškim družbam, saj lahko imajo slednje precej velik vpliv na cene vrednostnih papirjev. Ali je do kakšnih zlorab v preteklosti že prišlo, ne vem, vendar pa lahko sklepam, da so možnosti zato bile velike. Na primer, če je javna družba posredovala Agenciji, borzi in vsem borznoposredniškim družbam letno poročilo 30.06. ter povzetek tega letnega poročila objavila štiri dni kasneje, so dejansko imele borznoposredniške družbe za svoje, predvsem večje stranke, možnost za trgovanje na podlagi notranjih informacij, saj informacije, ki so jih posedovale še niso bile objavljene. Načeloma pa so javne družbe v izogib takšnim težavam sočasno posredovale letno poročilo oziroma povzetek letnega poročila v objavo ter ga hkrati posredovale tudi borznoposredniškim hišam.

Agencija pa med drugim predlaga javnim družbam tudi objavo nerevidiranih računovodskih izkazov, čeprav Zakon o trgu finančnih instrumentov tega ne zahteva. V Agenciji so namreč mnenja, da lahko takšna objava pripomore k večji transparentnosti poslovanja javne družbe ter zmanjšuje možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij (Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI, str. 8).

Agencija ne določa vsebine objave nerevidiranih računovodskih izkazov, prav tako ne določa vsebine objave niti Zakon o trgu finančnih instrumentov in niti ne njegovi pripadajoči sklepi, ker taka objava z zakonom ni predvidena oziroma ni zakonsko določena.

So pa to področje podrobneje urejala Pravila borze (2007, str. 22, 38. a člen), ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Ta so določala, da morajo družbe najkasneje dva meseca po preteku poslovnega leta objaviti nekonsolidirane oziroma najkasneje v treh mesecih po preteku poslovnega leta objaviti konsolidirane računovodske izkaze. Objava je poleg golih izkazov morala vsebovati tudi pojasnila in analizo uprave, pojasnila poslovanja glede na plan, kazalnika čisti dobiček na delnico in knjigovodska vrednost delnice (pri obeh je bilo potrebno navesti tudi metodo izračuna) ter navedbo vseh pomembnih dogodkov, ki so se zgodili po obračunskem obdobju. V kolikor so družbe v roku dveh mesecev po preteku poslovnega leta objavile povzetek letnega poročila, so bila oproščena objave nerevidiranih nekonsolidiranih in konsolidiranih izkazov.

Čeprav ne Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ne pripadajoči sklepi niso neposredno določali, da je potrebno objaviti nerevidirane računovodske izkaze, je borza od javnih družb zahtevala objavo nerevidiranih nekonsolidiranih in konsolidiranih računovodskih izkazov. Poleg tega je borza v svojih pravilih tudi natančno določila minimalno vsebino objave. Zanimivo je, da je s sprejemu Zakona o trgu finančnih instrumentov Agencija predlagala objavo omenjenih izkazov, in ne borza. Poleg tega bi lahko rekla, da je to področje ostalo nekoliko nedorečeno, saj nikjer ni določena ne vsebina ne roki objave. Po eni strani je to logično, saj gre tu le za priporočilo Agencije, in ne za zakonsko zahtevo. Borza je tako v svojih pravilih od javnih družb zahtevala objavo teh izkazov in je v pravilih tudi podrobno opredelila tako vsebino kot tudi roke objave. Glede na to, da Agencija priporoča objavo teh izkazov, bi lahko slednja ali pa vsaj borza v svojih poročilih mogoče nekoliko dorekla tudi to področje (podobno kot v preteklosti).

Velja pa opozoriti, da je Agencija v svojem Sklepu o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb (2005, 6. člen), ki je veljal v času Zakona o trgu vrednostnih papirjev, med drugim zapisala: »Borza lahko zahteva od javne družbe objavo določenih podatkov, če presodi, da je to potrebno za ustrezno informiranje vlagateljev.«

Prav to pa pomeni, da čeprav v Zakonu o trgu vrednostnih papirjev ni bilo izrecno določeno, da morajo javne družbe objavljati nerevidirane podatke, pa so bile k objavi tega zavezane prav zaradi zgornje navedbe. Sklepa o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb, ki je borzi dal pristojnosti pri določanju dodatnih zahtev za obveščanje.

Družbe so nadalje dolžne letna ali konsolidirana letna poročila ter pripadajoča revizorjeva poročila predložili Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve v osmih mesecih po koncu poslovnega leta. Letnemu poročilu ali konsolidiranemu letnemu poročilu mora biti predložen tudi predlog razdelitve dobička ali obravnavanja izgube ter razporeditev dobička ali obravnavanje izgube, če to ni v letnem poročilu posebej razvidno. Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve tako prejeta letna poročila, revizorjeva poročila ter predloge razdelitve dobička ali obravnavanja izgube ter razporeditev

dobička ali obravnavanje izgube objavi na svojih spletnih straneh. (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 58. člen).

3.1.2 Povzetek letnega poročila

Zakon o gospodarskih družbah (2008, 58. člen) določa, da mora družba pri objavi povzetka letnega ali konsolidiranega letnega poročila v objavi posebej navesti, da gre za povzetek. V sami objavi mora družba tudi navesti datum predložitve letnega oziroma konsolidiranega letnega poročila Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve ter datum in način javne objave s strani te agencije. V primeru, da družba letnega oziroma konsolidiranega letnega poročila Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve še ni predložila, mora na to v objavi posebej opozoriti.

Čeprav družbe objavljajo povzetek revidiranega letnega oziroma konsolidiranega letnega poročila, pri objavi ne smejo predložiti celotno revizorjevo poročilo. Pri objavi povzetka tako razkrijejo samo revizijsko mnenje ter morebiten pojasnjevalni odstavek. Lahko pa družbe objavi predložijo revizorjevo poročilo o povzetku (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 58. člen).

Zgoraj navedene določbe Zakona o gospodarskih družbah so v nasprotju z Zakonom o trgu finančnih instrumentov. Slednji namreč v nobenem členu, prav tako pa noben od sklepov Agencije, ne določa, da bi bila javna družba kakorkoli dolžna objaviti povzetek letnega poročila. V letu 2008 so družbe še objavljale povzetke letnih poročil, saj se bodo določbe Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki urejajo področje letnega poročila pričele uporabljati šele v letu 2009 (torej za letne poročila, katerih poslovno leto se priče s 01.01.2008), zato lahko upamo, da se bo v tem času tudi Zakon o gospodarskih družbah uskladil z Zakonom o trgu finančnih instrumentov.

3.2 Polletno poročilo

V skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 112. in 113. člen) mora javna družba svoje polletno poročilo, revizorjevo poročilo oziroma revizorjev pregled objaviti takoj, ko je to mogoče in ne kasneje kot v dveh mesecih po zaključku prvih šest mesecev svojega poslovnega leta. Tako kot letno poročilo, mora biti tudi polletno poročilo, revizorjevo poročilo oziroma revizorjev pregled javno dostopno še najmanj pet let po objavi oziroma za obdobje, ki ga določi Agencija. V primeru, da polletno poročilo ni bilo predmet revidiranja ali pregleda, je to potrebno v polletne poročilu posebej navesti.

Ključni elementi polletnega poročila so (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 113. člen):

- povzetek računovodskega poročila,
- vmesno poslovno poročilo in
- izjava članov poslovodstva in drugih oseb javne družbe, ki so odgovorni za sestavo letnega poročila.

Zgoraj omenjena izjava mora vključevati izjavo, da je povzetek računovodska poročila sestavljeno v skladu z ustreznim računovodskim standardom ter da prikazuje resničen in pošten prikaz sredstev in obveznosti, finančnega položaja in poslovnega izida družbe ter družb vključenih v konsolidacijo, če je javna družba zavezana h konsolidaciji. Poleg tega morajo člani posloводства oziroma druge osebe, ki so odgovorne za sestavo polletnega poročila izjaviti, da je v vmesno poslovno poročilo vključen pošten prikaz informacij iz šestega odstavka 113. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (2008, 113. člen).

Vmesno poslovno poročilo mora vsebovati vsaj opis vseh pomembnejših poslovnih dogodkov, ki so se zgodili v prvih šestih mesecih poslovnega leta in njihov vpliv na povzetek računovodskega poročila, vključno z opisom bistvenih tveganj in negotovosti v zvezi s poslovanjem v naslednjih šestih mesecih tekočega leta. Poleg tega mora vmesno poslovno poročilo vsebovati tudi opis pomembnih poslov s povezanimi osebami, sestavljen v skladu z ustreznim računovodskim standardom (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 113. člen).

Opis pomembnih poslov s povezanimi osebami je sestavni del vmesnega poslovnega poročila in mora vsebovati navedbo vseh poslov s povezanimi osebami v prvih šestih mesecih tekočega poslovnega leta in ki so pomembno vplivali na finančno ali poslovno stanje javne družbe. Poleg tega mora vsebovati tudi informacije o vseh spremembah s posli s povezanimi osebami, ki so bile navedene v zadnjem letnem poročilu, in ki bi lahko pomembneje vplivali na finančno stanje ali poslovanje javne družbe v prvih šestih mesecih tekočega poslovnega leta (Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, 2008, 10. člen).

Če je javna družba zavezana h konsolidaciji, mora biti povzetek računovodskega poročila sestavljen v skladu z ustreznim mednarodnim računovodskim standardom (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 113. člen).

Podobno kot sem že omenila v prejšnjem poglavju bi tudi v okviru polletnega poročila opozorila na dejstvo, da so stara borzna pravila, to področje podrobneje urejala, saj so izdajateljem nalagala dolžnost, da morajo v svojih polletnih poročilih oziroma povzetkih objaviti določen nabor obveznih informacij. Z novim zakonom, torej Zakonom o trgu finančnih instrumentov, pa je sam nabor informacij, ki bodo sestavni del polletnega poročila, v večji meri prepuščen izdajateljem.

3.2.1 Povzetek polletnega poročila

Povzetek polletnega računovodskega poročila⁶ mora vsebovati najmanj (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 113. člen):

- povzetek bilance stanja,
- povzetek izkaza poslovnega izida in
- ustrezne priloge s pojasnili k izkazom.

⁶ Velja za javne družbe, ki niso zavezane h konsolidaciji.

Pri tem morajo javne družbe upoštevati enaka načela pripoznanja in vrednotenja, kot v letnem poročilu.

Če polletno poročilo ni sestavljeno v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja morajo pojasnila k polletnemu računovodskemu poročilu vključevati zadostne informacije, ki omogočajo primerljivost povzetka polletnega računovodskega poročila z letnim računovodskim poročilom. Poleg tega morajo vsebovati tudi informacije in pojasnila, ki omogočajo, da so jasno razvidne vse bistvene spremembe v zneskih in razvoju v zadevnem polletnem obdobju, ki se odražajo v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida (Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, 2008, 9. člen).

V letu 2008 so družbe še objavljale povzetke polletnih poročil, saj se bodo določbe Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki urejajo področje letnega poročila pričele uporabljati šele v letu 2009 (torej za polletne poročila, katerih poslovno leto se priče s 01.01.2008), do takrat pa veljajo določbe Zakona o trgu vrednostnih papirjev, pripadajočih sklepov in Pravil borze, ki so veljala v obdobju pred sprejemom Zakona o trgu finančnih instrumentov.

3.3 Vmesno poročilo

Javne družbe so dolžne⁷ objaviti vmesno poročilo posloводства za obdobje od poteka prvih in drugih šest mesecev poslovnega leta do objave vmesnega poročila posloводства. Omenjeno vmesno poročilo je javna družba dolžna objaviti znotraj obdobja, ki se začne s potekom desetih tednov po koncu prvega oziroma drugega šestmesečnega obdobja in konča šest tednov pred koncem naslednjega šestmesečnega obdobja. V kolikor javna družba objavlja četrtletna poročila, je oproščena objave vmesnega poročila posloводства⁸ (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 114. člen).

Zgoraj omenjeno vmesno poročilo posloводства se mora nanašati na obdobje od konca posameznega šestmesečnega obdobja do objave vmesnega poročila, in mora vsebovati razlago vseh pomembnejših poslovnih dogodkov, ki so nastopili v obdobju, na katero se nanaša objavljeno poročilo, ter vpliv teh dogodkov na finančni položaj družbe in njenih odvisnih družb. Poleg navedenega mora vmesno poročilo vsebovati tudi splošen opis finančnega položaja in poslovanja družbe in njenih odvisnih družb v obdobju, na katero se nanaša poročilo (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 114. člen).

Vmesna poročila in četrtletna poročila se ločijo predvsem v obdobju, ki ga tako en kot drugi dokument zajemata. Četrtletno poročilo zajema podatke za prve tri oziroma z prvih devet mesecev poslovnega leta. Vmesno poročilo posloводства pa je časovno nekoliko manj določeno. Poročilo mora namreč zajemati obdobje od preteka prvih in drugih šest mesecev poslovnega leta, do objave vmesnega poročila. Tudi rok objave je fleksibilen in prične teči s pretekom desetih tednov po koncu posameznega šestmesečnega obdobja in se konča šest

⁷ V kolikor Zakon o trgu finančnih instrumentov v 386. členu, ki ureja obveznosti izdajatelja glede objave notranjih informacij, ne določa drugače (Zakon o trgu finančnih instrumentov).

⁸ O objavi četrtletnih poročil bo več govora v naslednjem poglavju.

tednom pred koncem naslednjega šestmesečnega obdobja, kot prikazano v spodnji tabeli (Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI, str. 8).

Tabela 1: **Objava vmesnega poročila posloводства**

Vmesno poročilo, ki se začne z dnem*:	Rok objave vmesnega poročila posloводства:
01. januar	15. marec – 15. maj
01. julij	15. september – 15. november

Opomba: *Predpostavljamo, da je poslovno leto enako koledarskemu letu.

Vir: Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI, str. 8

3.4 Medletno poročanje

Medletno poročanje se nanaša na poročila za obdobje prvih treh oziroma prvih devet mesecev poslovnega poročila. Omenjena poročila so zavezujoča za izdajatelje, ki kotirajo v Prvi kotaciji. Slednji tako niso dolžni objaviti vmesnega poročila, tako kot navedeno v predhodnem podpoglavju.

Tabela 2: **Obvezni podatki pri objavi medletnega poročanja glede na dejavnost izdajatelja (varianta 2)**

Izdajatelj glede na dejavnost - Minimalni podatki vključeni v medletno poročanje*		
Nebančni izdajatelji	Bančni izdajatelji	Zavarovalnice
<ul style="list-style-type: none"> – čistih prihodkih od prodaje, – poslovni izid iz poslovanja, – čisti poslovni izid iz rednega delovanja in – čisti poslovni izid obračunskega obdobja 	<ul style="list-style-type: none"> – bilančna vsota, – celotni kapital, – prihodki in odhodki iz obresti, – ostali finančni in poslovni prihodki in odhodki, – dobiček ali izguba iz rednega poslovanja in čisti dobiček ali izguba (poslovnega) obdobja 	<ul style="list-style-type: none"> – bilančna vsota, – kapital, – čisti prihodki od zavarovalnih premij in izkaz izida iz premoženjskih zavarovanj (razen zdravstvenih zavarovanj), – čisti prihodki od zavarovalnih premij in izkaz izida iz življenjskih zavarovanj, – čisti prihodki od zavarovalnih premij in izkaz izida iz zdravstvenih zavarovanj, – čisti poslovni izid obračunskega obdobja

Opomba: *Za poročano obdobje in enako obračunsko obdobje preteklega poslovnega leta.

Vir: Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 17-18

Skrajni rok za objavo medletnega poročanja je dva meseca po preteku ustreznega obračunskega obdobja. Objava naj vsebuje tako podatke o poslovanju kot tudi pojasnila. Podatki o poslovanju naj obsegajo (varianta 1) vse štiri računovodske izkaze za obračunsko obdobje skupaj z ustreznimi primerljivimi podatki, tako za matično družbo, kot za skupino, če je javna družba zavezana h konsolidaciji. Lahko pa družbe namesto vseh štirih računovodskih izkazov objavijo vsaj podatke navedene v zgornji tabeli (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 17).

Podobno kot zapisano zgoraj so tudi v skladu s priporočili borze, ki trenutno veljajo, izdajatelje, ki kotirajo v Prvi kotaciji dolžni v vsakem primeru obvezno objaviti bilanco stanja in izkaz poslovnega izida za obračunsko obdobje skupaj z ustreznimi primerljivimi podatki, tako za matično družbo, kot za skupino, če je javna družba zavezana h konsolidaciji (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 17).

Kot navedeno zgoraj naj izdajatelji poleg podatkov o poslovanju v medletno poročanje vključijo tudi pojasnila, ki vključujejo najmanj (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 17):

- pojasnila ter analizo uprave;
- pojasnila poslovanja glede na plan;
- pojasnila nenavadnih postavk;
- pojasnilo o sezonski naravi in z njo povezani prodajni uspešnostjo medletnega delovanja ter
- druge podatke, skladno z drugimi predpisi.

Poleg zgoraj navedenih podatkov pa so Pravila borze (2007, str. 20, 36. člen) od izdajateljev Prve kotacije zahtevala, da v poročilu o poslovanju v prvih treh oziroma prvih devetih mesecih poslovnega leta, objavijo tudi kazalnik čistega dobička na delnico z metodi izračuna ter kazalnik knjigovodska vrednost z metodo izračuna.

V skladu s kodeksom upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 27) naj družbe izdelajo in objavijo tudi medletne konsolidirane in nekonsolidirane izkaze (torej trimesečne, polletne in devetmesečne) na podlagi mednarodnih standardov računovodskega poročanja.

3.5 Informacije o pomembnih deležih

Delničar in tudi imetnik delniških opcij⁹ je v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 118. in 119. člen) dolžan obvestiti javno družbo, če doseže ali preseže oziroma neha presegati prag pomembnega deleža (to je 5, 10, 15, 20, 25 odstotkov, 1/3, 50 ali 75 odstotkov vseh glasovalnih pravic v tej javni družbi).

⁹ Nagrajevanje uprave družb z uporabo opcijskih upravičenj je v tujini precej v uporabi, v Sloveniji pa še ne. Uporaba opcijskih programov nagrajevanja je eden izmed načinov poenotenja različnih interesov, ki jih ima uprava družbe (ta si načeloma želi čim višjo plačo) ter lastniki družbe (ki imajo bolj dolgoročne cilje). Opcijska upravičenja omogočajo nakup delnic po pogodbeno dogovorjeni ceni v določenem času in s tem pridobitev delnic pod ugodnejšimi pogoji od tistih, ki trenutno vladajo na trgu. Managerji tako postanejo lastniki podjetja, zato se tudi njihovi cilji (načeloma) izenačilo s cilji ostalih lastnikov podjetja (Černe, 2003, str. 5).

Javno družbo mora o spremembah pomembnih deležev obveščati tudi oseba (to je zavezanec za obveščanje) v obsegu, v katerem je upravičena pridobiti, razpolagati ali uresničevati glasovalne pravice iz delnic (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 120. člen).

V skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 119. člen) je finančni instrument, ki vsebuje enostransko oblikovalno upravičenje, z uresničitvijo katerega imetnik doseže sklenitev pogodbe, katere predmet je pridobitev že izdanih delnic javne družbe z glasovalno pravico

Član organa vodenja ali nadzora javne družbe s sedežem v Republiki Sloveniji pa je dolžan obveščati družbo o vsaki spremembi deleža glasovalnih pravic v tej družbi, tudi če s pridobitvijo ali odsvojitvijo delnic ne doseže ali preseže oziroma ne dosega več praga pomembnega deleža (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 117. člen).

Delničar, imetnik delniških opcij ali zavezanec za obveščanje je dolžan poslati javni družbi in Agenciji obvestilo o spremembi pomembnih deležih takoj ko je mogoče in ne kasneje kot četrti trgovalni dan po spremembi deleža glasovalnih pravic. Delničar ali zavezanec za obveščanje je oproščen posredovanja obvestila o spremembi pomembnih deležih, če je omenjeno obvestilo poslala njegova nadrejena ali nadaljnja nadrejena družba te družbe (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 123. in 134. člen).

V luči čim bolj transparentnega komuniciranja s širšo investicijsko javnostjo borza priporoča, da izdajatelj objavi vsako informacijo o spremembi deleža glasovalnih pravic članov uprave ali nadzornega sveta tega izdajatelja nemudoma (in ne v roku štirih trgovalnih dni kot navedeno zgoraj), in to predvsem v primeru, da je vrednost posameznega sklenjenega posla ali kumulativne sklenjenih poslov v zadnjih 30 dneh enaka ali večja kot 10.000 EUR ali ko posamezna oseba sklene posel, kjer pridobljene ali odsvojene delnice dosežejo 1% kapitala izdajatelja ter ob vsakem preseženem nadaljnjem celem odstotku (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 22).

Ko javna družba prejme obvestilo o spremembi pomembnih deležev, je dolžna informacije iz obvestila tudi javno objaviti takoj, ko je to mogoče in ne kasneje kot v treh trgovalnih dneh po prejemu. Javni družbi ni potrebno objaviti informacij iz obvestila o spremembi pomembnih deležev, če se informacija iz omenjenega obvestila objavi v sistemu za centralno shranjevanje nadzorovanih informacij najpozneje tretji trgovalni dan po prejemu obvestila (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 124. člen).

Borza javnim družbam priporoča, da obvestilo o spremembi pomembnih deležev objavi takoj, in ne čaka na skrajni rok, t.j. kot navedeno zgoraj tretji trgovalni dan po prejemu obvestila (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 20).

Zakon o trgu finančnih instrumentov je na tem področju vpeljal eno dobrodošlo novost, in sicer dolžnost obveznega poročanja o vseh poslih, ki so jih z delnicami družbe opravili člani

uprave ali nadzornega sveta, ne glede na količino ali znesek nakupa / prodaje ter posledično poročanje izdajatelja o takšnih transakcijah.

Pravila borze (2007, str. 23, 39. člen), ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev, namreč niso zahtevala od izdajateljev, da objavijo vsako transakcijo z vrednostnimi papirji izdajatelja, ki so jo njegovi člani vodenja ali nadzora opravili, ampak so to le priporočali. Obvezno pa naj bi izdajatelji objavili informacije o takšnih transakcijah, če je bila vrednost sklenjenega posla 10.000 EUR ali več, če so prodaje in nakupi posameznega člana uprave ali nadzornega sveta v zadnjih 30 dneh dosegli ali presegle 10.000 EUR in če je posamezna oseba sklenila posel, kjer pridobljene ali odsvojene delnice dosežejo 1 odstotek kapitala izdajatelja ter ob vsakem preseženem nadaljnjem celem odstotku.

Javna družba je dolžna objaviti tudi informacije glede lastnih delnic, in sicer je javna družba dolžna objaviti informacijo o spremembi deleža lastnih delnic, če neposredno ali prek osebe, ki deluje v svojem imenu in za račun javne družbe, pridobi ali odsvoji lastne delnice in če zaradi take pridobitve oziroma odsvojitve javna družba doseže, preseže ali neha presegati prag 5 ali 10 odstotkov vseh delnic javne družbe z glasovalno pravico (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 125. člen). Informacijo o spremembi deleža lastnih delnic je javna družba dolžna objaviti nemudoma po sklenitvi posla oziroma najkasneje pred pričetkom trgovanja na prvi naslednji trgovalni dan (Sklep o informacija o pomembnih deležih, 2008, 19. člen).

Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 28) pa predlaga družbam, da sproti razkrivajo pridobitev ali odsvojitvev lastnih delnic, ko takšna pridobitev / odsvojitvev doseže 1% osnovnega kapitala ter ob vsakem preseženem nadaljnjem celem odstotku.

Zakonodaja upošteva kot prag pomembnega deleža pri lastnih delnicah 5 oziroma 10 odstotkov. Kodeks javnih delniških družb pa je ta prag precej znižal, in sicer na 1 odstotek. Družbe sicer ne kršijo nobenega določila, če upoštevajo prag, ki ga določa zakonodaja in ne tistega, ki ga določa kodeks, vendar morajo v tem primeru v Izjavi o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb posebej navesti, da te točke kodeksa ne izpolnjujejo ter navesti razloge za takšno odstopanje.

Pravila borze (2007, str. 23, 39. člen), ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev, pa so tako kot Kodeks o upravljanju javnih delniških družb od izdajateljev zahtevala, da objavijo vsako izvršeno pridobitev ali odsvojitvev lastnih delnic izdajatelja, ko tako pridobljene oziroma odsvojene delnice dosežejo 1 odstotek kapitala izdajatelja ter ob vsakem nadaljnjem preseženem odstotku.

Tako kot je nova zakonodaja na področju poslov z delnicami izdajatelja, ki jih opravijo člani uprave in nadzornega sveta, določila manjši prag za poročanje kot so to določala stara borzna pravila, bi pričakovala, da bo nižji prag oziroma vsaj prag, ki so ga določala stara pravila, določil novi zakon tudi na področju poročanja o lastnih delnicah. Vendar je Zakon o trgu finančnih instrumentov namesto praga 1 odstotka kot so to določala stara borzna pravila, izdajateljem določila, da morajo o lastnih delnicah poročati le če takšne pridobljene ali odsvojene delnice dosežejo / presežejo ali nehave presegati prag 5 oziroma 10 odstotkov.

Lahko bi rekla tudi, da smo na področju poročanja o poslih z lastnimi delnicami šli en korak nazaj, saj so po starih borznih pravilih izdajatelji bili zavezani k poročanju, ne samo ko so dosegli 1 odstotek kapitala, ampak o vsakem nadaljnjem enem odstotku. Z uveljavitvijo Zakona o trgu finančnih instrumentov, pa je razpon za poročanje precejšene, saj so izdajatelji dolžni poročati, ko posli z lastnimi delnicami dosežejo 5 odstotkov kapitala, nadalje pa so dolžni poročati šele, ko dosežejo 10 odstotkov kapitala. Torej so v skladu z veljavno zakonodajo izdajatelji dolžni poročati teoretično le dvakrat (ko dosežejo / presežejo 5 odstotkov ter ko dosežejo / presežejo 10 odstotkov). Če bi upoštevali stara borzna pravila in predpostavljali situacijo, da izdajatelj odkupuje lastne delnice postopoma (na primer po 0,05 odstotkov kapitala naenkrat), bi izdajatelj preden bi dosegel prag 10 odstotkov kapitala, poročal kar 10 krat (prvič, ko bi dosegel 1 odstotek kapitala in nato, vsakič, ko bi presegel nadaljnji 1 odstotek kapitala).

Izdajatelj naj v objavi o spremembi pomembnih deležev lastnih delnic objavi (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 21-22):

- razloge in namen pridobitve / odsvojitve;
- količino pridobljenih / odsvojenih delnic;
- stanje pred in po pridobitvi / odsvojitvi,
- datum in čas pridobitve / odsvojitve;
- tečaj po katerem so bile lastne delnice pridobljene / odsvojene;
- način pridobitve / odsvojitve oziroma navedba ali je bil posel izvršen na ali izven organiziranega trga vrednostnih papirjev;
- skupna vrednost sklenjenega posla ter
- posrednika, ki je izvedel transakcijo.

V primeru objave spremembe deležev v lasti posameznih članov uprave ali nadzornega sveta izdajatelja naj objava vključuje vsaj ime in priimek ter funkcijo posamezne osebe; datum pridobitve / odsvojitve, količino delnic; količina in delež delnic glasovalnih pravic pred in po pridobitvi / odsvojitvi ter vrednost sklenjenega posla; v primeru večjih transakcij, pa tudi razlog transakcije (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 21-22).

Da bi bilo omogočeno pravilno računanje praga pomembnega deleža, je javna družba ob koncu vsakega meseca, v katerem se je spremenilo število delnic z glasovalno pravico ali skupno število glasovalnih pravic, objaviti informacijo o spremembi ter o novem skupnem številu glasovalnih pravic (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 126. člen).

3.6 Druge obveznosti javne družbe

Javna družba je v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008) dolžna brez odlašanja objaviti vse informacije o spremembah vsebine pravic iz različnih razredov njenih delnic. Poleg tega je javna družba dolžna brez odlašanja objaviti tudi vse spremembe glede pravic, ki izhajajo iz izvedenih vrednostnih papirjev, ki jih je izdala. V primeru, da je javna družba izdala tudi druge vrednostne papirje, razen delnic, ki so vključeni v organizirano trgovanje, mora prav tako brez odlašanja objaviti vse spremembe glede vsebine pravic iz teh

vrednostnih papirjev. Takojšnja objava velja tudi za informacije o novi izdaji dolžniških vrednostnih papirjev, če je javna družba izdala tudi slednje (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 128. in 129. člen).

Javna družba lahko informacije za delničarje pošlje namesto pisno z uporabo elektronskega medija, in sicer če to določa statut družbe oziroma v primeru dolžniških vrednostnih papirjev, če je tako odločilo zasedanje imetnikov. Pri tem ne sme biti uporaba elektronskega sredstva odvisna od kraja sedeža ali bivališča delničarja, druge osebe, ki je upravičena pridobiti, razpolagati ali uresničevati glasovalne pravice iz delnice ali imetnika dolžniških vrednostnih papirjev. V kolikor se družba odloči za uporabo elektronskega sredstva mora pri tem zagotoviti tudi ustrezne identifikacijske postopke, ki omogoča, da delničarji, druge osebe, ki so upravičene do uresničevanja glasovalnih pravic ali imetniki dolžniških vrednostnih papirjev, obvestilo dejansko prejmejo. Javna družba mora delničarja, drugo osebo, ki je upravičena pridobiti, razpolagati ali uresničevati glasovalne pravice iz delnice ali imetnika dolžniških vrednostnih papirjev, pisno zaprositi za dovoljenje, da informacije namesto v pisni obliki pošilja z uporabo elektronskega sredstva. Javna družba mora pri tem zgoraj navedene osebe opozoriti, da bo, če v razumnem času ne bodo odklonile soglasja, štela kot da so privolile v prejemanje obvestil s pomočjo elektronskega sredstva (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 130. in 131. člen).

V primeru, da je izdajatelj izdal obveznice, borza priporoča, da dodatno obvešča javnost o vseh cenovno občutljivih informacijah, kot na primer (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 41):

- vseh okoliščinah in dejstvih, ki bi lahko pomembneje vplivala na izdajateljevo plačilno sposobnost ali zmožnost, da izpolni obveznosti, ki izhajajo iz izdanih vrednostnih papirjev;
- spremembe pravic, ki se nanašajo na obveznice;
- v primeru zamenljivih in prednostnih obveznic, vsako spremembo pravic v zvezi z delnicami, ki se lahko pridobijo na podlagi tako izdanih obveznic;
- morebitne odločitve o predhodnem izplačilu obveznic;
- informacijo o začetku trgovanja z vrednostnimi papirji izdajatelja na drugem organiziranem trgu ter
- morebitne združitve, razdružitve ali prenehanja družbe.

Če je izdajatelj izdal tako obveznice kot delnice, naj pri objavah upošteva določila, ki veljajo za izdajatelje delnic (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 41).

Posebej občutljivo je področje komuniciranja z mediji, saj je posredovanje informacij, ki še niso bile objavljene, medijem nedopustno in v nasprotju z veljavno zakonodajo, pripadajočimi sklepi ter pravili in priporočili borze. Vsekakor se komuniciranju medijem izdajatelji ne morejo izogniti, saj bi takšno dejanje "metalo" negativno luč na komuniciranje izdajatelj z njegovo širšo javnostjo in okoljem v katerem deluje.

Borza zato izdajateljem v svojih Priporočilih javnim delniškim družbam za obveščanje (2008, str. 42-43) narekuje, da medijem komentirajo že objavljene informacije ter zanikajo vprašanja špekulativne narave. V primeru, da se vprašanja novinarjev nanašajo na neke splošne informacije, na primer o poslovanju, izdajatelje ne sme takšnih informaciji kakorkoli komentirati dokler jih ne objavi. V vsakem primeru pa je nedopustno komentiranje tistih informacij, ki še niso bile ustrezno objavljene. Pri tem borza posebej poudarja, da je nedopustno tudi dajanje izjav, kot je na primer »letošnji rezultati poslovanj so boljši od lanskih«. V primeru, da se v medijih pojavljajo morebitna namigovanja na primer o prevzemu, naj izdajatelj, v primeru, da gre za le dogodek v fazi ideje, le tega komentira z informacijami o že predhodno objavljeni strategiji družbe in objavljenih načrtih, ki bi lahko v prihodnosti vključevali tudi takšen scenarij, na primer prevzem določene družbe. Če pa so dogovori o prevzemu družbe že v teku ali v fazi samega izvajanja, pa naj izdajatelj informacije novinarjem ne komentira, ampak jo tako na predpisan način tudi objavi, saj je lahko pojavljanje take občutljive informacije v javnosti znak uhajanja notranjih informacij s strani izdajatelja. Če izdajatelj ne uspe zagotoviti objave takšne informacije pred samim začetkom trgovanja oziroma, če so se govorice pojavile med trgovanjem, naj izdajatelj zahteva začasno zaustavitev trgovanja do objave informacije na predpisan način.

Borza opozarja, da izdajatelj ni dolžan komentirati vseh navedb o svoji družbi, ki so se kakor koli pojavila v javnosti. Izdajatelj mora tako sam presoditi, katere navedbe bo komentiral in katere ne, pri tem pa ima pomemben vidik vsekakor tudi dosedanja politika komuniciranja družbe ter ravnanje vodilnih predstavnikov družbe z novinarji (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje (2008, str. 44).

Če je izdajatelj namreč že v preteklosti vsako navedbo komentiral, pa čeprav je bila ta posredovana v javnost zgolj kot provokacija, je bolje da to stori tudi v nadaljevanju, saj bi lahko morebitno ne-komentiranje navedb v bodoče, v javnosti povzročilo veliko zmedo. In obratno velja, za tiste družbe, ki so v preteklosti komentirale le redke ključne navedbe. Če bi slednje v bodoče pričele komentirati vsako navedbo, bi lahko javnost vsem tem navedbam pripisala preveliko težo ter mogoče tudi podvomila v preteklo komuniciranje družbe s širšo javnostjo.

Vsekakor pa so izdajatelji dolžni takoj objaviti komentarje na tiste informacije, ki so v veliki meri točne ali vsebujejo domnevne izjave predstavnikov družbe ali vsebujejo določene konkretne podatke ali pa se pojavljajo v več medijih (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje (2008, str. 44).

Kodeks predlaga, da družba objavi tudi poročilo nadzornega sveta (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 15).

Družba pa naj izdela ter tudi javno objavi (ter tudi objavi na uradnih spletnih straneh družbe) tudi finančni koledar za prihodnje leto, v katerem navede datume pomembnejših objav družbe (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 28).

Družba naj vsaj enkrat letno objavi tudi navzkrižno povezanost, se pravi koliko delnic oziroma glasovalnih pravic ima v posamezni drugi družbi, ki ima tudi njegove delnice (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 28).

V primeru, da poročila nadzornega sveta družba ne objavi ali da ne objavi finančnega koledarja ali navzkrižne povezanosti, pa mora to v Izjavi o spoštovanju kodeksa javnih delniških družb posebej navesti hkrati z navedbo razlogov za odstopanje od te točke.

Družba naj na svojih spletnih straneh objavi tudi kontaktno osebo, ki je zadolžena za odnose z vlagatelji. Kodeks upravljanja javnih delniških družb to predlaga zlasti v tistih primerih, ko družba ne zagotavlja enakovredne vsebine spletnih strani tako v slovenskem kot tudi v angleškem jeziku (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 31).

Zakon o trgu finančnih instrumentov ne opredeljuje podrobno drugih informacij, ki so jih javne družbe dolžne objaviti. S tega vidika je bil nekoliko bolj podroben Zakon o trgu vrednostnih papirjev oziroma Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb (2005, 6. člen), ki je naštel vse pomembne poslovne dogodke, kot na primer sklepe nadzornega sveta, posle z lastnimi delnicami in druge, poleg tega pa je od javnih družb zahteval, da poleg naštetih pomembni poslovnih dogodkov objavi tudi vse druge dogodke, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnih papirjev, katerih izdajateljica je oziroma na sposobnost javne družbe, da izpolni obveznosti, ki izhajajo iz vrednostnih papirjev.

Iz zgoraj navedenega lahko torej sklepam, da tako novi kot stari zakon, ki urejata področje obveščanja javnosti ne moreta docela opredeliti celoten spekter dogodkov in informacij, ki naj bi jih družbe objavile. Prej veljaven zakon oziroma njegov pripadajoči sklep je sicer nekoliko bolj opredelitev seznam nekih, lahko bi rekli standardnih, pomembnih poslovnih dogodkov, kar novi zakon ni. Celó bi lahko rekla, da v novem zakonu sploh ni opredeljena neka kategorija informacij, ki bi jo lahko označili z definicijo pomembnih poslovnih dogodkov tako kot je to opredeljeval stari zakon oziroma pripadajoči sklep, ki je urejal področje obveščanja. Novi zakon namreč opredeljuje le obveznost objave informacij o spremembah vsebine pravic iz vrednostnih papirjev, obveznosti glede informacij za imetnike delnic oziroma imetnike dolžniških vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi ter o novih izdajah dolžniških vrednostnih papirjev. So pa Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje vsekakor doprinesla k boljšemu komuniciranju javnih družb oziroma k boljšemu razumevanju pravilnega komuniciranja, saj so podrobno definirala predvsem področje komuniciranja z mediji.

3.6.1 Skupščina delničarjev

Javna družba mora v zvezi z zasedanjem posamezne skupščine delničarjev oziroma zasedanju imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev zagotoviti informacije o mestu, času in dnevnem redu zasedanja skupščine. Poleg tega mora javna družba objaviti tudi informacijo o skupnem številu delnic in glasovalnih pravic ter informacije o pravici delničarjev do udeležbe na skupščini (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 130. in 131. člen). V sklicu skupščine naj javna družba objavi tudi predloge delničarjev s stališčem uprave in kraj, kjer sta dostopna

tako letno poročilo kot poročilo nadzornega sveta (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 19). Poleg tega morajo biti za vsako točko dnevnega reda, o kateri naj odloča skupščina, navedeni in ustrezno tudi objavljeni predlogi za sprejem sklepov (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 298. člen).

Hkrati s sklicem skupščine naj javna družba na svoji uradni spletni strani objavi tudi skupno število delnic in glasovalnih pravic ter število delnic in glasovalnih pravic po posameznem razredu (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 8).

Če družba organizirano zbira pooblastila za glasovanje na skupščini oziroma če to storijo člani vodenja ali nadzora te družbe ali zaposleni te družbe, naj družba to na svoji spletni strani tudi objavi. V objavi naj naveden seznam pooblaščenecv za zbiranje pooblastil za glasovanje z njihovimi naslovi, rok, do katerega je treba oddati pooblastilo ter obrazec pooblastila. Podatke o organiziranem zbiranju pooblastil pa naj javna družba objavi na svoji uradni spletni strani tudi, če sama ne zbira pooblastil, ampak jih zbira oseba ali finančna organizacija, ki je o organiziranem zbiranju pooblastil obvestila javno družbo (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, 9).

Javna družba je dolžna hkrati z obvestilom o sklicu skupščine ali na zahtevo delničarja za objavo sklica skupščine, delničarjem zagotoviti obrazec pooblastila za uresničevanje glasovalne pravice. Omenjeni obrazec lahko javna družba zagotovi tako v pisni kot v elektronski obliki (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 130. člen).

Javna družba je dolžna delničarjem poslati obvestilo o določitvi in izplačilu dividend ter o razveljavitvi ali zamenjavi delnic. V primeru izdaje novih delnic, pa je javna družba v obvestilu o izdaji novih delnic dolžna navesti tudi informacije o prednostni pravici in načinu vpisa novih delnic (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2007, 130. člen).

V primeru, da javna družba namerava spremeniti statuta oziroma pravila družbe, mora predlog sprememb takoj, ko je mogoče in najpozneje do dneva zasedanja skupščine, ki bo odločala o teh spremembah, predložiti Agenciji in borzi (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 133. člen).

Družba naj v primeru predloga sklepa skupščine o spremembi statuta ali o statusnem preoblikovanju družbe, objavi informacijo o tem, kakšne posledice ima lahko sprejem tega sklepa za obstoječe delničarje in morebitne vlagatelje. Poleg tega naj družba objavi tudi razloge za predlagani sklep (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 30).

V kolikor v prejšnjem odstavku navedenega družbe ne storijo, so dolžne v Izjavi o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb navesti, da te določbe kodeksa ne izpolnjujejo ter navesti razloge za takšno odstopanje.

Pravila Borze (2008, str. 13, 28. člen) pa od javnih družb zahtevajo, da najkasneje dva dni do zasedanja skupščine, borzi predložijo predlog sprememb statuta, če se na skupščini odloča tudi o spremembi statuta;

Zakonodaja tako nalaga družbam, da predlog sprememb objavijo najkasneje do zasedanja skupščine, borza pa zahteva, da predlog posredujejo najkasneje dva dneva pred skupščino. V tej točki se zakonodaja in upravljavec organiziranega trga razhajata (Ljubljanska borza, d.d.), saj lahko javna družba svojo obveznost glede posredovanja gradiv borzi stori tudi tako, da jo javno objavi na spletni strani SEOnet. Logično seveda je, da bo javna družba upoštevala tisti rok, ki nastopi prej, to je tisti, ki ga določa borza in bo zato predlog spremembe statuta poslala tako borzi kot Agenciji dva dni pred zasedanjem skupščine. Po drugi strani pa bi bilo pravilno, da bi bila zakonodaja nad samimi borznimi pravili in bi se tako roki za oddajo med Agencijo in borzo uskladili, bodisi, da bi obveljal rok, ki ga določa borza, bodisi, da bi obveljal rok, ki ga določa zakonodaja.

Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb (2005, 7. člen) je od javnih družb med drugim tudi zahteval, da se v primeru obvestil o sklicu ali izvedbi skupščine delničarjev pri točkah dnevnega reda, ki se nanašajo na sprejemanje statuta oziroma katerih drugih splošnih aktov družbe, namesto vsebine lahko objavi tudi samo kraj, kjer je dostopno besedilo aktov.

Zgoraj navedena določba je bila delno neprimerna za današnje čase, ko lahko družbe objavijo sklic skupščine preko elektronskih sistemov. Če je nekdo delničar na primer Krke, d.d., živi pa na Koroškem, vsekakor ne bo prevozil toliko kilometrov, da bo prebral predlog spremembe statuta ter se na to čez teden ali dva vrnil zato, da bi o tem glasoval. Če je besedilo aktov dostopno samo na primer na sedežu družbe vsekakor ne moremo govoriti o enakomerni obveščenosti delničarjev, saj nekdo, ki živi v bližini sedeža družbe lažje dostopa do teh aktov kot nekdo, ki je več kilometrov oddaljen. Za pričakovati bi torej bilo, da se omenjena določba v taki obliki v novem zakonu oziroma pripadajočih sklepih ne bo pojavila ter da bo izrecno napisano, da mora biti pri tem zagotovljena enakomerna obveščenost delničarjev. Z ene strani je temu seveda tako, saj Zakon o trgu finančnih instrumentov določa, da je pri vseh objavah potrebno upoštevati enakomerno obveščenost javnosti in da ne sme prihajati do diskriminacij. Vendar zakon nikjer sploh ne določa, da morajo javne družbe objaviti besedilo aktov, ki bodo ali so bili obravnavani na skupščini, ampak določa le, da morajo biti za vsako točko dnevnega reda objavljeni predlogi za sprejem sklepov. Glede spremembe statuta oziroma drugih pravil družbe pa določa le, da morajo biti ti posredovani borzi in Agenciji.

Če skupščina določa tudi o volitvah članovo nadzornega sveta ali upravnega odbora, mora javna družba v utemeljitvi predloga navesti vsaj ime in priimek člana nadzornega sveta ali upravnega odbora, o katerem bo odločala skupščina, njegovo izobrazbo, ustrezne izkušnje in trenutno zaposlitev. V kolikor se na skupščini odloča o izbiri revizorja, pa mora javna družba v utemeljitvi predloga navesti vsaj firmo, sedež ter ključna poročila (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 298. člen).

Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 9) pa poleg tega priporoča javnim delniškim družbam tudi navedbo o članstvu kandidata v drugih organih vodenja ali nadzora

ter morebitna potencialna nasprotja interesov, uprava pa naj razkrije svoje mnenje o tem, ali je predlagani kandidat v odnosu do družbe neodvisen.

Pravila Borze (2008, str. 13, 28. člen) presegajo zakonodajo na navedenem področju, saj od javnih družb zahtevajo tudi:

- da takoj, ko je mogoče, borzi posreduje podatke o presečnem datumu oziroma roku, ki je določen za izvedbo razdelitve kosovnih delnic, in o delitvenem razmerju, če se spremeni statut zaradi razdelitve kosovnih delnic pri nespremenjenem osnovnem kapitalu;
- da najkasneje v roku enega tedna po izvedbi skupščine, ki je sprejela spremembe statuta, posredujejo kopijo prečiščenega besedila statuta, kot ga je potrdil notar.
- da takoj, ko je mogoče, borzi posreduje podatke o predlagani in sprejeti višini dividende, datumu preseka in datumu izplačila;

Podatke navedene v zadnji alineji naj javna družba, v skladu s Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje (2008, str. 19) takoj, ko je mogoče, tudi objaviti.

V skladu s Sklepom o uresničevanju pravic imetnikov vrednostnih papirjev (2007, 3. člen), ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu mora javna družba omogočiti dostop do informacije v zvezi z zasedanjem skupščine na svojih uradnih spletnih straneh za obdobje petih let.

V skladu s Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje (2008, str. 19) naj izdajateljji takoj, ko je to mogoče in ne najkasneje kot do objave sklica skupščine, ki bo obravnavala tudi letno poročilo, objavijo poročilo nadzornega sveta. Poročilo naj vsebovati krajšo izjavo nadzornega sveta o načinu in obsegu preveritve vodenja družbe med poslovnim letom, stališče nadzornega sveta do revizijskega poročila ter izjavo glede potrditve letnega poročila.

Javne družbe naj takoj, ko je mogoče, po izvedeni skupščini, objavijo vsebino vseh sprejetih sklepov in napovedane izpodbojne tožbe. V primeru, da je na skupščini prišlo do nesprejetja oziroma spremembe predlaganih sklepov, pa naj javne družbe na to v obvestilu opozorijo (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 19).

Poleg tega Kodeks javnih delniških družb (2007, str. 10) poslovodstvu družbe predlaga naj v objavi (tudi na spletni strani družbe) sprejetih sklepov skupščine navede tudi:

- skupno število na skupščini zastopanih delnic in glasovalnih pravic v celoti ter po posameznih razredih;
- za vsak predlagani sklep rezultate glasovanja;
- navedbo petih največjih delničarjev, ki so bili prisotni na skupščini (tudi, če jih je zastopala druga oseba);
- informacije o uporabi bilančnega dobička, podatke o višini dividende, datumu preseka in datumu izplačila dividend ter
- v primeru sprejeta sklepa, ki podpira novo izdajo vrednostnih papirjev, tudi natančne opis pravic in obveznosti, ki izhajajo iz teh vrednostnih papirjev.

Na uradni spletni strani pa naj izdajatelj objavi tudi vprašanja delničarjev, ki so bila postavljena na skupščini ter odgovore na ta vprašanja (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, 10).

Kot je razbrati iz zgoraj navedenega, so javne družbe dolžne objaviti sklic skupščine tako kot to določajo Zakon o trgu finančnih instrumentov in Zakon o gospodarskih družbah. Nikjer v navedeni zakonodaji pa ni navedeno, da naj bi javne družbe, po izvedeni skupščini, sprejete sklepe tudi objavili. Le Borza v svojih priporočilih predlaga naj se sprejete sklepe tudi objavi. Prav nezavezujoča (ker pač tega ne zahteva zakon ampak le borza) objava sprejetih sklepov bi lahko bila ena večjih pomanjkljivosti zakona, ki je nasledil Zakon o trgu vrednostnih papirjev, saj je Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb, ki je dopolnjeval Zakon o trgu vrednostnih papirjev, to izrecno določal. Sprejeti sklepi so vsekakor pomembna informacija za širšo zainteresirano javnost kot tudi za tiste delničarje (predvsem manjšinske), ki se skupščine ne udeležijo.

Poleg tega velja izpostaviti tudi problem sledenja spremembam zakonodaje. Tako kot pri drugih objavah, tudi pri objavah in na splošno pri področju, ki ureja dogajanje okoli sklica skupščine, velja da Zakon o gospodarskih družbah dodaja še dodatne zahteve k Zakonu o trgu finančnih instrumentov. Poleg tega pa tudi borza s svojimi pravili in priporočili dopolnjuje veljavno zakonodajo. Vsekakor velja poudariti, da je v luči dobrega komuniciranja s širšo javnostjo, pomembna objava čim bolj širokega spektra informacij, po drugi strani pa bi se tako Zakon o trgu finančnih instrumentov kot Zakon o gospodarskih družbah skupaj s pravili in priporočili borze lahko uskladila. Če bi bile vse zahteve, ki urejajo področje skupščine delničarjev, objavljene le v Zakonu o trgu finančnih instrumentov in v istem obsegu tudi v Zakonu o gospodarskih družbah ter vsebinsko povzete v pravilih in priporočilih borze, bi javne družbe dobile boljši pregled nad celotnimi zahtevami glede samih objav, kar bi tudi pripomoglo, k boljšemu komuniciranju javnih družb z širšo javnostjo.

3.6.2 Informacije za imetnike dolžniških vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu

V primeru, da je javna družba izdala dolžniške vrednostne papirje, je dolžna v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 131. člen) objaviti ali poslati imetnikom teh vrednostnih papirjev ustrezna obvestila o mestu, času in dnevnemu redu zasedanja imetnikov teh vrednostnih papirjev. Poleg tega je javna družba dolžna tudi objaviti ali poslati tudi obvestilo o izplačilu obresti in obvestilo o uresničitvi zamenjave, vpisa ali razveljavitve pravic in odkupa ter pravic imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev, da sodelujejo pri teh dejanjih.

Javna družba je dolžna hkrati z obvestilom o sklicu zasedanja imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev ali na zahtevo imetnika po objavo sklica, vsaki osebi, ki je upravičena glasovati, zagotoviti obrazec pooblastila za uresničevanje glasovalne pravice. Omenjeni obrazec lahko javna družba zagotovi tako v pisni kot v elektronski obliki (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 131. člen).

Poleg tega je javna družba dolžna za plačilnega zastopnika določiti finančno družbo, prek katere lahko imetniki dolžniških vrednostnih papirjev uresničujejo svoje premoženjske pravice iz teh vrednostnih papirjev (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 131. člen).

3.7 Letni dokument

Javne družbe so dolžne enkrat na leto izdelati, objaviti in v 20 dneh po objavi letnega poročila predložiti Agenciji, dokument, ki vsebuje ali se sklicuje na vse informacije, ki jih je javna družba objavila ali katere dostopnost javnosti je javna družba omogočila v zadnjih 12 mesecih. Omenjeni dokument mora vsebovati vsaj informacije, ki jih mora javna družba razkriti v letnem poročilu tako kot to določa Zakon o gospodarskih družbah ter informacije, ki jih mora razkriti v skladu z poglavjem Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki ureja področje obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (Zakonom o trgu finančnih instrumentov, 2008, 63. člen).

Ker Zakon o trgu finančnih instrumentov in Uredba 809/2004¹⁰ podrobneje ne določata mesta objava, Agencija priporoča, da javne družbe letni dokument objavijo na enak način, kot objavljajo druge informacije, ki jih ureja Zakon o trgu finančnih instrumentov, hkrati pa predmet dokumenta objavijo tudi na svoji uradni spletni strani (Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI, str.14).

3.8 Notranje informacije

V skladu z zakon o trgu finančnih instrumentov (2008, 106. člen) so nadzorovane informacije poleg tistih nadzorovane informacije, ki jih tako določa le-ta zakon v svojem tretjem poglavju tudi notranje informacije.

V skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (2008, 373. člen) je notranja informacija vsaka informacija, ki je natančna, ki se nanaša (posredno ali neposredno) na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, ki ni bila objavljena in če bi postala javna, bi to pomembno vplivalo na ceno finančnega instrumenta (enega ali več) ali na cene z njim povezanih izvedenih finančnih instrumentov. Notranja informacija se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev ali na enega ali več finančnih instrumentov. Informacija je natančna, če označuje sklop okoliščin, ki obstajajo, ali je mogoče razumno pričakovati, da bodo nastopile, ali dogodek, ki se je zgodil, ali je razumno mogoče pričakovati, da bo nastopil, in je zadosti podrobna, da je na njeni podlagi mogoče sklepati o mogočih učinkih teh okoliščin ali dogodka na cene finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov. Tako definirano informacijo bi razumen vlagatelj uporabil kot podlago za svoje naložbene odločitve.

¹⁰ Gre za Uredbo Komisije (ES) o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj.

Zakonodaja izrecno prepoveduje trgovanje na podlagi notranjih informacij. Zakonodaja tudi prepoveduje osebam, ki so jim dostopne notranje informacije oziroma, ki so kakorkoli pridobile notranje informacije, da te informacije razkrivajo drugim ali da na podlagi teh informacij prepričujejo druge osebe, da trgujejo z vrednostnimi papirji, na katere se nanaša notranja informacija.

Izdajatelji so dolžni takoj, ko je mogoče objaviti notranje informacije ter zagotoviti, da je notranja informacija tudi ustrezno obdobje dostopna na internetni strani javne družbe.

Izdajatelj lahko odloži objavo notranje informacije, vendar mora pri temu zagotoviti ustrezno zaupnost te informacije. Odložitev je možna le, če ni verjetno, da bi taka odložitev objave lahko zavajala javnost. Pri tem morajo izdajatelji o odložitvi nemudoma obvestiti Agencijo ter notranjo informacijo objaviti, takoj ko prenehajo razlogi za odložitev objave (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 386. člen).

Borza med drugim priporoča, da izdajatelji tekoče obveščajo javnost tudi o vseh pomembnih dogodkih hčerinskih družb, saj takšni dogodki vplivajo tudi na konsolidirane izkaze matične družbe (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 25).

Kot možne vrste notranjih informacij borza navaja (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 26-29):

- poslovni dogodki, ki lahko pomembneje vplivajo na položaj družbe izdajatelja (npr. prekinitve v poslovanju, pomembne sklenjene pogodbe, bistveno spremenjeno stanje na trgu in drugo);
- nakup ali prodaja deleža v drugi pravni osebi;
- predhodne ocene poslovanja in napovedi;
- odločitve in okoliščine, ki lahko pomembneje vplivajo na kapitalsko strukturo družbe izdajatelja (npr. odpoklic izdanih vrednostnih papirjev, bistvene spremembe v strukturi virov sredstev izdajatelj) ter
- predvidene statusne spremembe družbe izdajatelja (npr. združitvev, delitev ali preoblikovanje izdajatelja).

Pri nakupu ali prodaji deleža v drugi pravni osebi naj objava vsebuje predvsem opis pomena transakcije na poslovanje izdajatelja ter na ceno vrednostnega papirja, ki ga je izdal. Izdajatelj naj tudi navede vrednost transakcije ter razlog za nakup oziroma prodajo. V primeru, da gre za večjo transakcijo pa borza priporoča tudi objavo načina financiranja (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 27).

V primeru, da se objava nanaša na pomembno sklenjeno terminsko pogodbo, opsijsko pogodbo ali pogodbo o predkupni pravici, naj izdajatelj javnost o navedeni pogodbi obvesti takoj ob sklenitvi oziroma podpisu. Pri tem naj objava vsebuje tudi razkritje nameravanega nakupa, posebne pogoje pogodbe ter način financiranja (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 27).

Pojem notranjih informacij je vsekakor širok pojem in kot notranjo informacijo lahko štejemo tudi druge informacije, ki niso zajete v zgornji seznam. Notranja informacija je takšna informacija, ki ima pomemben vpliv na izdajatelja ali na vrednostni papir, ki ga je izdajal, in kot taka, mora biti vsaka informacija presojana s strani vsakega posameznega izdajatelja, ki mora sprejeti stališče, ali je na primer določen poslovni dogodek tako pomemben, da bi z vidika njegovega poslovanja tako informacijo smatral kot notranjo informacijo. Določen sklenjeni posel ima lahko pomemben vpliv za eno družbo, in je kot taka informacija o tem dogodku vsekakor notranja informacija, za drugo družbo pa ta poslovni dogodek nima pomembnega vpliva, in je zato ni dolžan objaviti kot notranjo informacijo. Poudarek je torej na presoji posameznega izdajatelja, kaj v okviru svojega poslovanja in delovanja smatra kot notranjo informacijo, in kaj ne. Prav to, skupaj s skopo definicijo notranje informacije tako kot to opredeljuje Zakon o trgu finančnih instrumentov, lahko tako izdajateljem kot tudi zainteresirani javnosti povzroča probleme. Posamezen izdajatelj lahko presodi, da določena informacija ni pomembna in slednjo ne objavi, čez čas pa se o taki informaciji lahko pojavijo različna namigovanja in špekulacije v medijih, ki lahko pomembneje spremenijo cene vrednostnih papirjev, katerih izdajateljica je. Škodo, ki jo pri tem utrpijo delničarji lahko sicer izmerimo, vendar ali bi dejansko o tem kdo od vodilnih v družbi odgovarjal le težko presodimo, saj bi bili mehanizmi dokazovanja, da je bila neka informacija pomembna ali ne oziroma, da je ta postala pomembna zgolj in le zaradi špekulacij v medijih prezahtevno. Če si na primer samo skušam zamisliti katere vse informacije lahko pomembno vplivajo na cene vrednostnih papirjev oziroma na zmožnost izdajatelja, da izpolni obveznosti iz teh vrednostnih papirjev, se ponovno srečam z zgornjo nepopolno definicijo in z dejstvo, da je opredelitev notranje informacije subjektivne narave in docela prepuščena v presajo posameznemu izdajatelju, ki določi, ali bo posamezno informacijo objavil ali ne.

Izdajatelj je dolžan redno sestavljati Seznam oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, ga redno dopolnjevati ter ga na prošnjo Agencije, slednji kadarkoli tudi predložiti.

Podlaga za sestavo seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije je Zakon o trgu finančnih instrumentov (2008, 387. člen), ki pravi, da je izdajatelj ali oseba, ki deluje v njegovem imenu ali za njegov račun, dolžna sestaviti seznam oseb, ki delajo zanjo in imajo dostop do notranjih informacij. Omenjeni seznam so družbe dolžne redno dopolnjevati in ga na zahtevo Agenciji tudi predložiti.

Izdajatelj je dolžan vsako osebo, ki jo namerava vključiti na zgoraj omenjeni seznam, predhodno obvestiti, da bo vključena na seznam oseb, ki so jim dostopne notranje informacije. Poleg tega je izdajatelj dolžan te osebe tudi seznaniti z veljavnimi predpisi in internimi akti, ki urejajo področje notranjih informacij ter jih seznaniti s posledicami kršitve teh predpisov in aktov. Od omenjenih oseb je dolžan tudi pridobiti pisno izjavo, s katero se osebe, ki so jim dostopne notranje informacije potrdijo, da se zavedajo svojih obveznosti glede varovanja zaupnosti notranjih informacij ter dopustnostjo sporočanja teh informacij tretjim osebam (Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih poročilih, 2008, 7. člen).

V okviru tega borza javnim družbam nalaga, da imenujejo odgovorne osebe za sestavo in vzdrževanje Seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije; nadalje, da vzpostavijo vse potrebne pogoje za varovanje zaupnosti notranjih informacij ter oblikujejo pravila glede omejitev trgovanja z delnicami izdajatelja (Priporočili javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 30).

Izdajatelj lahko oblikuje seznam oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, tudi z oblikovanjem več delnih seznamov, in sicer (Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih poročilih, 2008, 7. člen):

- na stalnem seznamu so vključene osebe, ki so z izdajateljem v trajnem pogodbenem razmerju;
- na začasnih seznamih pa so navedene osebe, ki niso v trajnem pogodbenem razmerju z izdajateljem oziroma je njihovo sodelovanje z izdajateljem omejeno na določeno časovno obdobje.

Bistvo Seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, se v primerjavi z starim zakonom ni bistveno spremenil. Velika pomanjkljivost tako nove kot stare zakonodaje je, da ne opredeljujejo, kdo točno naj bo oziroma se pričakuje, da bo na Seznamu oseb, ki so jim dostopne notranje informacije. Če se zopet nekoliko ustavimo na sami definiciji notranje informacije, je taka informacija vsekakor tudi informacija o predvideni višini dividende ali bilančni dobiček. Pred samo objavo takšnih informacij, na primer v letnem poročilu, so s temi informacijami seznanjeni vsi, ki delajo oziroma pripravljajo letno poročilo, torej zaposleni v računovodstvu, finančni službi, službi kontrolinga in drugi službah. Torej imajo dostop do notranjih informacij tudi zaposleni srednjega ali celo nižjega nivoja, in ne le vodje posameznih služb, uprava in nadzorni svet. Če sedaj skušam razbrati zahteve zakonodaje oziroma pripadajočega sklepa, ki ureja področje notranjih informacij, lahko kaj hitro težko definiram, kdo sploh naj bo na takem seznamu, če upoštevam dejstvo, da naj bodo na seznamu vsi, ki imajo dostop do notranjih informacij, bi bilo pravilno, da so na takem seznamu tudi osebe, ki sestavljajo na primer letno poročilo, saj slednje, preden je objavljeno, vsebuje cel kup pomembnih informacij, ki so tudi notranje informacije. Vendar po drugi strani je nelogično, da bi se na takšnem seznamu znašli vsi računovodje posamezne družbe. Torej, kaj naj bo tista razumna meja, tista globina seznama, kdo naj bo torej dejansko opredeljen kot oseba, ki so mu dostopne notranje informacije?

Član organa vodenja ali nadzora izdajatelja, izvršni direktor ali drug vodstveni delavec izdajatelja ter z njimi povezane osebe morajo Agencijo obvestiti o vseh poslih z delnicami oziroma izvedenimi finančnim instrumenti vezani na delnice izdajatelja (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 388. člen).

Izdajatelj je dolžan zagotoviti, da bo vsaka objavljena notranja informacija dostopna na uradnih spletnih straneh družbe še najmanj 5 let (Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih poročilih, 2008, 4. člen).

Daljši rok dostopnosti notranjih informacij je vsekakor dobrodošla novost. V skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (2006, 66. člen) je javna družba namreč bila dolžna

notranje informacije in druge pomembne informaciji objaviti ter poskrbeti, da so te informacije javno dostopne na uradni spletni strani družbe najmanj sedem dni od objave.

Ta kot je zapisano zgoraj, se od javnih družb zahteva, da poskrbijo, da je vsaka notranja informacija vsaj pet let po objavi še dostopna na uradni spletni strani družbe. Vendar je ta določba, deloma v nasprotju z Zakon o trgu finančnih instrumentov. Slednji namreč določa, da morajo biti nadzorovane informacije objavljene tako, da je omogočen hitri dostop do teh informacij na nediskriminacijski podlagi, in torej ni nujno, da javne družbe objavijo nadzorovane informacije prav na svojih spletni strani. Po drugi strani Zakon o trgu finančnih instrumentov hkrati v 10. poglavju določa, da pa morajo biti notranje informacije ustrezno obdobje dostopne tudi na spletnih straneh družbe. Kot vemo pa je notranja informacija nadzorovana informacija. Torej če je notranja informacija hkrati nadzorovana informacija bi bilo pravilno, da za njo veljajo enaka pravila kot za nadzorovane informacije, torej da je objava in dostopnost mogoča kjerkoli ob pogoju, da so zagotovljeni hitri in nediskriminacijski dostop, in torej ne nujno le na spletni strani družbe. Poleg tega velja omeniti, da je zelo težko razbrati kakšna je točno razlika med nadzorovano in notranjo informacijo, saj bi lahko trdili, da je vsaka informacija, ki še ni javna notranja informacija in ko pač postane javna pa nadzorovana informacija.

4 PREDLOŽITEV INFORMACIJ

Javna družba oziroma oseba, ki je zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe mora vsebino vsake objavljene nadzorovane informacije predložiti tako Agenciji kot tudi borzi ter ju obvestiti tudi o načinu objave te informacije. Javna družba oziroma oseba, ki je zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe, je dolžna nadzorovane informacije objaviti na način, ki omogoča hiter dostop do navedenih informacij. Poleg tega je javna družba oziroma oseba, ki je zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe, dolžna nadzorovane informacije predložiti tudi sistemu za centralno shranjevanje nadzorovanih informacij (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2008, 133.,136. In 344. člen). Predložitev nadzorovanih informacij Agencije se izvede s posredovanjem vsebine teh informacij v sistem za centralno shranjevanje informacij (Sklep o predložitvi in dostopu do nadzorovanih informacij, 2007, 3. člen). Pri predložitvi nadzorovanih informacij sistemu za centralno shranjevanje informacij, mora izdajatelj zagotoviti, da je nadzorovana informaciji v tem sistemu javno dostopna šele po objavi informacije na uradnih spletnih straneh družbe ali na drug ustrezen način (Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij 2008, 4. člen). Do vzpostavitve omenjenega sistema pa se predložitev nadzorovanih informacij izvaja v skladu z Sklepom o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb, ki določa da mora družba pred objavo izvod obvestila z navedbo, kdaj in kje bo informacija objavljena, posredovati tudi Agenciji (Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb, 2005, 10. člen).

Ker sama zakonodaja kot tudi njeni podzakonski akti ne določajo podrobnejšega načina objave nadzorovanih informaciji oziroma mesta objave (določajo le, da mora javna družba

zagotoviti hiter dostop do teh informacij na nediskriminatorni podlagi), je Agencija v svoji Okrožnici javnim družbam (str. 1) poudarila, da morajo javne družbe biti pazljive, da pri zagotovitvi hitrega dostopa do nadzorovanih informacij, se ne omejujejo le znotraj področja posamezne države članice, ampak morajo biti nadzorovane informacije dosegljive zainteresirani javnosti na področju celotne Evropske unije.

V skladu s Sklepom o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (2008, 3. člen) je izdajatelj dolžan obvestilo o nadzorovani informaciji sestaviti tako, da to obvestilo vsebuje vse podatke, ki vlagatelju omogočajo presojo položaja izdajatelja in oceno vpliva takšne informacije na ceno finančnega instrumenta, katerega izdajateljica je.

Obvestilo o nadzorovani informaciji mora vsebovati vsaj sledeče elemente (Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, 2008, 3. člen):

- firmo in sedež izdajatelja,
- naslov obvestila,
- navedlo člena Zakona o trgu finančnih instrumentov, na katerega se nanaša objavljena informacija,
- čas nastopa dogodka,
- navedbo obdobja, v katerem bo objavljena informacija, dostopna tudi na spletni strani izdajatelja.

Po priporočili Agencije velja kot ustrezna izpolnitev zadnje alineje tudi, če se izdajatelj izreče, da bo določena informacija ustrezno objavljena od določenega datuma dalje, in sicer za najmanj pet let (Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI, str. 4).

Tudi pri sestavi obvestila o nadzorovanih informacijah naletim na eno pomembno pomanjkljivost. Kot že večkrat omenjeno zakon zahteva, da se informacije objavijo tako, da omogočajo enakomerno obveščeno in torej ne nujno na spletni strani družbe. Pod drugi strani, pa Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, ki naj bi podrobneje urejal določena področja zakona, določa, da se v obvestilu navede, da bo obvestilo o nadzorovani informaciji objavljeno tudi na spletni strani družbe. Torej, če zakon za nadzorovane informacije ne predvideva nekega posebnega mesta za objavo, bi temu mogli slediti tudi sklepi, ki ga dopolnjujejo.

Zakonodaja sicer ne določa nekega splošnega roka, do katerega mora biti vsaka nadzorovana informacija objavljena na spletnih straneh družbe, saj bi bilo to tudi delno v nasprotju z dejstvom, da sam zakon prepušča svobodno izbiro mesta objave. Zakonodaja določa roke le za letno poročilo, polletno poročilo in notranje informacije, pa še to je kot je bilo že predhodno predstavljeno (tudi v poglavju o notranjih oinformacijah) v nasprotju s tistim delom zakona, ki določa, da naj bodo nadzorovane informacije objavljene na način, ki omogoča enakomerno obveščeno, in torej ne nujno na spletni strani izdajatelja. Če sedaj nekoliko pustim ob strani problematiko samega mesta objave nadzorovanih informacij in se ustavim pri rokih objave, lahko zasledim, da zakon ne določa nekega obdobja, v katerem morajo biti nadzorovane informacije po objavi še dostopne širši javnosti. Tudi Agencija v

sklepih, ki dopolnjujejo Zakon o trgu finančnih instrumentov ni nikjer določila nekega splošnega roka do katerega morajo biti vsa obvestila, ki imajo naravo notranje informacije dostopna širši javnosti. Predhodnik Zakona o trgu finančnih instrumentov (t.j. Zakon o trgu vrednostnih papirjev) je namreč določal, da je javna družba vse pomembne informacije in informacije, ki imajo značilnosti notranje informacije dolžna objaviti na svoji uradni spletni strani za obdobje najmanj sedmih dni. Agencija je sicer to pomanjkljivost odpravila z dodatno obrazložitvijo, kot navedeno v zgornjem odstavku, ter tako določila, za vse objave minimalen čas dostopnosti določene nadzorovane informacije, pet let. Z navedeno dodatno obrazložitvijo je Agencija odpravila nejasnosti glede rokov dostopnosti nadzorovanih informacij širši javnosti. Vsekakor je daljši rok prednost za vso zainteresirano javnosti, ki tako lahko dostopa do vseh pomembnih informacij o posameznem izdajatelju še pet let po objavi.

Ko je bil v veljavi še Zakon o trgu vrednostnih papirjev so v skladu s Sklepom o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb (2005, 3., 5. in 8. člen) javne družbe bile dolžne objaviti povzetke letnih in polletnih poročil ter druge pomembne poslovne dogodke ali v dnevniku, ki izhajajo na celotnem območju Republike Slovenije ali pa v elektronski obliki kot to določa borza.

Objava v elektronski obliki je dejansko pomenila objavo na SEOnet-u¹¹ kar je ena od možnosti objave tudi po novem zakonu. Objava povzetkov letnih in polletnih poročil v dnevniku pa je za današnje razmere povsem neprimerna. Z novim zakonom sicer ni več predvidena objava povzetkov, vendar bi v vsakem primeru rada poudarila, da je objava kakšnega koli poročila družbe v dnevniku neprimerna. Letna in polletna ali tudi medletna poročila javnih družb so postala izjemno podrobna in obsegajo tudi okoli 30 strani pri medletnih poročilih in 50 in več strani pri polletnih poročilih. Takšno količino podatkov pa je neekonomično objaviti v dnevniku. Druga sporočila družbe, ki ne obsegajo več kot eno stran bi bila sicer objavljena v dnevniku. Če to gledam skozi novo zakonodajo, bi tak dnevnik moral izhajati na celotnem območju Evropske unije, kar je skoraj nerealno. Nekateri izdajatelji, na primer izdajatelj delnic z oznako ZVIR (Zvon Ena ID, delniška investicijska družba, d.d.), ki kotirajo v segmentu "Trg delnic investicijskih družb", še vedno objavljajo svoja sporočila v dnevniku Večer. Takšna objava pa je lahko tudi nekoliko nekorektna, če stvari interpretiramo v skladu s pravilom o enakomerni obveščeni in nediskriminaciji delničarjev. Skozi ta dva vidika je nedvomno bolj korektna objava preko elektronskega sistema kot je SEOnet, saj ima večina ljudi (ki se seveda zanimajo za finančne informacije) dostopnost do interneta. Pri objavah v dnevniku pa je problem ravno to, da niso vsi naročeni na vse vrste dnevnikov, ki izhajajo v Sloveniji ali celo v Evropi, saj je imel predvsem v okviru starega zakona vsak pravico, da je določeno informacije objavil v katerem koli dnevniku, ki je izhajal na območju Republike Slovenije. Tudi, če je nekdo bil naročen na določen dnevnik verjetno ni shranil vseh izvodov, zato da bi lahko določene objavljene informacije preveril tudi za nazaj, poleg tega bi moral točno vedeti, na kateri dan je določena družba objavila posamezno informacijo. S tega vidika je vsekakor boljši način objava preko elektronskih sistemov, saj ti s pomočjo iskalnikov omogočajo iskanje in pregledovanje podatkov tudi za

¹¹ Več o sistemu SEOnet bo predstavljeno v 6. poglavju.

daljše obdobje za nazaj. Iz vseh zgoraj naštetih razlogov je popolnoma logično, da v novi zakonodaji ni zahteve, da se sporočila in poročila družb objavljajo v dnevnikih.

Pri tem bi rada izpostavila tudi, da Kodeks upravljanja javnih delniških družb še ni usklajen z Zakonom o trgu finančnih instrumentov. Agencija namreč po novem poudarja, da naj bodo informacije dostopne za obdobje 5 let od objave, kodeks pa poudarja rok sedmih dni, saj je navedeni rok bil usklajen z predhodnikom Zakona o trgu finančnih instrumentov, to je Zakonom o trgu vrednostnih papirjev. Poleg tega Kodeks poudarja, da mora javna družba zagotoviti objavo (pred samo objavo na svoji uradni spletni strani) v dnevniku oziroma preko elektronskega medija SEOnet. Kot že poudarjeno zgoraj, kraj kjer naj družba objavlja svoja poročila v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev ni enolično določen. Res je sicer, da lahko javne družbe svojo obveznost posredovanja gradiv in informacij borzi, izpolnijo tudi tako, da te informacije objavijo na SEOnetu, vendar je takšna odločitev v pristojnosti vsake posamezne družbe, svojo obveznost lahko namreč izpolnijo tudi, tako da gradivo oziroma informacijo pošljejo po pošti. Določba Kodeksa javnih delniških družb, ki zahteva od izdajateljev, da svoja obvestila objavlja v dnevniku ali v elektorskem mediju SEOnet, je v neskladju z veljavno zakonodajo. Omenjena določba bi bila lahko oblikovana zgolj kot priporočilo.

V skladu s Sklepom o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (2008, 4. člen) je nadzorovana informacija predložena na učinkovit način, če je jasno razvidno, da gre za nadzorovano informacijo, kdo je izdajatelj, vsebina nadzorovane informacije ter čas in datum posredovanja informacije.

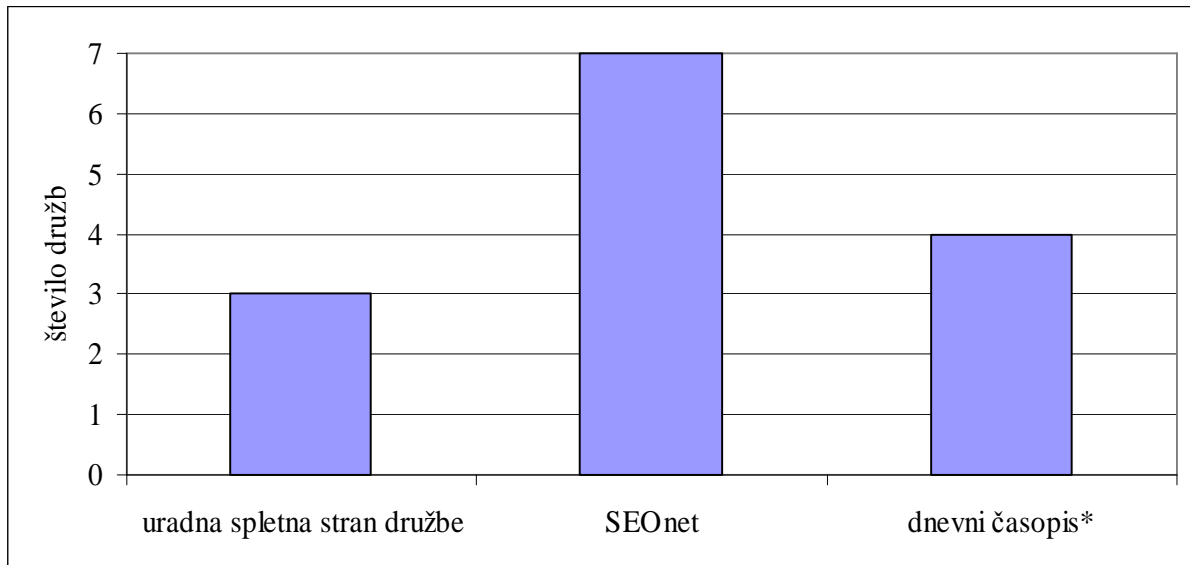
Vsa obvestila in dokumentacijo (npr. gradivo za skupščino), ki jih je izdajatelj dolžen posredovati borzi, so v skladu z Navodili za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu (2008, str. 10, 19. člen) lahko borzi posredovana preko naročniškega sistema SEOin, preko faksa, po pošti ali osebno na sedež borze. Le v primeru potrebe po hitrejšem obveščanju borze, lahko izdajatelj obvestilo, zahtevo ali dokumentacijo posreduje po elektronski pošti, vendar mora v tem primeru obvestilo poslati tudi po faksu.

Glede predložitve informaciji in drugih objav je borza nekoliko manj fleksibilna od Agencije, saj slednja upošteva kot pravilno posredovano obvestilo in dokumentacijo tudi tisto, ki jo je prejela po elektronski pošti. Pri tem mora biti elektronsko sporočilo opremljeno z digitalnim podpisom. Borza pa, razen v nujnih primerih, pa še to le skupaj s posredovanje tudi preko faksa, ne predvideva takšnega načina posredovanja obvestil in dokumentacije.

V primeru, da se določen poslovni ali drugi pomembni dogodek zgodi po koncu trgovanja, in javna družba ne more posredovati svoje objave borzi preko sistema SEOnet, ker slednji v popoldanskem času ne deluje, borza javnim družbam nalaga obveznost, da se taka informacija posreduje medijem, pred samo objavo na SEOnetu naslednjega dne (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 11-12).

Kot prikazujem v spodnjem grafu, so vsi izdajatelji izbrali kot mesto objave nadzorovanih informacij elektronski medij SEOnet. Trije izdajatelji od sedmih pa so borzi sporočili, da nadzorovane informacije objavljajo tudi na svojih uradnih spletnih straneh.

Graf 2: Možnost dostopa do nadzorovanih informacij pri izdajateljih v Prvi kotaciji



Vir: Sistem elektronskega obveščanja SEOnet

*Legenda: Pri možnosti dostopa do nadzorovanih informacij v dnevnem časopisu, velja opozoriti, da so izdajatelji, ki so kot možnost dostopa navedli tudi to možnost, objavljajo le nekatere informacije v dnevnem časopisu in so na to tudi posebej opozorili.

Kot že omenjeno, Zakon o trgu finančnih instrumentov zahteva, da se nadzorovane informacije objavijo na način, ki omogoča hiter dostop do teh informacij na nediskriminacijski podlagi, torej ne nujno na uradnih spletnih straneh javne družbe. To je tudi razvidno iz zgornjega grafa, saj so se le trije od sedmih izdajateljev odločili, da bodo nadzorovane informacije objavili tudi na svojih uradnih spletnih straneh. Če pa sedaj to skušam interpretirati skozi vidik notranjih informacij in tudi samega obvestila o nadzorovanih informacijah, bi lahko sklepala, da so vsi izdajatelji, ki so se odločili zgolj za dostop do nadzorovanih informacij preko SEOnet-a v prekršku, saj bi morali v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov omogočiti, da so notranje informacije dostopne na svojih uradnih spletnih straneh še pet let od objave ter da so obvestila o nadzorovanih informacijah objavljena tudi na uradni spletni strani družbe. Postavi se vprašanje, kaj je torej pravilen način? Ali so se družbe dolžne držati določb 3. poglavja Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki pravi, da se lahko izdajatelji sami odločijo, kje bo omogočen dostop do njihovih nadzorovanih informacij, ali je pravilno se držati tudi določb 10. poglavja, ki pravi, da naj bodo notranje informacije dostopne na uradnih spletnih straneh družbe in Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, ki določa, da se v obvestilu navede, da bo obvestilo o nadzorovani informaciji objavljeno tudi na spletni strani družbe? Do omenjenega razhajanja in nasprotovanja v okviru notranjih informacij sploh ne bi prišlo,

če notranje informacije ne bi bile opredeljene kot nadzorovane informacije, vendar ker so notranje informacije le vrsta nadzorovanih informacij, lahko interpretacija Zakona o trgu finančnih instrumentov povzroča kar nekaj težav, če k temu dodamo še nepopolno razlago notranje informacije in ne točno jasno razliko med notranjo in nadzorovano informacijo, je nejasnosti še več.

Velja pa opozoriti še na eno pomanjkljivost in razhajanje med novim in starim zakonom, ki se nanaša na področje dostopnosti do nadzorovanih informacij. Kot sem že povedala, je Zakon o trgu vrednostnih papirjev določil, da morajo biti vse notranje in druge pomembne informacije po objavi dostopne vsaj še sedem dni na uradni spletni strani družbe. Zakon o trgu finančnih instrumentov pa določa rok dostopnosti le za letno in polletno poročilo ter za notranje informacije, torej že prej omenjeni pet letni rok, za vse druge informacije pa sam zakon ne predvideva nobenega roka do katerega naj bodo te informacije dostopne javnosti. Torej čeprav lahko govorim o pomembni napredku na tem področju, saj se je rok dostopnosti podaljšal, pa po drugi strani se soočam z dejstvo, da ni predvidenega nekega splošnega roka dostopnosti za druge pomembne informacije, kot so informacije o doseganju / preseganju ali nehanju presegati praga pomembnega deleža.

Poleg tega bi rada posebej opozorila, da tako "svobodno" določanje mesta objave nadzorovanih informacij, torej da so informacije objavljene na način, ki omogoča enakomerno obveščeno, torej ne nujno na uradni spletni strani družbe, lahko predstavlja precejšen problem. To področje je dosti bolj urejal Zakon o trgu vrednostnih papirjev, saj je predvideval tako objavo na uradni spletni strani družbe kot tudi objavo preko elektronskega sistema oziroma dnevnika (večina izdajateljev pa se je odločila prav za objavo preko elektronskega sistema obveščanja). Takšen način objavljanja informacij pa je posebej dobrodošel za tuje investitorje in drugo tujo zainteresirano javnost ter tudi za tiste, ki se ne ukvarjajo aktivno z vrednostnimi papirji ter zato ne poznajo dobro področja, ki ureja obveščanje javnosti. Če se skušam postaviti v kožo teh ljudi, kar hitro ugotovim, da bodo, če bodo iskali informacije o posameznem izdajatelju, prvo pogledali uradno spletno stran izdajatelja in spletno stran borze. Torej je bilo to področje dosti bolj dorečeno v okviru Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Novi zakon, pa poleg zmede s samim mestom objave nadzorovanih informacij (kot že predhodno predstavljeno), deloma prepušča izbiro mesta objave samim izdajateljem, torej ni nujno, da izdajatelji nadzorovane informacije objavijo na svoji uradni spletni strani in na spletni strani upravljavca organiziranega trga vrednostnih papirjev. Čeprav so se izdajatelji v Sloveniji večinoma odločili med objavo na uradni spletni strani ali preko sistema elektronskega obveščanja SEOnet, pa niso zavezani, ki izbiri zgolj teh dveh možnosti. Če se bi izdajatelji odločili za katere drugo alternativo, pa bi to v enem smislu pomenilo slabši dostop do informacij za tujce ter za tiste, ki se aktivno ne ukvarjajo z vrednostnimi papirji, slednji kot že povedano bi vsekakor sprva pregledali spletne strani izdajatelja in spletne strani upravljavca organiziranega trga.

5 KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB

5.1 OECD principi korporacijskega upravljanja in Kodeks samodiscipline v Italiji

Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development*) je izdala OECD principe korporacijskega upravljanja¹² (angl. *OECD Principles of Corporate Governance*). Slednji med drugim priporočajo tudi objavo ali sledijo določbam sprejetega kodeksa upravljanja. Tako kot to velja tudi v Sloveniji, OECD principi priporočajo objavo, ki sledi načelu spoštuj ali pojasni (angl. *comply or explain*) (*OECD Principles of Corporate Governance*, 2004, str. 53-54).

OECD principi v svojem petem poglavju podrobno opisujejo, kakšno naj bi bilo pravilno ravnanje javnih družb pri komuniciranju s širšo investicijsko javnostjo. Rdeča nit celotnega poglavja je, da naj družbe čim bolj transparento komunicirajo z vsemi zainteresiranimi javnostmi. Principi javne družbe spodbujajo, da te v čim krajšem času objavijo vse pomembne informacije ter, da takšne objave ne povzročajo neenakosti med delničarji. Torej vsi morajo na enak način imeti dostop do pomembni informacij družbe (*OECD Principles of Corporate Governance*, 2004, str. 49).

OECD Principles of Corporate Governance (2004, str. 51-52) tako na primer izjemno podrobno določajo oziroma priporočajo, da morajo javne družbe namenjati posebno pozornost samim informacijam o ključnih ljudeh v podjetju, torej članov uprave in drugih vodilnih uslužbencev. OECD principi tako javnim družbam predlagajo tudi, da razkrijejo ali so člani uprave in drugi vodilni delavci člani uprave tudi v katerih drugih družbah.

Določba je podobna določbi slovenskega Kodeksa o upravljanju javnih družb, le da slovenski kodeks zahteva, da javna družba razkrije le članstva uprave ne pa tudi članstev vodilnih delavcev, tako kot to zahtevajo OECD principi. Vsekakor bi bilo priporočljivo, da bi tudi slovenski kodeks predlagal objavo podatkov tudi za vodilne delavce, saj imajo sledni dostop do notranjih in drugih pomembnih informacij ter sprejemajo pomembne odločitve v podjetju, ki jih seveda mora potrditi tudi uprava. Če imajo take osebe dostop do notranjih in drugih pomembnih informacij tudi v drugih podjetjih, ki so lahko ali pa tudi ne neposredno povezani ali nepovezani ali delujejo v sorodni panogi kot družba, v kateri so zaposleni, je lahko njihovo delovanje, v katerikoli od teh družb subjektivno, zato bi bilo pravilno, da so delničarji informirani, ali je posamezni vodilni delavec tudi član uprave katerekoli druge družbe.

Poleg tega *OECD Principles of Corporate Governance* (2004, str. 51-52) priporočajo javnim družbam, da za člane uprave in vodstvene delavce objavijo tudi, kakšne so njihove profesionalne kvalifikacije ter kakšna je njihova udeležba v kapitalu družbe.

Zaradi istih razlogov kot že prej omenjeno, torej, da imajo vodilni delavci dostop do pomembnega nabora informacij ter, da sodelujejo pri pomembnih odločitvah podjetja, bi

¹² Navedene principe je poleg drugih držav sprejela tudi Italija.

lahko ocenila zgoraj navedeno odločbo kot potencialno zanimivo tudi za uvedbo v Sloveniji. Vsekakor bi bilo pravilno, da delničarji spoznajo, kakšen akreditacije, znanje in izkušnje na posameznih področjih imajo tako člani uprave družbe kot tudi tisti tesni sodelavci v družbe, ki prispevajo k sprejemu oziroma zavrnitvi pomembnih, predvsem strateških odločitev.

OECD Principles of Corporate Governance (2004, str. 53) pa za razliko od slovenskega Kodeksa o upravljanju javnih delniških družb, priporoča javnim družbam, da slednje objavijo tudi podrobne informacije o kadrovske politiki, predvsem programe vrednotenja kadrov, stopnjo zvestobe delovnemu mestu oziroma družbi, morebitni sistem nagrajevanja zaposlenih z delnicami. Prav ti podatki lahko pomenijo izredno pomembne vir informaciji, s katerimi lahko delničarji in tudi druge zainteresirane javnosti ovrednotijo konkurenčne zmožnosti podjetja.

Tako kot Sloveniji ima tudi Italija svoj kodeks upravljanja, in sicer Kodeks samodiscipline (ital. *Codice di autodisciplina*). Tako kot slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb tudi Kodeks samodiscipline v prvi vrsti ureja delovanje organov družbe, in sicer upravnga sveta (ital. *consiglio di amministrazione*), samostojnih upraviteljev (ital. *amministratori indipendenti*) in članov nadzornega odbora (ital. *sindaci*). Poleg tega je, tako kot pri slovenskem Kodeksu upravljanja javnih delniških družb, eno poglavje posvečeno odnosom z delničarji (Codice di autodisciplina, 2006, str. 9).

V Italiji se družbe same odločijo, ali bodo sledile določbam Kodeksa samodiscipline. Vsako poglavje Kodeksa je razdeljeno na tri dele, in sicer osnovna načela (ital. *principi*), uporabni kriteriji (ital. *criteri applicativi*) ter razlage (ital. *commento*). Družbe, katerih delnice kotirajo na borzi in so se sprejele določbe kodeksa v celoti ali le delno, morajo o tem letno poročati trgu v Poročilu o družbenem upravljanju (ital. *Relazione sul governo societario*), v rokih in na način kot to določa zakonodaja. Javne družbe tako vsaj enkrat letno poročajo, katera priporočila kodeksa spoštujejo in na kakšen način. V določenih primerih sam kodeks določa vsebino objave. Če javna družba določene določbe kodeksa ne spoštuje mora o tem objaviti pojasnilo, torej razloge za odstopanje. V primeru, da osnovna načela in uporabni kriteriji predvidevajo opcijsko obnašanje (izbiro več opcij), morajo javne družbe opisati spoštovano obnašanje oziroma alternativo, glede na to, da ni potrebno pojasniti razloge za izbrano opcijo. (Codice di autodisciplina, 2006, str. 11).

Kot lahko vidimo zgoraj tudi v Italiji velja, da morajo družbe pojasniti razloge za odstopanje. Za razliko od Slovenije, kjer velja načelo "spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje", so družbe v Italiji, ki so sprejele kodeks dolžne navesti oziroma natančno določiti tudi določbe kodeksa, ki jih spoštujejo in na kakšen način spoštujejo te določbe. Slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb je dosti bolj podroben od italijanskega Kodeksa samodiscipline. Kot že omenjeno zgoraj italijanski kodeks je usmerjen predvsem v opredelitev delovanja posameznih organov družbe. Za razliko od slovenskega kodeksa, ki v svojem osmem poglavju določa obveznosti javnih družb pri razkritjih, italijanski kodeks se v nobenem poglavju ne osredotoča na komuniciranje javne družbe s širšo investicijsko javnostjo.

5.2 Kodeks upravljanja javnih delniških družb

Pomembna novost v korporacijskem upravljanju gospodarskih družb in posledično tudi bolj transparentnemu delovanju gospodarskih družb, je bilo sprejetje Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. Podobni kodeksi upravljanja v svetu niso nobena novost.

Zakon o gospodarskih družbah (2008, 70. člen) zahteva, da izjava o upravljanju družbe vsebuje:

- sklicevanje na kodeks o upravljanju, ki velja za družbo ter kodeks o upravljanju, ki ga je družba prostovoljno sklenila uporabljati ter navedbo, kje sta omenjena kodeksa javno dostopna;
- sklicevanje na vse ustrezne podatke o upravljanju, ki presegajo zahteve Zakona o gospodarskih družbah ter navedbo, kje je njena praksa upravljanja javno dostopna;
- podatke o obsegu odstopanj od zgoraj navedenih kodeksov;
- opis glavnih značilnosti sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja;
- podatke o pomembnem neposrednem in posrednem imetništvu vrednostnih papirjev, v smislu doseganja kvalificiranega deleža, kot ga določa Zakon o prevzemih;
- podatke o vsakem imetniku vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo posebne kontrolne pravice;
- podatke o vseh omejitvah glasovalnih pravic;
- podatke o pravilih družbe glede imenovanja in zamenjave članov organov vodenja ali nadzora ter podatke o pravilih družbe o spremembah statuta;
- podatke o pooblastilih članov posloводства (zlasti o pooblastilih za izdajo in / ali nakup lastnih delnic);
- podatke o delovanju skupščine družbe, pristojnostih skupščine ter opis pravic delničarjev ter načinu njihovega uveljavljanja;
- podatke o sestavi in delovanju organu vodenja in nadzora ter njihovih komisij.

Družba mora razložiti, katere dele kodeksa o upravljanju družb ne upošteva. Poleg tega mora družba navesti tudi razloge za odstopanja (Zakon o gospodarskih družbah, 2008, 70. člen).

V kodeksih o upravljanju javnih družb pri državah, ki imajo enotirni sistem upravljanj, je poudarek v samem kodeksu na neodvisnosti nadzornikov. V kodeksih o upravljanju javnih družb pri državah, ki imajo pretežno dvotirni sistem upravljanja, tako kot to velja tudi za Sloveniji, pa je večji poudarek na komuniciranju med nadzornim svetom in managementom (Meža, 2006, str. 13). Za razliko od enotirnega sistema upravljanja, je pri dvotirnem sistemu upravljanja, ki prevladuje tudi v Sloveniji, upravljanje družbe razdeljeno med nadzornim svetom in upravo družbe. Pomembna razlika med eno- in dvotirnim sistemom upravljanja je v posebnem organu, t.j. nadzornim svetom, ki povezuje delničarje z upravo in razrešuje njune nasprotujoče si interese. V dvotirnih sistemih upravljanja imamo torej skupščino delničarjev, nadzorni svet, upravo in tudi predstavnike delavcev v organih korporacije (Kocbek, Ivanjko & Bratina, 1998, str. 31). Pri enotirnem upravljanju pa gre za upravljanje z direktorskim

odborom. Enotirno upravljanje tako ne vključuje nadzornih svetov. V ameriških korporacijah, pri katerih je uveljavljen enotirni sistem upravljanja, je v direktorskih odborih več neodvisnih zunanjih direktorjev, slednji pa določijo sestav komitejev, ki pokrivajo določena področja (Bohinc, 2001, str. 286).

Vsekakor je upravljanje družbe in izvajanje kontrole nad managementom izredno pomembno. Izvajanje kontrole nad managementom je še posebej pomembno in hkrati zahtevno v tistih družbah, ki imajo razpršeno lastništvo, to pomeni, da imajo veliko število majhnih delničarjev. Stroški kontrole za enega takega majhnega delničarja pa so izjemno visoki in presegajo koristi, ki jih posamezni delničar pridobi z izvajanjem kontrole nad managementom. V takšnih družbah, za katere je značilno razpršeno lastništvo prihaja do t.i. problema prostega jezdeca (»free rider problem«), saj se delničarji zanašajo na to, da bo nekdo drugi izvajal kontrolo nad managementom, namesto, da bi kontrolo izvajali sami. Koristi te kontrole pa bodo deležni delničarji (Meža, 2006, str. 14).

Ljubljanska borza d.d., Združenje članov nadzornih svetov in Združenje Manager so v letu 2004 prvič sporazumno oblikovali Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki velja v Sloveniji. Namen tega kodeksa je natančneje določiti standarde upravljanja in vodenja javnih delniških družb, ki so izdajateljice vrednostnih papirjev, ki trgujejo na organiziranem trgu. Priporočilom tega kodeksa pa lahko sledijo tudi druge družbe (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 2).

Priporočila kodeksa so avtonomna pravila, ki niso zavezujoča in katerih nespoštovanje nima zakonskih sankcij. Namesto zakonskih sankcij pa tu nastopijo zunanje kontrole uspešnosti poslovanja družbe. Informacije o neupoštevanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb so v Izjavi o spoštovanju kodeksa upravljanja javnih delniških družb javno objavljene; neupoštevanje posameznih določb kodeksa in neutemeljitev posameznega odstopanja ima posledice za družbe, saj investitorji taka odstopanja ocenijo, to pa se odraža v vrednosti družbe. Določila slovenskega Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, kot to velja za vse kodekse upravljanja, so nastala na podlagi prakse in kot taka niso bila vsiljena s strani zakonodajalca. Poleg tega pa ima Kodeks upravljanja javnih delniških družb še eno pomembno funkcijo, in sicer v pregledni obliki povzema veljavno zakonodajo na področju korporacijskega prava in prava trga vrednostnih papirjev, ki veljajo za javne delniške družbe v Sloveniji. Ker je slovenski kodeks preveden tudi v angleški jezik, pa je tujim investitorjem olajšal dostop do informacij, ki jih ureja kodeks. (Bratina et al., 2005, str. 24).

Določbe kodeksa se nanašajo na razmerja med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami, upravo oziroma upravni odbor, nadzorni svet, povezane družbe, revizijo ter sistem notranjih kontrol in obveščanje.

Določbe Kodeksa javnih delniških družb so razdeljene na tri vrste (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 38):

- določbe kodeksa, ki vsebujejo besedo »**morati**«, so zavezujoče in javne družbe od njih ne smejo odstopati;

- določbe kodeksa, ki vsebujejo besedo »**naj**«, imajo naravo priporočil, vendar morajo javne družbe odstopanja od teh določb enkrat letno objaviti v Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb;
- odstopanja od določb kodeksa, ki vsebujejo besedo »**priporoč**a se / **lahko**« javnim družbam ni potrebno posebej razkriti in pojasnjevati.

Družbe seveda lahko pojasnijo tudi odstopanja od tistih določb Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki vsebujejo besedo »priporoč a se / lahko«, vendar Pregelj in Cankar (2006, str. 107) priporočata, da naj bodo razkritja teh neobvezujočih določb predstavljena v Poročilu o upravljanju in ne v sami Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

Borza od izdajateljev Prve kotacije in standardne kotacije zahteva naj izdelajo Poročilo o upravljanju, ki zajema tudi Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb oziroma, da razširijo uvodni del te izjave (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 39).

Takšno Poročilo o upravljanju pri na primer tuji družbi Adidas je sestavljeno iz (interno gradivo Ljubljanske borze, d.d.)¹³:

- uvodnega del poročila, ki obsega opis poslovnega okolja oziroma sistema korporacijskega upravljanja in morebitnih sprememb ter pojasnilo ali je prišlo do uskladitev z določbami veljavnega kodeksa, ki ureja upravljanje družb;
- nadalje sledi opis lastne prakse po posameznih določbah kodeksa, ki ureja upravljanje družb (npr. kako deluje uprava, nadzorni svet, skupščina in drugo) ter v okviru tega tudi pojasnilo ali je na posameznem področju, ki ga ureja tak kodeks prišlo do uskladitev z določbami kodeksa, ki ureja upravljanje družb ter;
- nadalje je sestavni del oziroma jedro samega Poročila o upravljanju sama Izjava o spoštovanju kodeksa, ki ureja upravljanje družb.

Nekoliko nejasno in zavajajoče je dejstvo, da Zakon o gospodarskih družbah izrecno zahteva oblikovanje Izjave o upravljanju družbe oziroma Poročila o upravljanju ter navede tudi ključne elemente te izjave, medtem ko borza sicer od izdajateljev v Prvi kotaciji in standardni kotaciji prav tako zahteva oblikovanje Poročila o upravljanju, vendar daje borza večji poudarek sami Izjavi o skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb ter dovoljuje, da Poročilo o upravljanju vključuje le Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb ter nekoliko razširjen uvodni del. Smiselno bi bilo, da tudi borza v svojih poročilih poleg posebnega poudarka na samo Izjavo o skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb (kar je vsekakor dobrodošlo), posveti tudi posebno pozornost tudi Izjavi o upravljanju oziroma Poročilo o upravljanju družbe ter v priporočilih mogoče nekoliko bolj obdelata tudi druge zahtevane vsebine, ki morajo biti objavljene v samem Poročilo o upravljanju družbe.

¹³ Celotno Poročila o upravljanju družbe Adidas za leto 2007 je dostopno na spletni strani družbe (http://www.adidas-group.com/en/corporate_governance/Report/report.asp).

Nerazumevanje sestave Kodeksa upravljanja javnih delniških družb in načela "spoštuj oziroma pojasni razloge za odstopanje" ter v tem okviru ločevanje posameznih določb kodeksa, na določbe, ki vsebujejo besedo mora, določbe, ki vsebujejo besedo naj ter določbe kodeksa, ki vsebuje besedo priporoča se, je bilo pri analizi v letu 2006 objavljenih vseh Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (torej ne le izjav podjetji v prvi kotaciji) izpostavljeno kot pomembna pomanjkljivost objavljenih izjav. Poleg tega so v analizi vseh objavljenih izjav v letu 2006 bile izpostavljene še druge pomanjkljivosti (Interno gradivo Ljubljanske borze, d.d.):

- navajanje odstopanj, ki niso dejanska odstopanja;
- nerazkrivanje določenih odstopanj;
- družbe v svojih izjavah napišejo, da bodo določeno določbo kodeksa v prihodnosti izpolnjevale, saj bodo sprejele določene ukrepe oziroma spremenile svojo prakso delovanja, pri pregledu na novo objavljenih izjav, pa lahko ugotovimo, da do napovedanih sprememb dejansko ni prišlo;
- posnemanje vzornikov (kopiranje obrazložitvev).

Tveganje je opredeljeno kot verjetnost, da prihodnji donosi ne bodo enaki pričakovanim. Če predpostavljamo primer, da posameznik naloži ves svoj denar le v eno naložbo, je standardni odklon ustrezna mera tveganja. Varianca (σ^2) in standardni odklon (σ) merita, koliko možni donosi odstopajo od pričakovanega. Varianca je tako izračunana kot tehtana vsota kvadratov odklonov možnih donosov od pričakovanega, standardni odklon pa je preprosto kvadratni koren tako izračunane variance. Pri tem velja poudariti, da na ustreznost teh mer tveganja vpliva tudi velikost možnih donosov naložb, ki jih med seboj primerjamo. Problem te primerljivosti pa lahko rešimo tako, da za mero tveganja vzamemo koeficient variance, ki je enak deležu standardnega odklona v pričakovanem donosu. Ker pa posamezniki (investitorji) ne vlagajo vsega svojega denarja v eno samo naložbo, govorimo o tveganju premoženja. Pri tem velja ločiti tisti del tveganja premoženja, ki ga je z diverzifikacijo (razpršitvijo naložb) možno odpraviti (nesistematično tveganje), ter tisti del tveganja premoženja, ki je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj in ga ni mogoče z razpršenostjo naložb odpraviti (sistematično tveganje). Ko govorimo o tveganju premoženja ne moremo mimo koeficienta beta, ki je izredno uporabna mera tveganja, pri tem je obseg tveganja enak obsegu sistematičnega tveganja povprečno tveganih naložb. Tako velja, da je vrednost koeficienta beta med 0 in 1 pri podpovprečno tveganih naložbah, pri nadpovprečno tveganih naložbah pa več kot 1 (Mramor, 1994, str. 77, 79, 80-82, 88, 97-98).

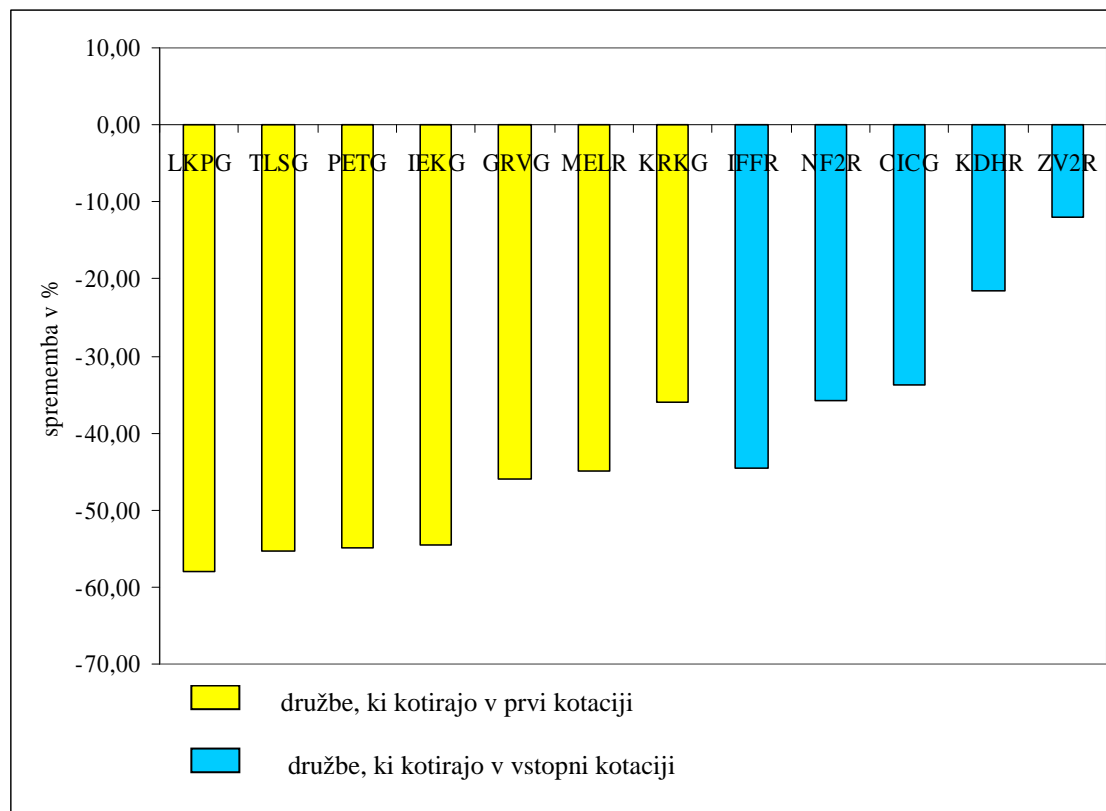
Načeloma naj bi bile družbe, ki spoštujejo določeni kodeks upravljanja in letno objavljajo odstopanja od tega kodeksa, manj tvegane od družb, ki pri svojem poslovanju ne spoštujejo nobenega takega kodeksa. Čeprav bi morali izračunati tveganje kot zgoraj navedeno, pa bom na tem mestu zgolj primerjala gibanje enotnih tečajev (v določenem obdobju) delnic družb, ki kotirajo v Prvi kotaciji z določenimi delnicami z vstopne kotacije, z namenom, da bi prikazali, da neko splošno (slabo) gibanje na svetovnih borza lahko bolj prizadene delnice iz Prve kotacijekot iz vstopne kotacije. Za primerjavo sem vzela nabor delnic vstopne kotacije, ki so izpolnjevale v nadaljevanju predstavljene pogoje:

- Izbrane delnice iz vstopne kotacije so trgovale neprekinjeno¹⁴, saj neprekinjeno trgujejo tudi delnice v prvi kotaciji.
- Izbrane delnice iz vstopne kotacije so trgovale vsaj zadnjih 12 mesecev.
- Izbrane delnice iz vstopne kotacije niso objavile Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, kar pomeni da navedenega kodeksa ne spoštujejo.

Tako določene kriterije je izpolnilo pet delnic iz vstopne kotacije, in sicer:

- Infond Holding, d.d.,
- NFD Holding, d.d.,
- Cinkarna Celje, d.d.,
- KD Holding, d.d. in
- Zvon dva holding, d.d..

Graf 3: Odstotna sprememba enotnih tečajev delnic (17. september 2008 primerjalno z 18. septembrom 2007) pri podjetjih v Prvi kotaciji in vstopni kotaciji



Opombe: LKPG – Luka Koper, d.d.; TLSG – Telekom Slovenije, d.d.; PETG – Petrol, d.d.; IEKG – Intereuropa, d.d.; GRVG – Gorenje, d.d.; MELR – Mercator, d.d.; KRKG – Krka,

¹⁴ V neprekinjeni načinu trgovanja so poleg vrednostnih papirjev, ki so vključeni v indekse Ljubljanske borze, dolžniških vrednostnih papirjev, investicijski kuponi vzajemnih skladov, naložbenih certifikatov in vrednostnih papirjev, ki imajo vzdrževalca likvidnosti, razvrščeni tudi tisti vrednostni papirji, ki izpolnjujejo kriterij globine trga ter kriterij povprečnega števila sklenjenih poslov in/ali kriterij povprečne dnevne vrednosti obsega sklenjenih poslov tako kot to določajo Navodila za indekse, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike (2008, str. 18)

d.d.; IFFR - Infond Holding, d.d.; NF2R - NFD Holding, d.d.; CICG - Cinkarna Celje, d.d.; KDHR - KD Holding, d.d. in ZV2R - Zvon dva holding, d.d..

Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, d.d.

V zgornjem grafu lahko opazimo, da čeprav naj bi bile delnice družb, ki spoštujejo Kodeks upravljanja javnih delniških družb in, ki letno objavljajo odstopanja od tega kodeksa manj tvegane od tistih družb, ki kodeksa ne spoštuje, so delnice družb v Prvi kotaciji, ki so spoštovale kodeks, v zadnjem letu bolj zgubile na vrednosti kot zgoraj našteje delnice iz vstopne kotacije. V povprečju se je enotni tečaj delnice družb v Prvi kotaciji znižal za slabih 50 odstotkov; enotni tečaj izbranih delnic vstopne kotacije pa se je v povprečju znižal za slabih 26 odstotkov. Z izjemo delnice Krke, d.d., so enotni tečaji delnic izbranih družb vstopne kotacije izgubile manj kot enotni tečaji delnic Prve kotacije. Med delnicami Prve kotacije je enotni tečaj delnice Luke koper, d.d. največ izgubil, in sicer 57,92 odstotka. Med delnicami Prve kotacije je najmanj izgubil enotni tečaj delnice Krke, d.d., in sicer 35,91 odstotka, kljub temu je enotni tečaj delnice Krke padel za več kot so padli enotni tečaji delnic NFD Holdinga, d.d., Cinkarne Celje, d.d., KD Holdinga, d.d. in Zvona dva holding, d.d.. Slednji je bil na dan 17.09.2008 za 12,00 odstotkov nižji od enotnega tečaja na dan 18.09.2007.

5.3 Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb pri podjetjih v Prvi kotaciji

Družba mora Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb objaviti najkasneje ob objavi povzetka letnega poročila oziroma po določbah Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki ne predvideva več objave povzetka, pa hkrati z objavo letnega poročila (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 37).

Borza izdajateljem nalaga obvezo, da Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb, vsebovano v letnem poročilu, tudi ločeno javno objavijo (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 37).

Izjava o skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb mora vsebovati (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 37-38):

- navedbo izdajatelja, kateri kodeks uporablja pri svojem poslovanju,
- navedbo, kje je javno dostopen uporabljeni kodeks,
- navedbo datuma sprejema uporabljenega kodeksa,
- navedbo časovnega obdobja, na katerega se izjava nanaša,
- navedbo, ali je od zaključka obračunskega obdobja do objave Izjavo o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb prišlo do kakšnih sprememb in pojasnilo novih odstopanj,
- navedbo, da je izdajatelj z določbami uporabljenega kodeksa popolnoma usklajen oziroma v primeru odstopanj, razkrije določbe kodeksa, ki jih ne spoštuje ter pojasni razloge za odstopanje

Pri navedbi časovnega obdobja velja opozoriti na dejstvo, da je s spremenjenim Zakonom o gospodarskih družbah postala Izjava o upravljanju družbe sestavni del letnega poročila. V omenjeni izjavi izdajatelji tudi navedejo ali sledijo določbam izbranega kodeksa, morebitna odstopanja in razloge zanj tako kot že predhodno navedeno. Iz navedenega torej izhaja, da se Izjava o upravljanju družbe in posledično tudi Izjava o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb nanaša na poslovno leto, ki je obravnavano v letnem poročilu. Ker je za večino družb poslovno leto enako koledarskemu, se torej omenjena izjava nanaša na obdobje od 01.01 do 31.12. posameznega leta.

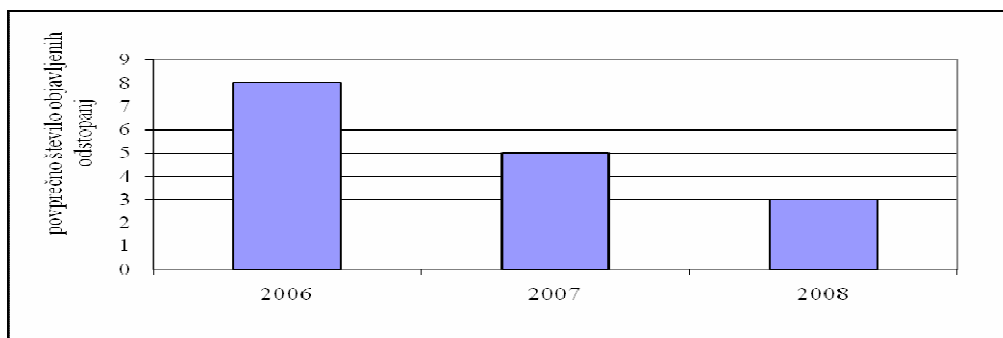
V primeru spremembe Kodeksa javnih delniških družb, borza zahteva od izdajateljev, da v Izjavi o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb navedejo, da je družba z določbami starega kodeksa usklajena, zaradi spremembe Kodeksa javnih delniških družb, pa je prišlo do novih odstopanj. Izdajatelj naj v nadaljevanju ta odstopanja tudi navede ter pojasni razloge za odstopanja (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 37).

Podpisnika Izjave o skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb sta tako uprava kot nadzorni svet družbe (Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje, 2008, str. 38).

5.4 Pregled izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb pri podjetjih v Prvi kotaciji

Pri pregledu Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb zasledim, da le ena družba od sedmih v Prvi kotaciji ni v letnem poročilu družbe navedene izjave vključila v poglavje o upravljanju družbe ali kot samostojno poglavje, ki sledi nekemu širšemu poročilu o upravljanju družbe. Ena izmed sedmih družb pa Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb sploh ni vključila v letno poročilo, ampak je v letnem poročilu zgolj navedla, da je navedena izjava objavljena v sistemu elektronskega obveščanja SEOnet ter na uradnih spletnih straneh družbe.

Graf 4: Povprečno število objavljenih odstopanj od določb Kodeksa upravljanja javnih delniških družb v letih 2006, 2007 in 2008



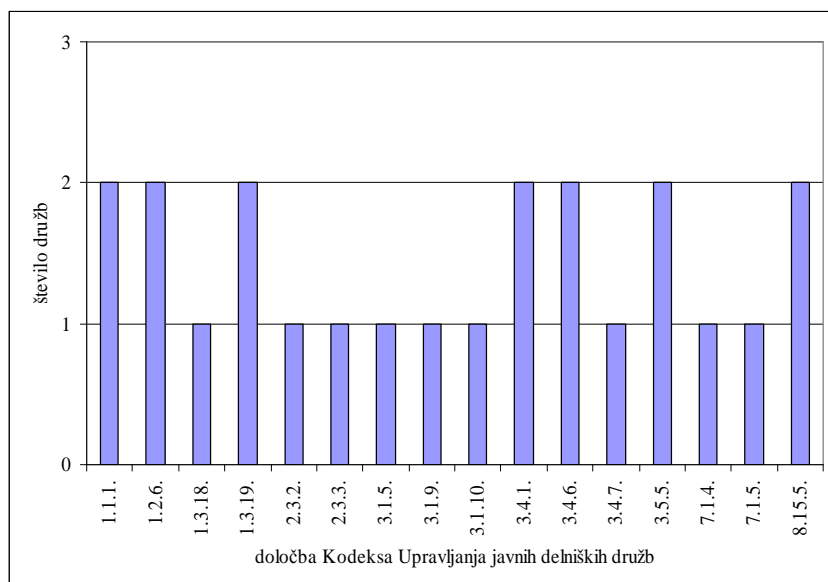
Vir: lastne analize

V zgornjem grafu so upoštevane izjave tistih družb, ki trenutno sestavljajo Prvo kotacijo (torej novembra 2008) in ne družb, ki so v času objav Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb v posameznih letih sestavljale Prvo kotacijo. Čeprav gre večinoma za iste družbe, pa so kljub vsemu opazne določene razlike v sestavi podjetij v Prvi kotaciji po posameznih letih. Tako na primer od marca letošnjega leta družba Merkur, d.d. ni bila več prvi kotaciji. Več o tem, katere družbe sestavljajo Prvo kotacijo sem predstavila v drugem poglavju tega magistrskega dela. Tudi v nadaljevanju bom upoštevala in prikazala zgolj tiste izjave in podatki, ki se nanašajo na družbe, ki trenutno sestavljajo Prvo kotacijo.

Povprečno število objavljenih odstopanj od Kodeksa upravljanja javnih delniških družb se z leti zmanjšuje (graf 4). Tako je na primer družba Gorenje, d.d. v letu 2006 objavila 19 odstopanj, v letu 2008 pa 8 odstopanj od določil Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. Pri nekaterih družbah v Prvi kotaciji je tako prisoten trend zmanjševanja odstopanj od določil kodeksa; pri Krki na primer je število odstopanj v zadnjih treh letih ostalo nespremenjeno (le ene določbe niso izpolnjevali). Mercator je na primer v objavi leta 2006 navedel, da ne izpolnjuje le ene določbe kodeksa, v letu 2007 pa je objavil, da ne izpolnjuje 7 določb kodeksa, vendar je v izjavi navedel, da je nespoštovanje določenih določb posledica sprejema novega Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

V letu 2008 so družbe v Prvi kotaciji objavile, da ne spoštujejo 16 določil Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, v letu 2007 pa je bilo takšnih določb 24.

Graf 5: Število izjavljenih odstopanj pri podjetij v Prvi kotaciji¹⁵ glede na določbo Kodeksa upravljanja javnih delniških družb



Legenda: **1.1.1.** – opredelitev cilja družbe v statutu; **1.2.6.** – spodbujanje delničarjev; **1.3.18.** – volitev članov nadzornega sveta in upravnega odbora; **1.3.19.** – sklep o razrešnici organom

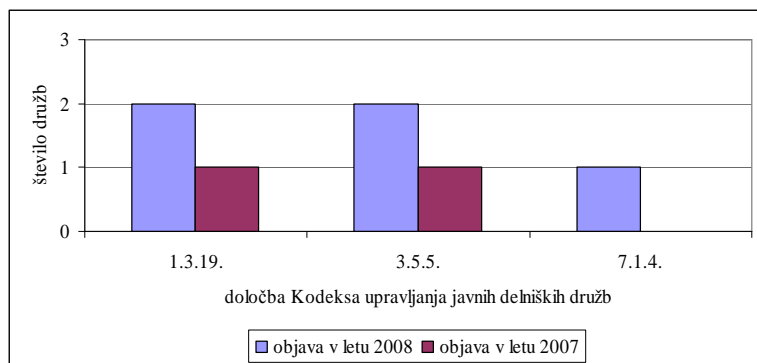
¹⁵ Upoštevane so zadnje objavljene Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

vodenja ali nadzora; **2.3.2.** – način določanja prejemkov uprave; **2.3.3.** – sestava plačil članom uprave; **3.1.5.** – dostopnost poslovnika o delu nadzornega sveta; **3.1.9.** – uporaba informacijske tehnologije za razpošiljanje gradiv, izvedbo sej in glasovanje nadzornega sveta; **3.1.10.** – ocena dela nadzornega sveta; **3.4.1.** – sestava plačil članov nadzornega sveta; **3.4.6.** – zavarovanje odškodninske odgovornosti članov nadzornega sveta; **3.4.7.** – kritje stroškov za zavarovanje odškodninske odgovornosti; **3.5.5.** – presoja in postopanje v primeru nasprotja interesov; **7.1.4.** – prisotnost revizorja na skupščini delničarjev in sejah nadzornega sveta; **7.1.5.** – zamenjava revizijske družbe; **8.15.5.** – notranji akt o omejevanju trgovanja z delnicami družbe

Vir: lastne analize

Kot je razvidno iz zgornjega grafa, pri nobeni določbi Kodeksa upravljanja javnih delniških družb ni zaslediti posebnega odstopanja pri podjetjih v Prvi kotaciji, saj se nobeno odstopanje od posamezne določbe kodeksa ne pojavi več kot pri dveh družbah. Največ odstopanj je zaslediti pri tistih določbah Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki so navedene v 3. poglavju z naslovom Nadzorni svet. Nobeno izmed podjetji v Prvi kotaciji pa ni navedlo, da bi odstopalo od katerihkoli določb 4., 5. in 6. poglavja, ki urejajo področje sodelovanja med upravo in nadzornim svetom, upravni odbor in povezane družbe.

Graf 6: Število izjavljenih odstopanj pri podjetjih v Prvi kotaciji¹⁶ glede na določbo Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki beleži večje število objavljenih odstopanj kot v predhodnem letu



Legenda: 1.3.19. – sklep o razrešnici organom vodenja ali nadzora; 3.5.5. – presoja in postopanje v primeru nasprotja interesov; 7.1.4. – prisotnost revizorja na skupščini delničarjev in sejah nadzornega sveta

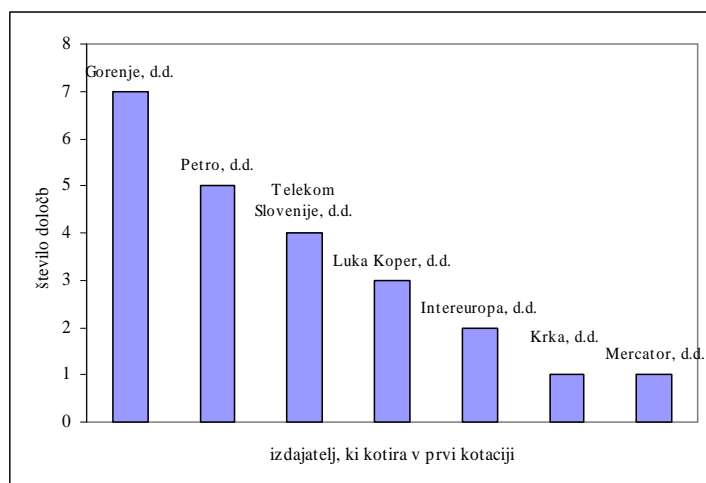
Vir: lastne analize

Čeprav je prisoten trend v zmanjševanju števila objavljenih odstopanj, pa je bilo za določene odstopanja, ki so bila objavljena v letu 2008 opaziti ravno nasprotno (graf 6). Tako nobena od

¹⁶ Upoštewane so Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb objavljene v letu 2007 in v letu 2008, pri katerih se uporablja trenutno veljaven kodeks z začetkom veljavnosti 05.02.2007.

sedmih družb v Prvi kotaciji v letu 2007 ni objavila, da ne spoštuje določbe 7.1.4., ki ureja prisotnost revizorja na skupščini delničarjev in sejah nadzornega sveta. Nespoštovanje določbe 1.3.19. in 3.5.5. je v letu 2008 prav tako objavilo več podjetij kot v letu poprej. Navedeni podatek bi lahko nakazoval tudi na to, da družbe, ki so navedeno odstopanje od določene določbe objavile v letu 2008, te določbe niso spoštovale niti v letu 2007, vendar takrat tega niso objavile.

Graf 7: Število izjavljenih odstopanj pri podjetjih v Prvi kotaciji¹⁷ glede na posamezno javno družbo, ki kotira v prvi kotaciji



Vir: lastne analize

Kot prikazano v zgornjem grafu je v letu 2008 največ izjavljenih odstopanj objavilo podjetje Gorenje, d.d., sledila sta Petrol, d.d. in Telekom Slovenije, d.d.. Tako Krka, d.d. kot tudi Mercator, d.d. pa sta objavila najmanj odstopanj od Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, in sicer po eno vsaka družba.

Iz zgoraj prikazanih grafov bi sledilo, da izdajatelji v Prvi kotaciji izpolnjujejo vse ostale določbe Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, vendar na žalost temu ni tako. Lahko bi rekla, da izdajatelji v prizadevanju, da bi bile Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb čim krajše in temu primerno, da bi naredile boljši vtis na širšo investicijsko javnost, skušajo zmanjšati število pojasnil na minimum ter posledično ne pojasnijo določenih določb kodeksa, ki jih sicer ne izpolnjujejo.

Primer neizpolnjevanja določb Kodeksa upravljanja javnih delniških družb lahko tako na primer zasledimo pri določbi 1.1.1..., ki določa osnovni cilj družbe.

Določba 1.1.1. je bila v Kodeks upravljanja javnih delniških družb vnesena v skladu s predlogom skupine strokovnjakov, ki je poudarjala, da je Zakon o gospodarskih družbah podrobno na tem področju nedorečen (Pregelj in Cankar, 2006, str. 103).

¹⁷ Upoštewane so zadnje objavljene Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

V določbi 1.1.1. Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 7) je namreč zapisano: »Osnovni cilj delniške družbe, ki opravlja pridobitno dejavnost, je maksimiranje vrednosti družbe. Ta in drugi cilji, ki jih družba zasleduje pri opravljanju svoje dejavnosti, naj bodo zapisani v statutu družbe.«

Da družbe ne spoštujejo določbe 1.1.1., vendar tega ne objavijo, sta izpostavili tudi Pregelj in Cankar (2006, str. 103), ki sta pri pregledu Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb objavljenih v letu 2006 ugotovili, da je 12 izdajateljev od 26 izdajateljev v prvi in bivši borzni kotaciji objavilo odstopanje od te določbe, vendar se je pri pregledu objavljenih izjav izkazalo, da izmed 14-ih družb, ki odstopanja od te določbe niso objavila, le ena družba taka, ki je določbo 1.1.1. dejansko spoštovala.

V zadnji objavljeni izjavi sta dve družbi od sedmih navedli, da določbe 1.1.1. ne spoštuje ter sta pojasnili razloge za odstopanje. Pri pregledu statotov družb v Prvi kotaciji pa sem zasledila, da so od preostalih petih družb, ki v svoji Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, niso navedle odstopanja od te določbe, dejansko dve podjetji odstopali od te določbe, saj v njihovem statutu ni bil naveden kot osnovni cilj družbe maksimiranje vrednosti družbe.

Določba 8.17.2. Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (2007, str. 31) pa določa: »Družba naj na spletnih straneh objavi ime in kontaktne informacije osebe, ki je zadolžena za odnose z vlagatelji, zlasti v primeru, ko družba ne zagotavlja enakovredne vsebine spletne strani tudi v angleškem jeziku.«

Nobeno od sedmih podjetij v Prvi kotaciji v Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb ni navedlo, da zgoraj zapisane določbe kodeksa ne bi izpolnjevalo. Pregled spletnih strani družb v Prvi kotaciji pa razkrije, da dejansko dve družbi od sedmih nista izpolnjevali omenjene določbe.

6 SEONET KOT ORODJE ZA KOMUNICIRANJE S ŠIRŠO INVESTICIJSKO JAVNOSTJO

SEOnet je elektronski sistem obveščanja Ljubljanske borze, d.d., ki je dosegljiv preko spletne strani borze in je za vlagatelje povsem brezplačen. SEOnet je Ljubljanska borza, d.d. prvič predstavila v letu 2002. Velja poudariti, da pri SEOnetu sicer načeloma ne moramo govoriti o sistemu komuniciranja z vlagatelji oziroma z vso zainteresirano javnostjo, saj gre pri komuniciranju za dvosmerno komunikacijo in ena osnovni značilnosti komuniciranja je prejemanje povratnih informacij. Pri sistemu SEOnet gre za obveščanje, saj družbe o objavljenih informacijah ne dobijo povratne informacije s strani zainteresirane javnosti¹⁸. Sistem SEOnet omogoča hitro razpršitev informacij ter enakovredno obravnavanje vseh vlagateljev oziroma zainteresirane javnosti (Meža, 2006, str. 73).

¹⁸ Neke vrste povratne informacije pa se vsekakor odražajo na gibanju tečaja delnice družbe, ki je določeno informacijo objavila.

V zadnjih letih je SEOnet prevzel pomembno vlogo pri obveščanju javnosti. Če je pred leti veljalo, da so podjetja svoje izkaze in poročila objavljala v največjih slovenskih dnevnikih. Se je ta trend v zadnjih letih krepko spremenil. Po eni strani, kar so tako zahteve borze kot zakonodaje povečale. Po drugi strani pa sama podjetja ne objavljajo več suhoparnih računovodskih bilanc. Ker pa se je količina objavljenih informacije v zadnjih letih nedvomno povečala, je takšen elektronski medij dobrodošla sprememba. Po eni strani, ker omogoča objavo poročil, ki obsegajo sto strani in več – kar bi bilo nekoliko neizvedljivo objaviti v določenem dnevniku. Po drugi strani tudi cenoven vidik govori v prid objavljanju v SEOnet-u, saj je primerjava med tarifami skoraj neprimerljiva.

Pomembna prednost objavljanja na SEOnet-u je tudi takojšnja objava. Pomembne informacije morajo podjetja objaviti v čim krajšem času. Pri objavi v dnevnikih pa ne moremo zagotoviti takojšnje objave. Če želi podjetje poročati o sklepih nadzornega sveta, ki se je končal v ponedeljek ob devetih zvečer, bi to zahtevalo takojšnje posredovanje v uredništvo tiskanega medija, saj mora tudi slednji pripraviti postavitev za tiskanje. Pri objavljanju na SEOnet-u te težave ni, saj lahko podjetje objavo izvede do trgovanja naslednjega dne, to bi bilo torka. Tako je objava v ponedeljek med 13:30 in 16:00 enakovredna objavi v torek med 8:15 in 9:15. To je še posebej pomembno pri tistih dogodkih, ki se zgodijo v popoldanskem oziroma večernem času.

Fleksibilnost elektronskega sistema SEOnet ima nedvomno še druge prednosti. Med ostalim omogoča zainteresirani javnosti vpogled v vse objave za nazaj s preprostim klikom na arhiv. Omogoča iskanje objav po posameznih podjetjih, posebno iskanje po letnih in polletnih poročilih, iskanje objav v angleškem jeziku in drugo. Sam sistem omogoča tudi brezplačno prejemanje vseh objavljenih sporočil preko elektronske pošte. Vse naštetе lastnosti predstavljajo nedvomno prednost elektronskega sistema pred objavljanjem sporočil v dnevniku.

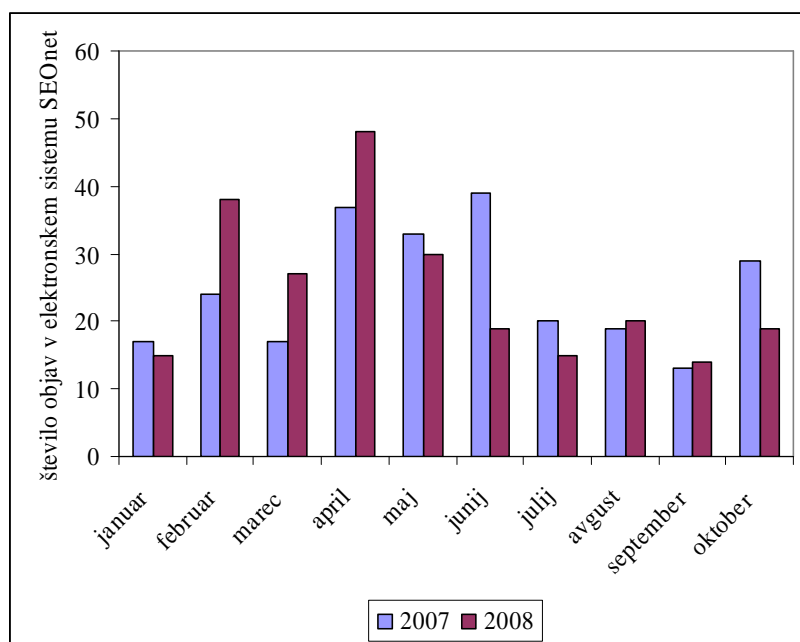
Tudi v Italiji je vzpostavljen podoben sistem, gre za sistem NIS (angl. Network Information System). Preko tega sistema družbe objavljajo sporočila in poročila. Dostop do cenovno občutljivih informacij je omogočen s spletne strani italijanske borze, in sicer v rubriki Sporočila o cenovno občutljivih informacijah (ital. Comunicati Price Sensitive¹⁹), vendar se je potrebno za dostop do teh informacij registrirati¹⁹ (Conoscere la borsa e gli strumenti finanziari, 2007, str. 21-22).

V obdobju od januarja do oktobra 2007 so podjetja v Prvi kotaciji v elektronskem sistemu SEOnet objavila 248 objav v slovenskem jeziku. Le tri objave manj so objavila podjetja v Prvi kotaciji v istem obdobju letošnjega leta. Čeprav bi iz navedenega lahko sklepali, da se je dejansko število slovenskih objav v elektronskem sistemu SEOnet pri podjetjih v Prvi kotaciji zmanjšalo, pa moramo upoštevati tudi dejstvo, da je v letu 2007 v povprečju Prvo kotacijo sestavljajo osem podjetji, v obdobju od januarja do oktobra leta 2008 pa sedem. Torej se je

¹⁹ Do informacij v elektronskem sistemu SEOnet pa lahko zainteresirana javnost dostopa brez predhodne registracije.

povprečno število slovenskih objav posameznega izdajatelja v Prvi kotaciji v obdobju od januarja do oktobra leta 2008 glede na isto obdobje leta 2007 povečalo. V povprečju je tako v obdobju od januarja do oktobra leta 2007 posamezen izdajatelj Prve kotacije objavil 31 slovenskih objav v elektronskem sistemu SEOnet, v istem obdobju leta 2008 pa 35.

Graf 8: Število slovenskih objav v elektronskem sistemu SEOnet v letih 2007 in 2008 pri podjetjih v Prvi kotaciji



Vir: lastne analize

Kot lahko vidimo v zgornjem grafu so v obdobju od januarja do oktobra leta 2008 izdajatelji v Prvi kotaciji objavili največ slovenskih objav v mesecu aprilu, predvsem na račun objav povzetkov letnih poročil (6 od 48 objav v aprilu 2008) ter na račun objav Izjav o skladnosti s kodeksom (4 od 48 objav v aprilu 2008). V obdobju januar-oktober 2007 so izdajatelji v Prvi kotaciji objavili največ slovenskih objav v mesecu juniju, sledil pa je april. Pri tem pa velja opozoriti, da je od 01.04.2007 do 30.04.2007 prvo kotacijo sestavljalo osem družb, v juniju 2007 pa je Prvo kotacijo sestavljalo devet družb. Zanimivo je tudi dejstvo, da so izdajatelji v Prvi kotaciji objavili v obdobju od januarja do oktobra tako leta 2007 kot tudi leta 2008 najmanj sporočil v mesecu septembru.

7 ANALIZA SPLETNIH STRANI PODJETIJ VKLJUČENIH V PRVO KOTACIJO LJUBLJANSKE BORZE, D.D.

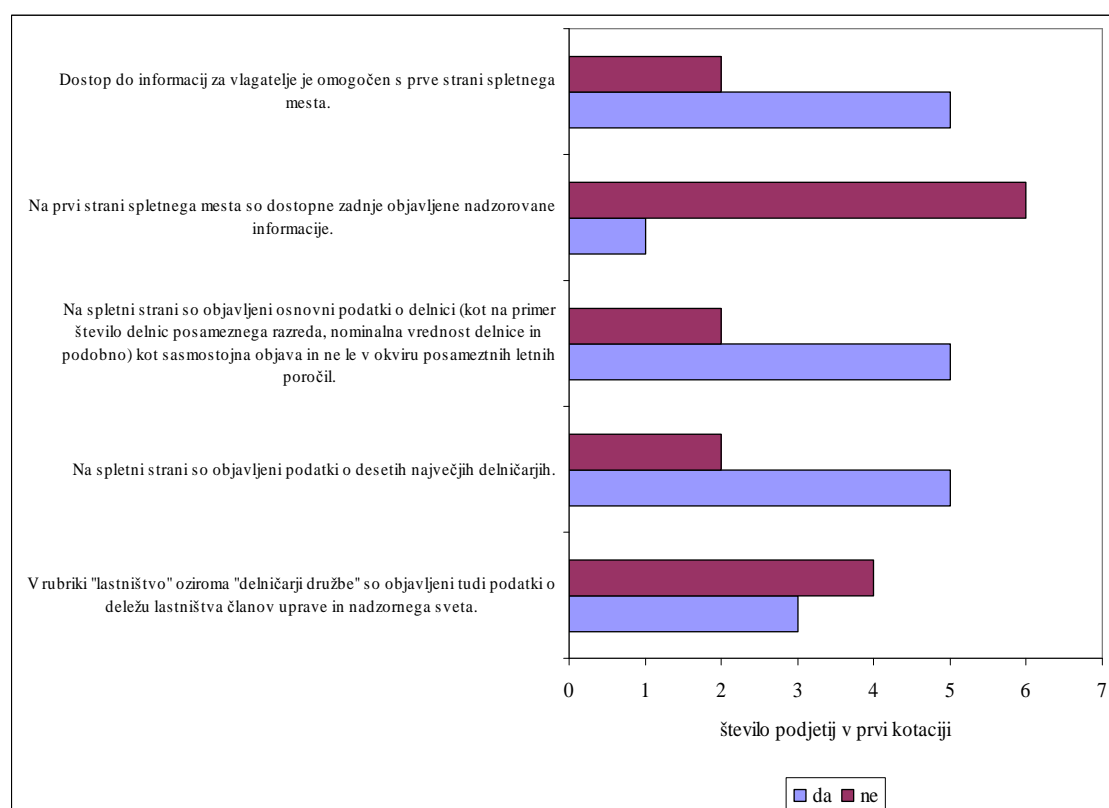
Na splošno lahko trdim, da imajo spletne strani družb vključenih v Prvo kotacijo približno enako strukturo rubrike, ki podrobneje predstavlja informacije za investitorje. Družbe v takšni rubriki objavljajo informacije o skupščini, letna in druga poročila, javne objave, podatke o delnici in drugo. Do vseh informacij je preko različnih padajočih seznamov razmeroma lahko dostopati. Nekoliko bolj problematičen je dostop do Izjav o spoštovanju Kodeksa upravljanja

javnih delniški družb, kot bom prikazala tudi v nadaljevanju tega poglavja, saj si družbe niso enotne v tem, kje točno na uradni spletni strani naj bi objavile omenjeno izjavo. Nekatere družbe jo objavljajo v rubriki namenjenimi investitorjem, druge pa ne. Nekatere izjave so dostopne z enim samim klikom, druge je potrebno iskati.

Spletne strani podjetji vključenih v Prvo kotacijo vključuje zajeten nabor informacij za vlagatelje, ki vsekakor presegajo zakonska določila, saj sama zakonodaja kot tudi drugi predpisi ne določajo nabor podatkov, ki jih mora javna družba objaviti na svoji uradni spletni strani (z izjemo nadzorovanih informacij, če so se odločila, da bodo nadzorovane informacije objavljala na svoji uradni spletni strani).

Pred revizijo je Kodeks javnih delniških družb v svoji določbi 7.5 določal, katere ključne podatke in informacije o družbi in poslovanju naj družba objavi na svojih uradnih spletnih straneh. Ker se je stanje na področju informacijske tehnologije v zadnjih letih v Sloveniji precej izboljšalo, prenovljen Kodeks upravljanja javnih delniških družb ne določa več, katere podatke in informacije naj javne družbe objavijo na svojih uradnih spletnih straneh (Pregelj in Cankar, 2006, str. 117-118).

Graf 9: Analiza uradnih spletnih strani podjetij vključenih v Prvo kotacijo



Vir: lastne analize

Kot lahko vidimo v zgorajnjem grafu pri večini podjetij v Prvi kotaciji dostopamo do informacij za vlagatelje kar iz prve strani spletnega mesta. Prvi dveh od sedmih podjetij Prve

kotacije je prva spletna stran spletnega mesta namenjena njihovi osnovni dejavnosti, preko izbire podjetja oziroma skupine pa tudi pri teh podjetjih nadalje lahko dostopamo do informacij, ki so namenjene vlagateljem.

Zanimiv podatek, ki izhaja iz zgornjega grafa, je da kar šest od sedmih podjetij v Prvi kotaciji na prvi strani spletnega mesta ne omogoča dostop do zadnje objavljenih nadzorovanih informacij. Pri tem dva od šestih podjetij, ki sicer ne omogočajo dostopa do zadnje objavljenih nadzorovanih informacij na prvi strani spletnega mesta, dejansko objavljajo nekatere nadzorovane informacije na prvi strani spletnega mesta. Zanimivo je tudi dejstvo, da edino podjetje, ki omogoča dostop do nadzorovanih informacij iz prve strani spletnega mesta, v bistvu sploh nima na prvi strani dostopa do informacij za vlagatelje, tako kot predstavljeno v predhodnem odstavku.

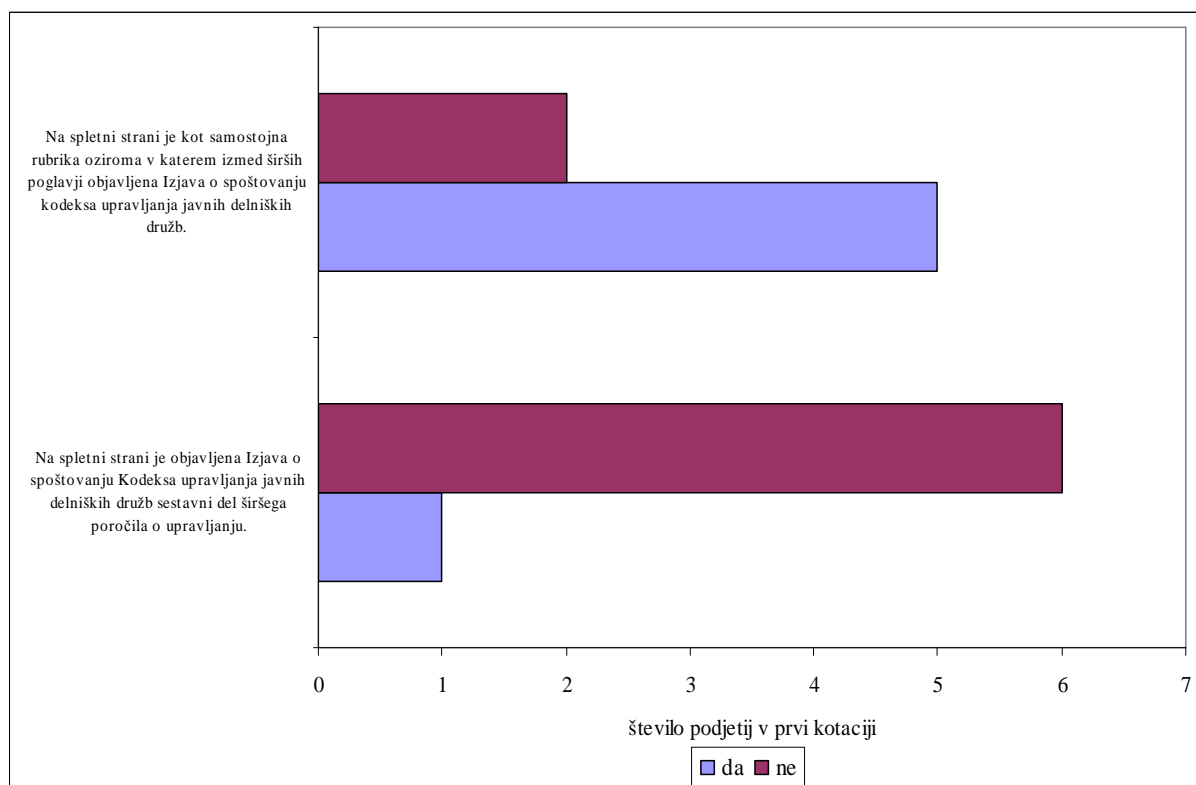
Ene izmed ključnih informacij pri podjetjih, ki kotirajo na borzi, so nedvomno tudi informacije o delnicah (kot na primer število izdanih delnic, razredi delnic, število delnic posameznega razreda, nominalna vrednost delnice in druge podobne informacije). Kot lahko vidimo v zgornjem grafu pet od sedmih izdajateljev objavlja na uradni spletni strani družbe omenjene podatke v rubriki, ki je posebej namenjena investitorjem.

Pri podatkih o lastniški strukturi, lahko v zgornjem grafu vidimo, da kar štiri od sedmih izdajateljev v Prvi kotaciji na svoji uradni spletni strani v rubriki "lastništvo" oziroma "delničarji družbe" ne objavlja podatke o številu delnic v lasti članov nadzornega sveta in članov uprave. Čeprav so člani uprave in člani nadzornega sveta v skladu z veljavno zakonodajo dolžni javno družbo obvestiti o vsaki spremembi lastništva ter so javne družbe dolžne na podlagi tako prejetih obvestil, te informacije tudi objaviti, bi bilo pravilno da bi bile take informacije, objavljene ne zgolj v letnih, polletnih in medletnih poročilih ter sproti ob vsaki spremembi na mestu, kjer družba tudi drugače objavlja nadzorovane informacije, ampak da bi bili podatki o številu delnic v lasti članov nadzornega sveta in članov uprave sestavni del rubrike, ki podaja podatke o lastniški strukturi družbe. Še toliko bolj transparentno bi bilo, da bi bili ti podatki ažurnirani, in ne le, da zgolj prikazujejo stanje lastništva članov uprave in nadzornega sveta na primer dan 30.06., ampak da bi ti podatki vsebovali tudi vse spremembe, ki so se od zadnjega poročanja v letnem, polletnem ali medletnem poročilu, dogodile. Tako na primer bi javna družba objavila tako v polletnem poročilu kot tudi na svoji uradni spletni strani podatke na dan 30.06.. Če bi nato v obdobju do naslednjega poročanja, to je 30.09. prišlo do kakšnih sprememb (ki bi jih seveda kot nadzorovano informacijo javna družba v skladu z zakonom tudi objavila), na primer da bi posamezni član na dan 30.08. odsvojil določeno število delnic, bi na spletni strani objavljeno lastniško strukturo ažurnirali s podatki o spremembi lastništva člana nadzornega sveta, torej bi javna družba na spletni strani objavila število delnic v lasti članov uprave in nadzornega sveta na dan 30.08.. Podobno logiko bi lahko, predvsem z namenom zagotavljanja čim lažjega dostopa do informacij, uporabili tudi pri objavi lastniške strukture in lastništva desetih največjih delničarjev na uradni spletni strani družbe. Tako bi bilo omogočeno, da posameznik, ki ga zanima lastniška struktura javne družbe, ne rabi pregledovati objav o nadzorovanih informacijah za nazaj, zato, da bi preveril ali se je na spletni strani objavljena lastniška struktura bistveno spremenila, saj bi v rubriki "lastništvo" oziroma "delničarji družbe" dostopal do razmeroma ažurniranih podatkov.

Seveda, bi se tako objavljena lastniška struktura na uradni spletni strani izdajatelja, spreminjala oziroma ažurnirala le v primeru večjih sprememb, torej tistih sprememb v lastniški strukturi, ki jih na podlagi prejetih obvestil, javna družba kot nadzorovane informacije tudi objavi.

V zgornjem grafikonu pa lahko poleg tega zasledimo, da kar dve od sedmih izdajateljev v Prvi kotaciji na svoji uradni spletni strani ne objavlja podatkov o desetih največjih delničarjih. Podatek je kar presenetljiv, saj je bil v starih Pravilih borze ta podatek ključen element letnih in polletnih poročil. Najbolj presenetljiv podatek pa je, da ena javna družba iz Prve kotacije na svoji uradni spletni strani sploh nima rubrike, ki bi podrobneje predstavljala lastniško strukturo družbe.

Graf 10: Analiza uradnih spletnih strani podjetji vključenih v Prvo kotacijo v povezavi z objavo Izjave o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb



Vir: lastne analize

V grafu številka 10 lahko zasledimo, da je pri petih od sedmih podjetij vključenih v Prvo kotacijo Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb dostopna na uradni spletni strani družbe v zato posebej označeni rubriki oziroma del kakšnega širšega poglavja, na primer poglavja o upravljanju družbe. Pri dveh podjetjih izmed sedmih je namreč Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb objavljena zgolj v rubriki "javne objave". Čeprav ne zakon, ne borzna priporočila ali sam Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ne določajo kako in kje naj bo objavljena Izjava o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb, menim, da naj bi slednja zasedla "pomembno" mesto na uradnih spletnih

straneh družb, bodisi kot pod samostojna rubrika ali v kateri širši rubriki. Vsekakor ni primerno, da je Izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb objavljena zgolj v rubriki "javnih objav", saj je tako otežen dostop do objavljene izjave, saj mora posameznik pregledovati vse objave za nazaj oziroma mora vedeti točen datum oziroma mesec objave; predvsem problematično je to še posebej, če javna družba v rubriki "javne objave" nima tudi kakšnega iskalnika, ki omogoča iskanje po kategorijah objav.

Poleg tega lahko iz zgornjega grafa razberem, da kar šest od sedmih izdajateljev v Prvi kotaciji na svoji uradni spletni strani objavljajo le Izjavo o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb in ne Poročila o upravljanju. Nekatere javne družbe iz Prve kotacije sicer na svojih spletnih straneh namenijo nekaj stavkov tudi upravljanju družbe, vendar je le ena družba iz Prve kotacije objavila podrobnejše podatke o upravljanju družbe ter v okviru tako oblikovane rubrike objavila tudi Izjavo o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki tako pomembno dopolnjuje rubriko, ki ureja področje upravljanja družbe.

Tudi raziskave so pokazale, da je uporaba interneta velika prednost, saj omogoča boljše dvosmerno komuniciranje. Tehnologija, ki preko interneta omogoča, da so skoraj vse informacije dostopne takoj in komurkoli, spreminja delo služb za odnose z javnostmi. Internet pa omogoča tudi, da se razpošlje in pridobi veliko več podatkov in informacij kot kadarkoli prej (Cutlip, Center & Broom, 1999, str. 285-287).

Prav zaradi vsega tega in tudi drugih prednostih, ki jih ima internet, bi morala javne družbe nameniti prav posebno pozornost pri oblikovanju svojih spletnih strani in na splošno pri komuniciranju oziroma posredovanju sporočil finančnim in tudi drugimi javnostmi preko vseh elektronskih kanalov, kot so na primer elektronska sporočila, spletne strani, elektronski sistem SEOnet in drugo.

8 PRIMERI NEUČINKOVITEGA KOMUNICIRANJA

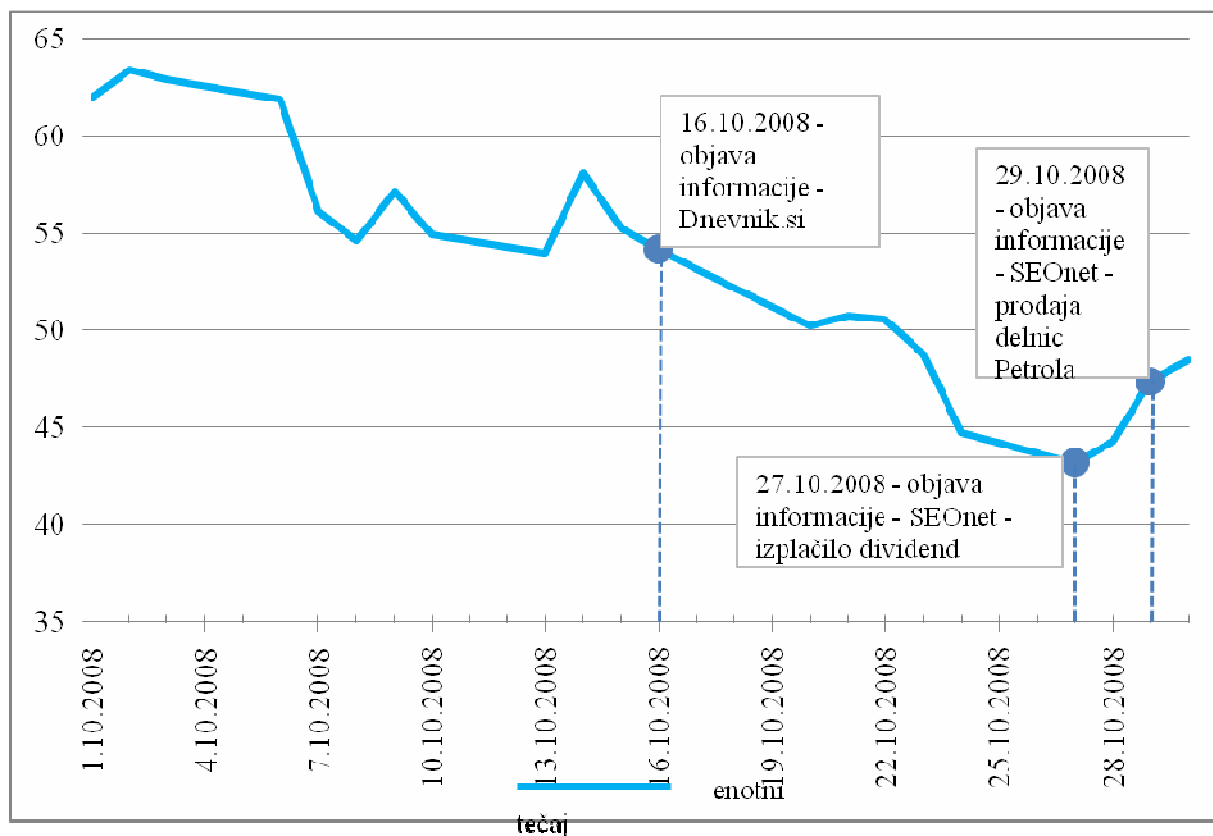
Kot že omenjeno, so javne družbe vsekakor dolžne komentirati govornice oziroma navedbe v medijih, če javna družba teh informacij seveda ni že prej na ustrezen način objavila, komentirati na ustrezen način, torej ne preko medijev, ampak preko izbranega mesta za posredovanje nadzorovanih informacij. Pri tem pa velja posebej poudariti, da je vsekakor bolj primerno in pravilno, da javne družbe svoje pomembne informacije že takoj objavijo na ustrezen način, saj to zahteva tudi zakonodaja, torej, da ne prihaja do primerov, ko mediji "izbrskajo" določeno ključno informacijo o poslovanju podjetja, ki se seveda izkaže kot resnična, javne družbe pa te informacije niso predhodno objavile na ustrezen način.

Tako bi kot primer neuspešnega komuniciranja z zainteresiranimi javnostmi lahko označila zadnje dogodke glede poslovanja družbe Istrabenz, d.d., ki sicer ne kotira v Prvi kotaciji. Vendar so družbe ne glede na segment kotacije, dolžne zagotoviti, da investitorji na ustrezen način prejmejo vse pomembne informacije o podjetju. Torej so družbe, ne glede na segment kotacije, dolžne o pomembnih informacijah in na ustrezen način (torej na mestu, kjer družba tudi sicer objavlja svoje nadzorovane informacije) obveščati javnost.

16. oktobra je bilo na spletni strani časnika Dnevnik.si (2008) objavljena informacija oziroma namigovanja, da ima družba Istrabenz, d.d. težave pri zagotavljanju sredstev za izplačilo dividend. Družba naj bi namreč začasno prodala 6,5 milijona evrov vreden paket Petrolovih delnic, saj naj bi družba potrebovala sredstva za izplačilo dividend, za katere naj bi bila družba prisiljena tudi v zadolževanja.

Kljub temu, da so bile trditve, ki so se pojavile, kar enajst dni pred samim izplačilom dividend, resnične, in bi zato podjetje moralo komentirati te trditve, je družba šele dne 29. oktobra 2008 v Sistemu elektronskega obveščanja SEOnet objavila informacijo o začasni prodaji delnic družbe Petrol, d.d., in sicer: »Holdinška družba Istrabenz, d.d., Koper obvešča zainteresirane javnosti, da je dne 28.10.2008 začasno odsvojila 4,81-odstotni delež oziroma 100.345 delnic izdajatelja Petrol, slovenska energetska družba, d.d., Ljubljana (oznaka delnice: PETG). Družba je delnice odsvojila na podlagi Pogodbe o prodaji in re-odkupu sklenjene z NLB, d.d., Ljubljana skladno s katero glasovalne pravice in druge upravljaljske pravice iz tako prenesenih delnic pripadajo holdinški družbi Istrabenz, d.d. Po opravljeni odsvojitvi je holdinška družba Istrabenz, d.d., imetnica še 201.209 delnic PETG, kar predstavlja 9,64-odstotni delež vseh izdanih delnic izdajatelja Petrol, slovenska energetska družba, d.d.«

Graf 11: **Objava informacije v sistemu elektronskega obveščanja SEOnet ter objava informacij v medijih ter gibanje cene delnice družbe Istrabenz, d.d.**



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, d.d.

Kot lahko vidimo v spodnje grafu, je pri objavi informacije prišlo do kar velikega razkoraka. Čeprav gre v tem primeru sicer za podjetje, ki ne kotira v Prvi kotaciji, je to vsekakor primer neučinkovitega obveščanja širše investicijske javnosti, ki si jo vsekakor ne sme privoščiti podjetje v Prvi kotaciji kot tudi druga podjetja, ki kotirajo v standardni kotaciji, tako kot družba Istrabenz, d.d.. Pravila in priporočila, ki urejajo to področje so jasna, zato je nerazumljivo, da si družba, ki že več let kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, privošči takšno neupoštevanje borznih priporočil.

Da dejansko družba Istrabenz, d.d. v obdobju od 16. oktobra 2008, ko je bila informacija o težavah z izplačilom dividend in o posledični prodaji delnic Petrola, d.d., objavljena v javnosti s strani novinarjev, pa do 29. oktobra 2008, ko je informacijo o začasni prodaji delnic Petrola, d.d. objavila družba v sistemu elektronskega obveščanja SEOnet, ni družba objavila nobene replike na objavljeni članek v medijih, priča spodnja tabela, kjer so po datumih navede vse (slovenske) objave družbe Istrabenz, d.d. preko sistema elektronskega obveščanja SEO net.

Tabela 3: Objave družbe Istrabenz, d.d. v sistemu elektronskega obveščanja SEOnet v obdobju od 16. oktobra 2008 do 29. oktobra 2009

datum	Naslov javne objave v sistemu elektronskega obveščanja SEOnet
16.10.2008	Informacija o vplivu finančne krize na poslovanje Skupine Istrabenz
	Obvestilo o prejeti tožbi za razveljavitev sklepov 12. Skupščine delničarjev
	Obvestilo o prejetemu predlogu za imenovanje izrednega revizorja
17.10.2008	Pojasnilo na članek v današnjem časopisu Delo z naslovom »Bavčar prodaja vsevprek ...«
	Opomba: Članek objavljen v časopisu Delo omenja probleme, s katerimi naj bi se družba srečevala pri izplačilu dividend. Trditev novinarja, da družbi manjka denar oziroma da se bo moral dodatno zadolžiti, je družba Istrabenz v objavi svojega sporočila v Sistemu elektronskega obveščanja označila za napačne.
20.10.2008	Objava informacije glede pridobivanja lastnih delnic
	Pojasnilo na članek v današnjem Dnevniku
24.10.2008	Objava informacije glede pridobivanja lastnih delnic
	Obvestilo o pomembnih deležih
27.10.2008	Informacija o izplačilu dividende
29.10.2008	Informacija o pomembnem poslovnem dogodku
	Opomba: Objava informacije o začasni prodaji delnic Petrola, d.d.

Vir: Sistem elektronskega obveščanja SEOne

Pri tem velja poudariti, da je družba Istrabenz, d.d. kot mesto objave nadzorovanih informacij poleg uradne spletne strani družbe (www.istrabenz.si) in časnika Delo (zgolj za sklice skupščin) kot mesto objave nadzorovanih informacij navedlo tudi sistem elektronskega obveščanja SEOnet (Spletna stran Ljubljanske borze, d.d.). Torej bi, če bi družba v skladu z

priporočili borze, komentiralo članek objavljen 16. Oktobra 2008, bi bila taka objava objavljena tudi v sistemu SEOnet, kot pa lahko vidimo v spodnji tabeli temu ni bilo tako.

Vsekakor bi morala javna družba tako pomembne informacije, ki so se pojavile v medijih, več kot deset dni pred objavo v sistemu SEOnet, komentirati takoj ko so se zgodile. Z ene strani bi bilo to bolj pravilno in korektno v smislu zagotavljanja enakomerne obveščenosti javnosti. Po drugi strani pa sama borza zahteva, da javne družbe nemudoma komentirajo tiste govornice in članke v medijih, ki so resnični.

SKLEP

Kljub pričakovanju, da bo Zakon o trgu finančnih instrumentov pomembno izboljšal področje obveščanja, odpravil neskladja, ki so veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev ter prevzel dobro prakso, ki jo je vpeljala Ljubljanska borza, d.d., žal temu ni tako. Na novo sprejeti zakon je na določenih področjih precej pomanjkljiv, v nasprotju z Zakonom o gospodarskih družbah ter sam s sabo. Ker pa se je spremenil Zakon o trgu finančnih instrumentov, ki je zamenjal Zakon o trgu vrednostnih papirjev, bi lahko pričakovali, da se bo spremenil tudi Zakon o gospodarskih družbah, ki je v določenih primerih v skladu Zakonom o trgu vrednostnih papirjev in ne v skladu z novim zakonom.

Kljub temu pa lahko izpostavim nekatere prednosti novega zakona, kot je na primer krajši čas za objavo letnega poročila ali dejstvo, da javnim družbam ni več potrebno objavljati povzetka letnega in polletnega poročila. Povzetki letnih in polletnih poročil v zadnjih letih so postali že tako obširni, po drugi strani pa javna družba v času, ko je objavljala povzetek letnega oziroma polletnega poročila, je vsekakor razpolagala s celotnim letnim oziroma polletnim poročilom.

Med večjimi pomanjkljivostmi nove zakonodaje je dejstvo, da ta ne določa nekega osnovnega nabora podatkov (če ne upoštevamo tistega nabora podatkov, ki ga določa že Zakon o gospodarskih družbah), ki naj bodo vsebovani v letnih oziroma polletnih poročilih. Tudi v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev, sam zakon oziroma njegovi pripadajoči sklep ni posvečal večje pozornosti obveznim podatkom v letnih in polletnih poročilih, je pa to borza podrobneje urejala v svojih pravilih. Ker pa so bile družbe dolžne spoštovati tudi borzna pravila, je v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev, obstajal nek nabor osnovnih podatkov, ki morajo biti sestavni del letnih in polletnih poročil (oziroma njihovih povzetkov). Tako "svobodno" določanje vsebin kot ga predvideva Zakon o trgu finančnih instrumentov, pa mogoče še ni primeren za razmere, ki veljajo v Sloveniji, kjer se še vedno srečujemo s primeri neučinkovitega komuniciranja in obveščanja, sumi zlorabe notranjih informacij in drugo.

Med največjo pomanjkljivost Zakona o trgu finančnih instrumentov pa bi posebej izpostavila dejstvo, da slednji ne določi enotnega mesta za objavo nadzorovanih informacij. Z ene strani prepušča izbiro mesta objave samim izdajateljem, z druge strani pa pri objavi notranjih informacij (ki so hkrati nadzorovane informacije) zahteva, da so slednje objavljene tudi na spletni strani družbe. Prav tako pa od izdajateljev zahteva, da v obvestilo o nadzorovanih informacijah objavijo, da bo informacija objavljena tudi na spletni strani družbe. Torej je Zakon o trgu finančnih instrumentov na tem področju nekoliko nedorečen. Poleg tega za vse vrste nadzorovanih informacij ne določa enotnega roka, v katerem morajo biti nadzorovane informacije po objavi še dostopne. Za določene objave velja rok petih let, za druge zakon ne določa roka. Nekoliko bolj uredi to "zmedo" Agencija, ki pravi, da velja kot ustrezno, če javne družbe v svojem obvestilu objavijo, da bo nadzorovana informacija dostopna javnosti še nadaljnjih pet let.

Med pomanjkljivosti ali razlike novega zakon v primerjavi s starim bi omenila tudi dejstvo, da nov zakon sploh ne zahteva, da javne družbe pred objavo posredujejo letno oziroma polletno poročilo tudi Agenciji in borzi. Pri drugih nadzorovanih informacijah, katerih vsebina objave ne presega nekaj strani, je to razumljivo, saj je bilo tako urejeno tudi v starem zakonu. Pri letnem poročilu, ki pa obsega sto in več strani, pa bi bilo mogoče za premisliti, ali ni bilo boljše to področje urejeno v starem zakonu, ki je zahteval, da javne družbe letno poročilo posredujejo Agenciji in borzi osem dni pred objavo

Za izdajatelje prve kotacije veljajo nekatere dodatne zahteve, ki jih določa predvsem borza (npr. obveščanje v angleškem jeziku), večina zahtev Zakona o trgu finančnih instrumentov ter pripadajočih sklepov pa se nanašajo na vse javne družbe, torej tiste družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Kodeks upravljanja javnih delniških družb je v zadnjih letih prinesel pomembno novost na področju o upravljanja družb. V skladu z omenjenim kodeksom so javne družbe dolžne objaviti Izjavo o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. V omenjeni izjavi so družbe dolžne navesti, ali spoštujejo kodeks ter navesti tiste določbe kodeksa, ki jih ne izpolnjujejo. Pri tem velja ločiti tudi posamezne določbe kodeksa na tiste, ki vsebujejo besedo »mora«, tiste, ki vsebujejo besedo »naj« ter tiste, ki vsebujejo besedo »priporoča se / lahko«. Določbe, ki vsebujejo besedo »mora« so obvezne in jih morajo javne družbe obvezno izpolnjevati. Tiste določbe, ki pa vsebujejo besedo »naj« pa niso obvezne, vendar morajo javne družbe v Izjavi o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb navesti neizpolnjevanje posamezne takšne določbe ter razloge za takšno odstopanje. Kljub temu, da naj bi odstopanja od takšnih določb pojasnili, pa lahko zasledimo tudi pri podjetjih v prvi kotaciji, da sicer v izjavi ne navedejo, da določene odločbe ne izpolnjujejo, pri podrobnejšem pregledu pa lahko ugotovimo, da takšne določbe ne izpolnjujejo.

Poleg tega sem v magistrskem delu predstavila tudi OECD principi korporacijskega upravljanja, ki so lahko v določenih primerih zgled tudi za podjetja v Sloveniji, kako še dodatno obogatiti in izboljšati področje obveščanja.

V magistrskem delu sem analizirala tudi spletne strani podjetji v Prvi kotaciji. Pri tem sem ugotovila predvsem, da nekatera podjetja v Prvi kotaciji svoje Izjave o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb ne objavljajo na način, ki bi omogočil čim lažje iskanje omenjene izjave na spletnih straneh posameznega izdajatelja.

Če za zaključek pregledam hipoteze, ki sem si jih zastavila v uvodu tega magistrskega dela, in sicer:

- Na novo sprejet Zakon o trgu finančnih instrumentov in njegovi pripadajoči sklepi določena področja obveščanja javnih družb in dolžnosti javnih družb na tem področju slabše urejajo kot je to urejal Zakon o trgu vrednostnih papirjev in njegovi sklepi.
- Dobro usklajena praksa, ki je veljala v času veljavnosti Zakona o trgu vrednostnih papirjev (tudi preko borznih pravil) ni bila v celoti prenesena v Zakon o trgu finančnih instrumentov.

- Veljavna zakonodaja in posamezni akti, dokumenti in Kodeks upravljanja javnih delniških družb med seboj niso usklajeni.
- Kljub temu, da javne družbe v prvi kotaciji v Izjavi o spoštovanju Kodeksa javnih delniških družb navedejo, da kodeks spoštujejo ter navedejo, katere določbe kodeksa ne spoštujejo, lahko zasledimo, da posamezne določbe kodeksa ne izpolnjujejo, čeprav v svoji izjavi ne zapišejo, da posamezne določbe ne bi izpolnjevali.

Lahko vse navedene hipoteze sprejmem in podam ugotovitev, da področje obveščanja javnih delniških družb v Sloveniji še vedno ni povsem dobro urejeno. Po eni strani je za nastalo situacijo kriva sama zakonodaja, ki to področje ne ureja povsem dobro. Po drugi strani pa so za nastalo situacijo krive tudi javne družbe (v določenih primerih tudi podjetja v prvi kotaciji, za katera bi bilo sicer pričakovati, da uspešneje in bolj učinkovito komunicirajo in obveščajo kot ostale družbe), saj je primerov neučinkovitega obveščanja in komuniciranja (tudi v nasprotju z zakonodajo in borznimi priporočili) še vedno preveč.

LITERATURA

- 1 Cutlip, S. M., Center, A.H. & Broom, G. M. (1999). *Effective Public relations*. Osma izdaja. New Jersey: Prentice Hill.
- 2 Bogataj, M. (2004, 09. avgust) MKZ ni upošteval malih delničarjev. *Finance.si*. Najdeno 05.01.2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/95705>
- 3 Bogataj, M. (2004a, 31. avgust) Zdravilišče Rogaška ni upoštevalo malih delničarjev. *Finance.si*. Najdeno 05.01.2009 na spletnem naslovu http://www.finance.si/97144/Zdravili%B9%E8e_Roga%B9ka_ni_upo%B9tevalo_malih_delni%E8arjev
- 4 Bohinc, R. (2001). *Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede
- 5 Bratina, B. (2003). Prihodnost upravljanja delniških družb. *Gradivo k predavanjem 20. Finančno borzne konference*. Portorož: Ljubljanska borza.
- 6 Bratina, B., Damijan, P.J., Gregorič, A. & Zajc, K. (2005). *Poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2005 – neodvisnost članov nadzornih svetov v Sloveniji*. Ljubljana.
- 7 Čebulj, Ž. (2002). *Korporativno komuniciranje na internetu*. Diplomsko delo. Ljubljana.
- 8 Černe, M. (2006). *Opcijsko nagrajevanje managementa*. Diplomsko delo. Ljubljana.
- 9 Gruban, B., Verčič, D. & Zavrl, F. (1997). *Pristop k odnosom z javnostmi*. Ljubljana: Pristop.
- 10 Horvat, T. (1997). *Dividende: megleno in nejasno*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- 11 Hunt, T. & Grunig, J. E. (1995). *Tehnike odnosov z javnostmi*. Ljubljana: DZS.
- 12 Ivanec, K. (2006). *Analiza Sarbanes-Oxleyevega zakona ter njegov vpliv na notranje kontroliranje*. Magistrsko delo. Ljubljana.
- 13 Kocbek, M., Ivanjko, Š. & Bratina, B. (1998). *Nadzorni sveti v delniških družbah in družbah z omejeno odgovornostjo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- 14 Križnik, B. (2008, 26.08.2008). Kljub »zamrznjenim« glasovom veliki potrdili vse sklepe. *Delo.si*. Najdeno 25.09.2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/66095>
- 15 Laki-Hazabent, B. (2002). *Nekatere značilnosti investicijskega obnašanja slovenskih malih delničarjev: vpliv razdalje na vrednost nakupa delnic*. Diplomsko delo. Ljubljana.
- 16 Lenček, Ž. (2007). *Odnosi s finančnimi javnostmi, študija primera: Merkur, d.d.*. Diplomsko delo. Ljubljana.
- 17 Mele, U. (2005). *Sarbanes-Oxleyjev zakon: Vsebina in posledice v svetu in Evropski uniji*. Diplomsko delo. Ljubljana.
- 18 Meža, B. (2006). *Upravljanje gospodarskih družb s poudarkom na pomenu komuniciranja z različnimi javnostmi*. Magistrsko delo. Ljubljana.
- 19 Mramor, D. (1994). *Poglavja iz poslovnih financ: zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- 20 Nidorfer, M. (2005, 20. junij). Veselinoviču uspelo, njegovemu mentorju Valantu pa ne. *Finance.si*, Najdeno 06. 11.2008 na spletnem naslovu

- http://www.finance.si/123682/Veselinovi%E8u_ustupelo_njegovemu_mentorju_Valantu_pa_ne.
- 21 Novak, A. (2007). Vzroki za razlike v sistemih zunanjega računovodskega poročanja. *Organizacija: revija za management, informatiko in kadre*. Volumen 40. Številka 3. Najdeno 18.02.2009 na spletnem naslovu <http://organizacija.fov.uni-mb.si/index.php/organizacija-si/article/viewFile/225/207>.
 - 22 Pavec, B. (2005). *Vloga delničarjev pri korporacijskem upravljanju in prodaji slovenskih podjetij*. Magistrsko delo. Ljubljana.
 - 23 Polanič, M. (2008, 16.10.2008). Istrabenz prodal del Petrola, za dividende pa po posojilo: Kupoval po 1000, prodal pa po 400 evrov. *Dnevnik.si*. Najdeno 04.11.2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/novice/aktualne_zgodbe/1042214860
 - 24 Potočnik, V. (2002). *Temelji trženja s primeri iz prakse*. Ljubljana: GV Založba. Preveri original
 - 25 Pregelj, D. (2002). *Finančni trgi v Italiji*. Diplomsko delo. Ljubljana.
 - 26 Pregelj Valentinčič Marija, Cankar Nina (2006): Pregled izjav o skladnosti z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb leta 2006. *Poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2006*, Ljubljana, 2006, str. 87-124.
 - 27 Razpet, A., Tič V., M. & Verčič D. (2003). *Komuniciranje s finančnimi javnostmi*. Ljubljana: GV Založba.
 - 28 Seitel, P. F. (1995). *The Practice of Public Relations*. New York: Prentice Hall.
 - 29 Tekavec, V. (2008, 02. avgust) Mali delničarji hočejo svojega predstavnika. *Delo.si*. Najdeno 25.09.2008 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/64756>
 - 30 Verčič, D., Zavrl, F. & Rijavec, P. (2002). *Odnosi z mediji*. Ljubljana: GV Založba.
 - 31 Vozel, P. (2004). *Primerjava slovenskih in mednarodnih standardov*. Diplomsko delo. Ljubljana.

VIRI

- 1 Comitato per la Corporate Governance - Borsa Italiana S.p.A. (2006). *Codice di autodisciplina*. Najdeno 27.10.2008 na spletnem naslovu <http://www.borsaitaliana.it/documenti/pubblicazioni/tuttelepubblicazioni/codicediautodisciplina.htm>
- 2 Borsa Italiana S.p.A. (2007). *Conoscere la Borsa e gli strumenti finanziari - Una breve guida al ruolo di Borsa Italiana e alle caratteristiche dei principali strumenti finanziari*. Najdeno 05.09.2008 na spletnem naslovu <http://www.borsaitaliana.it/documenti/pubblicazioni/tuttelepubblicazioni/conoscerelabora.htm>
- 3 Redakcija financ (2006, 14. april). Država bi rada omejila pravice malih delničarjev Petrola. *Finance.si*. Najdeno 25.09.2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/150603/Dr%BEava_bi_rada_omejila_pravice_malih_delni%E8arjev_Petrola
- 4 Interna gradiva Ljubljanske borze, d.d.

- 5 Ljubljanska borza d.d., Združenje članov nadzornih svetov & Združenje Managerjev (2007). *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8179&sid=hqxxSQqv6IBbnXO>.
- 6 *Monitoring news on a company*. Najdeno 29.10.2008 na spletnem naslovu <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/pricesnews/education/experiencedinvestors/makingsenseofdata/monitornews.htm>
- 7 Ljubljanska borza, d.d. (2009). *Navodila za indekse, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike*. Ljubljana
- 8 Ljubljanska borza, d.d. (2009). *Navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu*. Ljubljana
- 9 Agencija za trg vrednostnih papirjev. *Pregled dolžnosti poročanja v skladu z določbami ZTFI*. Najdeno 12. avgusta 2008 na spletni strani <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=80>
- 10 OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Najdeno 29. oktobra 2008 na spletni strani <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
- 11 Ljubljanska borza, d.d. (2009). *Pravila borze*. Ljubljana
- 12 Ljubljanska borza, d.d. (2007). *Pravila borze – neuradno prečiščeno besedilo*. Ljubljana
- 13 Ljubljanska borza, d.d. (2008). *Priporočila javnim delniškim družbam za obveščanje*. Najdeno 10. septembra 2008 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=%208261&sid=8woP6i4IP1norOOE>
- 14 Agencija za trg vrednostnih papirjev. *Okrožnica javnim družbam*. Najdeno 12. avgusta 2008 na spletni strani <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=80>
- 15 Sistem elektronskega obveščanja SEOnet (<http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>)
- 16 Sklep o izvajanju obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij. – neuradno prečiščeno besedilo. Najdeno 11. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=192&warn=1>
- 17 Sklep o informacijah pomembnih deležih. – neuradno prečiščeno besedilo. Najdeno 11. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=192&warn=1>
- 18 Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih priporočilih. – neuradno prečiščeno besedilo. Najdeno 11. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=192&warn=1>
- 19 Sklep o podrobnejši vsebini in načinu objave sporočil javnih družb. (2005). *Uradni list RS*. (Št. 6/00, 76/01, 117/02, 13/05 in 18/05-popravek).
- 20 Sklep o predložitvi in dostopu do nadzorovanih informacij. (2007). *Uradni list RS*. (Št. 106/2007, 21. november 2007).
- 21 Sklep o uresničevanju pravic imetnikov vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu. (2007). *Uradni list RS*. (Št. 106/2007, 21. november 2007).
- 22 Spletna stran skupine Gorenje (<http://www.gorenjegroup.com/si/>)
- 23 Spletna stran koncerna Intereuropa (<http://www.intereuropa.si/>)
- 24 Spletna stran družbe Krka, d.d. (<http://www.krka.si/si/>)
- 25 Spletna stran Ljubljanske borze, d.d. (<http://www.ljse.si/>)
- 26 Spletna stran družbe Luka Koper, d.d. (<http://www.luka-kp.si/slo/>)
- 27 Spletne strani družbe Mercator, d.d. (<http://www.mercator.si/>)
- 28 Spletna stran družbe Petrol, d.d. (<http://www.petrol.si/>)

- 29 Spletna stran družbe Telekom Slovenije, d.d. (<http://www.telekom.si/>)
- 30 Zakon o trgu finančnih instrumentov. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 69/2008, 08. julij 2008).
- 31 Zakon o gospodarskih družbah – neuradno prečiščeno besedilo (ZGD-1-NPB2). Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.dz-rs.si/index.php?id=101>
- 32 Zakon o trgu vrednostnih papirjev. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 51/2006, 18. maj 2006).
- 33 Ljubljanska borza, d.d. (2008). *Zakaj in kako na Ljubljansko borzo*. Ljubljana