

EFFECTUS – WORKING PAPERS SERIES

PAPER NO: 2

PRIKAZ NOVELA ZAKONA O TRŽIŠTU KAPITALA

Tina Marfan

Aljoša Šestanovič



Sažetak:

Budući da su sveobuhvatne reforme tržišta kapitala i financijskih usluga bile jedan od uvjeta za članstvo u Europskoj Uniji, to je i Republika Hrvatska morala uvažavati odredbe jedinstvene pravno-regulatorne institucionalizacije financijskog sustava u EU. Jedan od posljednjih zahtjeva za usklađivanja jest usklađenje s Direktivom 2013/50/EU. Sabor je sukladno tome po hitnom postupku donio Zakon o izmjenama i dopunama zakona o tržištu kapitala Narodne novine 110/15. Autori rada analiziraju koje su novine uvedene u odnosu na dosadašnje stanje. Ovim dopunama i izmjenama usklađuju se dva partikularna područja ZTK-a s regulativom EU-a o tržištima kapitala. Prvo područje odnosi se na zahtjeve izvještavanja i transparentnosti, dok drugo područje odnosi se na prekršajne odredbe.

JEL Classification: G10, G20, K22.

Ključne riječi: tržište kapitala, transparentnost, prekršaji, usklađenje s pravnom stečevinom EU.

Tina Marfan, mag.iur.

Visoko učilište EFFECTUS – visoka škola za financije i pravo

Trg J.F.Kennedy 2

10000 Zagreb

Hrvatska

tmarfan@vsfp.eu

Dr.sc. Aljoša Šestanović, CFA

Visoko učilište EFFECTUS – visoka škola za financije i pravo

Trg J.F.Kennedy 2

10000 Zagreb

Hrvatska

asestan@vsfp.eu

Uvod

Posljednjih godina učinjeni su višestruki napori usmjereni prema harmonizaciji i integraciji tržišta kapitala u državama EU-a. Budući da su sveobuhvatne reforme tržišta kapitala i financijskih usluga bile jedan od uvjeta za članstvo u Europskoj Uniji, to je i Republika Hrvatska morala uvažavati odredbe jedinstvene pravno-regulatorne institucionalizacije financijskog sustava u EU. Takva pravna institucionalizacija tržišta kapitala artikulirana je u temeljnoj Direktivi o tržištima financijskih instrumenata 2004/39/EZ (*Markets in Financial Instruments Directive*, skr. MiFID), kao osnova za nacionalne zakonodavne okvire i „pravila igre“ na tržištima kapitala. Slijedom toga, u Republici Hrvatskoj je 28. srpnja 2008. godine donesen Zakon o tržištu kapitala (u daljnjem tekstu: ZTK) koji je stupio na snagu 01. siječnja 2009. godine. Donošenje tog zakona predstavlja treću fazu regulatornog uređenja tržišta kapitala u RH.¹ ZTK predstavlja temeljni zakonski i regulatorni okvir koji u cijelosti uređuje sveukupnost odnosa na tržištu kapitala u RH (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15). Tijekom procesa pregovaranja o pristupanju Europskoj uniji, Republika Hrvatska je u nacionalno zakonodavstvo implementirala i sve kasnije vezane direktive i uredbe EU-a koje uređuju partikularna područja tržišta kapitala. Zadnje dvije izmjene i dopune usvojene su u 2015. godini (NN 18/15, 110/15).

Odredbama ZTK-a uređeno je područje poslovanja osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti, uvjeti za organizirano trgovanje financijskim instrumentima, postupak izdavanja vrijednosnih papira javnom ponudom, obveze kod izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište, zaštita ulagatelja i nositelja prava iz vrijednosnih papira, uređeni su nematerijalizirani vrijednosni papiri te ustrojstvo i ovlaštenja Središnjeg klirinško depozitarnog društva i burze (SKDD) , uređena su prava i obveze sudionika na tržištu kapitala, postupak nadzora od strane Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (u daljnjem tekstu: Agencija) te suradnja nadležnih tijela.

1. Opseg izmjena i dopuna ZTK-a

Hrvatski sabor je u rujnu 2015. na svojoj 20. sjednici predložio donošenje Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu kapitala. Zakon je donesen po hitnom postupku a razlog tome jest usklađenje dotadašnjeg stanja sa Direktivom 2013/50/EU. Direktiva 2013/50/EU želi uspostaviti pravni okvir za područje financijskog izvještavanja izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu, područje

¹ Uređenje tržišta kapitala u RH prije toga prolazilo je kroz prethodne dvije faze. Prva, tranzicijska faza početkom 1990.-ih obilježena je preuzimanjem regulative tržišta novca i tržišta kapitala bivše Jugoslavije. Sljedećom drugom fazom, obilježena je zakonskim uređenjima o izdavanju i trgovanju vrijednosnim papirima koje je RH usvojila prvo Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95), čime su postavljeni temelji suvremenog uređenja tržišta kapitala, a kasnije i detaljnijim Zakonom o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02.), usvojenog sredinom 2002. godine.

administrativnih mjera i sankcija te transparentnost u pogledu objave korporativnog vlasništva. Rok za usklađenje nacionalnog zakonodavstva sa Direktivom jest 26. studeni 2015. što je Republika Hrvatska i ispoštovala. Zakon o izmjenama i dopuna Zakona o tržištu kapitala stupio je na snagu 15. listopada 2015. godine. Spomenutom direktivom mijenjaju se i dopunjuju odredbe Direktive 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu (poznata i kao Direktiva o transparentnosti), Direktive 2003/71/EZ o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje (poznata kao Direktiva o prospektu) i Direktive 2007/14/EZ o utvrđivanju detaljnih pravila za provedbu određenih odredbi Direktive 2004/109/EZ (Direktiva o provedbi pojedinih odredbi Direktive o transparentnosti).

Ovim dopunama i izmjenama usklađuju se dva partikularna područja ZTK-a s regulativom EU-a o tržištima kapitala. Prvo područje povezano je s objavljivanjem informacija o izdavateljima vrijednosnih papira, konkretno područje financijskog i poslovnog izvještavanja izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu, informacija o promjenama u postotku glasačkih prava i s tim povezano objavljivanje informacija. Drugo područje ZTK-a odnosi se na promjene pojedinih odredbi administrativnih sankcija i mjera.

2. Izmjene i dopune ZTK-a vezane za objavljivanje informacija i izdavateljima vrijednosnih papira

Trgovanje na tržištu kapitala treba biti transparentno, što znači da informacije na temelju kojih ulagatelji donose svoje odluke trebaju biti javno dostupne, dostavljene Agenciji i u Službeni registar propisanih informacija (u daljnjem tekstu: SRPI), a sve kako bi ulagatelji bili pravodobno informirani u procesu donošenja odluke o ulaganju. Zahtjevima za transparentnošću, koji čine jedan od temeljnih stupova na kojima počiva tržište kapitala, želi se, s jedne strane - preciznije nijansirati takva granica transparentnosti koja izdavateljima neće uzrokovati povećane troškove, a s druge strane – postići zaštita interesa ulagatelja u smislu potpunosti i pravodobnosti javno objavljenih informacija od značaja za donošenje ulagačkih odluka.

2.1. Obveza izrade i objave financijskih izvještaja

Odredbama ZTK-a i prije su bili propisani rokovi, sadržaj i način izrade i objave javnosti godišnjih i polugodišnjih te tromjesečnih financijskih i poslovnih izvještaja. Prijedlogom izmjena i dopuna, za izdavatelje čije su dionice uvrštene na uređeno tržište i koji imaju sjedište u Republici Hrvatskoj nema promjena u pogledu opsega obveza izrade godišnjih

i polugodišnjih te tromjesečnih financijskih izvještaja koje su izdavatelji obvezni i dalje izrađivati i objavljivati. Međutim, izmjenama i dopunama ZTK-a dodatno se uređuju, odnosno produžuju rokovi za izradu i objavu polugodišnjih izvještaja te izvještaja za četvrto tromjesečje. Također se mijenjaju rokovi dostupnosti objavljenih godišnjih, polugodišnjih i tromjesečnih izvještaja, kao što je to navedeno u sljedećoj tablici.

Tablica 1 - Maksimalno razdoblje objave izvještaja od isteka razdoblja i dostupnost javnosti

	<i>na snazi do 20. listopada 2015.</i>	<i>na snazi od 21. listopada 2015.</i>
	Maksimalno razdoblje objave od isteka razdoblja	
Godišnji izvještaj	4 mjeseca	4 mjeseca
Polugodišnji izvještaji	2 mjeseca	3 mjeseca
Tromjesečni izvještaji za I.-III- tromjesječe	1 mjesec	1 mjesec
Izvještaj za IV. tromjeseče	45 dana	2 mjeseca
	Dostupnost javnosti od dana objave	
Godišnji izvještaj	5 godina	10 godina
Polugodišnji izvještaj	5 godina	10 godina
Tromjesečni izvještaj za I.-III. tromjesječe	5 godina	5 godina
Izvještaj za IV. tromjeseče	5 godina	5 godina

Sadržaj godišnjih izvještaja propisan je člankom 403. ZTK-a (vidjeti Tablicu 2).

Tablica 2 – Sadržaj godišnjeg izvještaja izdavatelja (članak 403. ZTK-a)

1.	Revidirani godišnji financijski izvještaji
2.	Izvještaj posloводства
3.	Izjava osoba odgovornih za sastavljanje godišnjeg izvještaja izdavatelja da prema njihovom najboljem saznanju: - godišnji financijski izvještaji daju cjelovit i istinit prikaz imovine i obveza, gubitaka i dobitaka, financijskog položaja i poslovanja izdavatelja i društava uključenih u konsolidaciju kao cjeline, - izvještaj posloводства sadrži istinit prikaz razvoja i rezultata poslovanja i položaja izdavatelja i društava uključenih u konsolidaciju, uz opis najznačajnijih rizika i neizvjesnosti kojima su izdavatelj i društva izloženi kao cjelina.
4.	Revizorsko izvješće, potpisano od strane osoba odgovornih za reviziju godišnjih financijskih izvještaja izdavatelja

Ovakvo zakonsko rješenje omogućuje i dalje zaštitu interesa investitora kojima će i dalje biti dostupni periodični poslovni izvještaji, ali u dužem razdoblju negoli do sada (za godišnje i polugodišnje izvještaje 10 godina umjesto prijašnjih 5 godina). S druge strane smanjuje se vremenski pritisak na izdavatelje koji objavljuju izvještaje (za polugodišnje financijske izvještaje rok je produžen s prijašnja dva na tri mjeseca te za tromjesečni izvještaj za 4. tromjesječe s prijašnjih 45 dana na dva mjeseca). Iako se u intencijama zakonodavstva zbog ovih promjena spominje snažnije uključivanje malih i srednjih izdavatelja na tržište kapitala u RH, smatramo da se u bitnome ništa posebno neće promijeniti s obzirom na sadašnju, prilično anemičnu situaciju na Zagrebačkoj burzi u

pogledu novih izdavatelja i prometa postojećih izdavatelja kao i okruženje tržišta kapitala u našoj regiji.

Izmjenama i dopunama ZTK-a (čl. 403. st. 5. ZTK-a) određuje se i jedinstveni elektronički format za godišnje izvještaje. Jedinstveni format izrađuje Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) i usvaja Europska komisija (EK), no s primjenom tek od 1. siječnja 2020. To je dobrodošla promjena za ulagatelje u smislu transparentnosti s obzirom na različite formate i detalje financijskih izvještaja kojima su izdavatelji danas izloženi. Naime, različita forma izvještavanja zahtjeva od ulagatelja dodatno vrijeme i napor u smislu traženja preciznijih objašnjenja pojedinih stavki, kao i prilagodbe određenih stavaka u svrhu preciznije ocjene financijskog položaja i poslovnog uspjeha izdavatelja i usporedbi s drugim izdavateljima. S druge strane, neizvjesno je koliki će to uzrokovati dodatnog vremenskog i financijskog troška za izdavatelje, naročito ako se uzme u obzir postojeća zakonska forma izvještavanja prema novom Zakonu o računovodstvu koji stupa na snagu 1. siječnja 2016. godine (NN 78/15) i Pravilniku o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja (NN 96/15).

Naglašavamo da po novome (članak 411. ZTK-a), izdavatelji u djelatnosti rudarstva i vađenja ili djelatnosti sječe primarnih šuma obvezni su svake godine izraditi na konsolidiranoj osnovi izvještaj o plaćanjima javnom sektoru, objaviti ga javnosti najkasnije šest mjeseci od proteka poslovne godine te osigurati da on bude dostupan javnosti najmanje deset godina od dana objavljivanja. Ako izdavatelj ne postupi prema navedenom članku, a to dovede do ozbiljnog ugrožavanja financijskih tržišta, novčana kazna iznosi 3%-5% godišnjih prihoda izdavatelja.

2.2. Informacije o promjenama u glasačkim pravima

Izmjenama i dopunama ZTK-a poboljšava se transparentnost pri objavama glasačkih prava budući da obavještavanje o promjenama u glasačkim pravima sada uključuje i sve druge vrste financijskih instrumenta koji imaju slični ekonomski učinak kao vlasništvo dionica.

Prema odredbama ZTK-a koja i dalje ostaje na snazi (čl. 413. ZTK-a), fizička osoba ili pravni subjekt koji neposredno ili posredno dosegne, prijeđe ili padne ispod praga od 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% glasačkih prava u izdavatelju dionica obvezna je o takvom dosezanju, prelasku ili padu ispod praga dostaviti izdavatelju i obavijest Agenciji kao regulatoru. Izmjenama i dopunama ZTK-a, obveza objave promjene glasačkih prava u izdavatelju obuhvaća ne samo pojedinačno sve oblike koji imaju glasačka prava, odnosno slični gospodarski učinak kao vlasništvo dionica i pravo na stjecanje dionica, već i kumulativni učinak koji nastaje zbrajanjem različitih oblika glasačkih prava i to osim dionica s pravom glasa i potvrda o deponiranim dionicima i svih drugih oblika financijskih instrumenata koji omogućuju stjecanje već izdanih dionica s

pravom glasa poput drugih vrsta prenosivih vrijednosnih papira, određenih vrsta izvedenica poput opcija (*options*), budućnosnica (*futures*), zamjena (*swaps*), unaprijednica (*forwards*), ugovora za razlike (*contract for differences*) i nekih drugih posebnih oblika ugovora ili sporazuma sa sličnim ekonomskim učincima koji se mogu namiriti fizički ili u novcu. Pri tome se, za potrebe izračuna broja glasačkih prava za financijske instrumente koji omogućuju bezuvjetno ili diskrecijsko pravo stjecanja već izdanih dionica s pravom glasa izdavatelja koje su uvrštene na uređeno tržište i po ekonomskom učinku sličnih instrumenat, primjenjuju regulatorni tehnički standardi, odnosno metoda izračuna koju izrađuje ESMA i usvaja EK.

Smatramo da navedene odredbe neće donijeti nikakve značajnije promjene na tržištu kapitala u RH jer se standardiziranim, burzovnim oblicima izvedenih financijskih instrumenata (opcije i budućnosnice) kojima su temeljne varijable dionice uopće ne trguje na Zagrebačkoj burzi, dok je tržište ostalih neburzovnih, odnosno nestandardiziranih oblika izvedenica po obujmu zanemarivo, odnosno uglavnom se svodi na trgovanje izvedenicama temeljenima na varijablama poput kamatnih stopa i valutama (koji se odvijaju između većih banaka i između banaka i njihovih, uglavnom većih, korporativnih klijenata).

Još uvijek u bitnome ostaju odredbe kojom se obveza objave promjena u prelasku 5% glasačkih prava ne primjenjuje na glasačka prava u knjizi trgovanja kreditne institucije ili investicijskog društva koji se drže sukladno propisima kojima se uređuju njihova adekvatnost kapitala (prema posebnim propisima) te kod održavatelja tržišta kada stjecanjem ili otužanjem doseže, prelazi ili pada ispod praga od 5% glasačkih prava pod uvjetom da održavatelj tržišta ima odobrenje za rad od strane nadležnog regulatornog tijela te da se ne upliće u upravljanje izdavateljem i ne vrši bilo kakav utjecaj na izdavatelja da kupi predmetne dionice ili podrži njihovu cijenu (čl. 427 ZTK-a). U tim slučajevima, izračun praga od 5% glasačkih prava će se vršiti sukladno tehničkim standardima, odnosno metodologijom koju propisuje ESMA- i usvaja EK (st. 6., čl. 427. ZTK-a).

Jedna od većih promjena ZTK-a je u svezi propusta izdavatelja vezanih za objave javnosti i/ili dostavu Agenciji propisanih informacija u roku (godišnjih, polugodišnjih i tromjesečnih izvještaja, izjave posloводства, stjecanje ili otpuštanje vlastitih dionica, promjene u pravima iz izdanih dionica). Naime, Agencija sada ima šire ovlasti poduzeti određene radnje i mjere (članak 446. ZTK-a). Poseban naglasak i najveća promjena u tom dijelu se odnosi na slučaj prikrivanja identiteta i/ili broja glasačkih prava koja fizičkoj ili pravnoj osobi pripadaju pri dosezanju, prelasku ili padu ispod propisanih pragova u glasačkim pravima u izdavatelju dionica (pragovi su 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% glasačkih prava), što zbog nedavnog slučaja oko okolnosti prikrivenog stjecanja dionica jednog velikog izdavatelja u RH posebno dobiva na težini.

U tom slučaju, nije moguće ostvariti glasačka prava zbog kojih je nastala obveza dostavljanja obavijesti izdavatelju i Agenciji i to počevši od dana isteka roka za dostavljanje obavijesti do dana dostavljanja obavijesti ili do dana kada izdavatelj ili Agencija saznaju za podatke temeljem koji je moguće utvrditi identitet fizičke osobe ili pravnog subjekta na koje se odnosi obveza.

Određene dopune i izmjene, uglavnom tehničke naravi, vezane su za SRPI, odnosno sustav za prikupljanje, pohranjivanje, obradu i objavljivanje propisanih informacija čija se osnova utemeljenja nalazi u člancima 444. i 445. Zakona o tržištu kapitala. Obveznici dostave propisanih informacija u SRPI su izdavatelji čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište u državi članici i kojima je Republika Hrvatska matična država članica. Izmjenama i dopunama ZTK-a, SRPI i formalno predstavlja dio sustava koji čine međusobno povezani registri propisanih informacija i europska elektronička pristupna točka. SRPI mora osigurati pristup propisanim informacijama puteme elektroničke pristupne točke koju razvija i vodi ESMA. Najveće promjena u tom dijelu su, osim definiranja određenih tehničkih zahtjeva koji se odnose na registre, zajednički format za dostavljanje propisanih informacija od strane službenih registara i zajednička klasifikacija propisanih informacija od strane SRPI-ja i zajednički popis svih vrsta propisanih informacija. U tom se dijelu ne očekuju se značajne operativne promjene koje bi eventualno mogle utjecati na dosadašnju praksu izdavatelja pri dostavi propisanih informacija nadzornom tijelu, odnosno Agenciji.

3. Izmjene i dopune prekšajnih odredbi

Izmjenama i dopunama ZTK-a temeljito su preuređene odredbe i visine kazni za pojedine teže i lakše prekršaje vezane za izdavatelje i odgovorne osobe izdavatelja (članovi uprave i upravnih odbora). U prvom redu izmijenjena je kategorizacija prekršaja što povlači i drugačije novčane kazne. Prijašnje odredbe ZTK-a uređivale su prekršaje izdavatelja vrijednosnih papira člancima 574. i 575. Članak 574. uređivao je teže prekršaje izdavatelja, dok je članak 575. uređivao lakše prekršaje izdavatelje. U pogledu teških prekršaja novčana je kazna iznosila od 100.000 kn do 250.000 kn, dok je za lakše prekršaje novčana kazna iznosila od 50.000 kn do 100.000 kn.

Temeljito se promijenio čl. 574. ZTK-a. Izmjenama su teži prekršaji podijeljeni u dvije skupine. Prvu skupinu čije postupanje koje dovodi do ozbiljnog ugrožavanja financijskih tržišta i čija se visina novčane kazne utvrđuje na tri različita načina. Druga skupina teških prekršaja su tzv. ostali prekršaji za koje su propisane novčane kazne od 100.000 do 250.000 kn. Kako je precizno zakonodavac ograničio ozbiljno od manje ozbiljnog ugrožavanja financijskog tržišta nije definirano, pa se pretpostavlja da će takvu ocjenu u pojedinim slučajevima donositi regulator, odnosno Agencija.

Postupanje koje zakon rigorozno uređuje jest nepoštivanje obveze objavljivanja godišnjih, polugodišnjih, tromjesečnih financijskih u propisanom roku. Naime to postupanje klasificira se kao teži prekršaj odnosno ulazi u prvu skupinu teških prekršaja ako dovede do ozbiljnog ugrožavanja financijskog tržišta, a kao lakši ako izdavatelj ne osigura uvjete za objavljivanje. To će zasigurno imati određene implikacije u praksi, budući da je i dosada bilo slučajeva prekoračenja rokova objave financijskih izvještaja.

Dosada su kazne za prekršaje neobjave godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja iznosile od 100.000 do 250.000 kn. Prema novim odredbama, propust izrade ili neobjavljivanja u propisanom roku godišnjih i polugodišnjih financijskih izvještaja, pri čemu je to dovelo do ozbiljnog ugrožavanja financijskog tržišta, kažnjava se ovisno o veličini prihoda, odnosno 3%-5% od ukupnih godišnjih prihoda za godinu u kojoj je počinjen prekršaj. Ako navedeni propust izrade ili neobjave nije okarakteriziran ozbiljnim ugrožavanjem financijskih tržišta, kazna se kreće u rasponu od 100.000 do 250.000 kn, a ako se ne osigura da godišnji izvještaj izdavatelja bude dostupan javnosti u propisanom razdoblju, kazna je od 50.000 do 100.000 kn.

3.1. Teži prekršaji

Kod određivanja novčanih kazni za teže prekršaje (povezane s ugrožavanjem financijskih tržišta) novina u ZTK-u je postupak određivanja novčane kazne s obzirom na postotak godišnjeg prihoda. Godišnji prihod utvrđuje se temeljem prihoda koje je pravni subjekt ostvario obavljanjem svih gospodarskih djelatnosti za koje je registriran, ali za godinu u kojoj je počinjen prekršaj. Za društva koja imaju obvezu objavljivati konsolidirana financijska izvješća ukupni godišnji prihod se utvrđuje na temelju konsolidiranih godišnjih financijskih izvještaja koje je odobrilo upravljačko tijelo krajnjeg matičnog društva.

Dužnost podnošenja optužnih prijedloga kao ovlaštenom tužitelju pripada Agenciji. Prilikom podnošenja optužnog prijedloga Agencija je dužna uzeti sve relevantne okolnosti, a tamo gdje je to primjereno dodatno još i: težinu i trajanje kršenja, stupanj odgovornosti odgovorne fizičke osobe ili odgovorne osobe pravnog subjekta, financijsku snagu odgovorne fizičke osobe ili odgovorne osobe pravnog subjekta koja se utvrđuje s obzirom na godišnji prihod, ako je moguće utvrditi onda i značaj ostvarene dobiti ili spriječenog gubitka, gubitke koje su zbog kršenja imale treće osobe, razinu suradnje s Agencijom i drugim javnim subjektima te prethodna kršenja.

Sada ZTK za teže prekršaje predviđa tri načina određivanja novčane kazne. Koji način će se primijeniti ovisi o tome koji je za izdavatelja najstroži, što je bitna novina. Prvi način je određivanje postotka ukupne godišnje dobiti. Novčana kazna može iznositi 3 do 5% ukupnog prihoda u godini u kojoj je prekršaj učinjen. Izračun mora biti višekratnik broja

1.000. U slučaju da se primjenom ove metode postiže iznos manji od 500.000 kn u tom slučaju Agencija određuje visinu novčane kazne u iznosu od 500.000 do 1.000.000 kn ovisno o konkretnim okolnostima. Ako je prekršitelj prekšajem spriječio gubitak ili ostvario korist koji se u konkretnom slučaju mogu utvrditi novčana će kazna iznositi u dvostrukom iznosu od utvrđenog spriječenog gubitka ili ostvarene koristi ukoliko je on veći od prethodne dvije metode utvrđivanja visine novčane kazne.

ZTK kao teže prekršaje izdavatelja posebno izdvaja:

1) postupanje suprotno obvezi objavljivanja poslovnih i financijskih izvještaja u roku od četiri mjeseca od zadnjeg dana poslovne godine s time da ti izvještaji moraju biti dostupni javnosti 10 godina (čl. 403.st.1),

2) postupanje suprotno obvezi objavljivanja izvještaja o prvih šest mjeseci poslovne godine, što je moguće prije, a najkasnije u roku od tri mjeseca od proteka polugodišta, s obvezom da budu dostupni javnosti 10 godina (čl. 407. st.1),

3) postupanje izdavatelja koji se bave rudarstvom i vađenjem te sječom primarnih šuma konsolidirane godišnje izvještaje o plaćanjima javnom sektoru u roku od 6 mjeseci od proteka poslovne godine s obvezom da bude dostupan javnosti 10 godina (čl. 411. st. 1),

4) ne objavljivanje u roku od 4 mjeseca odnosno bez odgode javnosti broj vlastitih dionica (u apsolutnom i relativnom iznosu) koje drži nakon svakog stjecanja ili otpuštanja (čl. 430. st.1),

5) bez odgađanja ne objavi javnosti svaku promjenu u pravima iz izdanih dionica (čl. 431 st.1),

6) bez odgađanja ne objavi javnosti svaku promjenu u pravima iz izdanih vrijednosnih tzv. ozbiljnog ugrožavanja financijskog tržišta. Ako se za prekršaje pod točkama 3., 4., 5. i 6. ne uspije dokazati ozbiljno ugrožavanje financijskog tržišta prekršitelja će se kazniti u visini od 100.000 do 250.000 kn. Osim što se za ove prekršaje kažnjava izdavatelj, kažnjava se i novčanom kaznom odgovorna osoba osoba izdavatelja i to u visini od 100.000 do 5.000.000 kn. Za propust objave javnosti svake promjene u pravima iz izdanih dionica kažnjavaju se i izdavatelji fizičke osobe novčanom kaznom u iznosu od 500.000 do 15.500.000 kn, odnosno ako se može utvrditi spriječeni gubitak ili ostvarena korist onda u dvostrukom iznosu toga.

Za istovjetne prekršaje propisane su i novčane kazne za pravne subjekte koji su vrijednosne papire uvrstili na uređeno tržište bez suglasnosti izdavatelja, kao i njihova odgovorna osoba. Kazna za pravnog subjekta iznosi 3 - 5% godišnjeg prihoda, dvostruki iznos spriječenog gubitka ili ostvarene dobiti ili 500.000 kn do 1.000.000 kn, dok se

odgovornu osobu kažnjava se novčanom kaznom u iznosu od 100.000,00 do 5.000.000 kn.

Zakon u članku 413. propisuje obvezu informiranja javnosti ukoliko fizička ili pravna osoba neposredno ili posredno dosegnu, padnu ili prijeđu prag od 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75% glasačkih prava u izdavatelju dionica te propisane podatke i to bez odgađanja, a najkasnije u roku od 4 trgovinska dana od dana kada je fizička osoba ili pravni subjekt saznao ili mogao saznati za stjecanje neovisno o točnom danu stjecanja, otpuštanja ili mogućnosti ostvarivanja glasačkih prava odnosno na temelju mjesečnog izvještaja koji je izdavatelj dužan objaviti na kraju mjeseca u kojem su promjene nastale. Postupanje suprotno ovoj dužnosti klasificira se kao teži prekršaj i sukladno tome kažnjava se jednom od tri mogućnosti propisanih za teže prekršaje, a odgovornu osobu pravnog subjekta kažnjava se iznosom od 100.000,00 do 5.000.000,00 kuna. Fizičku osobu koja postupa suprotno obvezi informiranja kaznit će se kaznom od 500.000,00 do 15.500.000,00. kn.

Pregled novčaih kazni i opisi prekršaja s konzekvencama ozbiljnog ugrožavanja financijskih tržišta naveden je u Tablici 3.

Tablica 3 –Novčane kazne za teže prekršaje kod izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište (ako je financijsko tržište ozbiljno ugroženo)

	Ako je financijsko tržište ozbiljno ugroženo	
	Ako nije ostvarena utvrdiva koristi ili spriječen gubitak	Ako je ostvarena utvrdiva koristi ili spriječen gubitak
Neobjavljivanje godišnjih izvještaja (po čl. 403.) ili polugodišnjih izvještaja (po čl. 407.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Neobjava javnosti izvještajima o plaćanjima javnom sektoru (po čl. 411.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Neobjavljivanje javnosti broja vlastitih dionica u apsolutnom i relativnom iznosu koje izdavatelj drži nakon svakog stjecanja ili otpuštanja vlastitih dionica (po čl. 430.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Neobjavljivanje javnosti informacija o promjenama broja dionica s pravom glasa na koje je podijeljen temeljni kapital ili promjene glasačkih prava iz tih dionica, odnosno o novom ukupnom broju dionica s pravom glasa (po čl. 431.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Neobjavljivanje javnosti promjenu u pravima iz izdanih dionica uključujući i promjene u pravima iz izvedenih v.p. koje je izdao izdavatelj i koje daju pravo na stjecanje dionica izdavatelja (po čl. 431.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Propust dostave Agenciji i izdavatelju dionica od strane pravnog subjekta obavijesti o dosezanju, prelasku ili padu ispod propisanih pragova u izdavatelju (po čl. 413., 423. i 424.)	3%-5% godišnjeg prihoda; min. 500.000-1.000.000 kn; za odgovornu osobu 100.000 do 5.000.000 kn	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa
Propust dostave Agenciji i izdavatelju dionica od strane fizičke osobe obavijesti o dosezanju, prelasku ili padu ispod propisanih pragova u izdavatelju (po čl. 413., 423. i 424.)	od 500.000,00 do 15.500.000,00	do 2 x iznos ostvarene koristi (odnosno spriječenog gubitka), ako je taj iznos veći od propisanog maksimalnog iznosa

3.2. Ostali prekršaji izdavatelja

Ostale prekršaje izdavatelja ZTK uređuje čl. 575. Za ostale prekršaje izdavatelja predviđena je novčana kazna u iznosu od 100.000 do 250.000 kn. Ostali prekršaji izdavatelja u ZTK-u zapravo su teži prekršaji izdavatelja prema prijašnjim odredbama ZTK-a s nekim manjim izmjenama. Visina novčane kazne je ista u oba zakona. Među ostale prekršaje uvršteni su i teži prekršaji, a kao takvi će se klasificirati ukoliko se ne uspije dokazati dodatna pretpostavka „ozbiljnog ugrožavanja financijskog tržišta“.

Kao prekršaje ZTK je uveo:

- 1) neobjavlivanje javnosti ili obavještanje nadležnih tijela država članica o izboru matične države članice,
- 2) u roku od 4 mjeseca od zadnjeg dana poslovne godine ne objavi javnosti godišnje financije izvještaje uz naznaku da na njih nije dana suglasnost nadležnog tijela izdavatelja,
- 3) jezik obavljanja informacija,
- 4) nepostupanje sukladno rješenju Agencije ukoliko su uočene neke nepravilnosti,
- 5) neobjavlivanje javnosti svih informacija koje je obvezan objaviti prema propisima matične države.

Osim izdavatelja pravne osobe druge osobe koje se mogu kazniti jesu izdavatelji fizičke osobe, odgovorne osobe u osobi izdavatelja, pravni subjekt koji je vrijednosne papire uvrstio te odgovorna osoba osobe izdavatelja koja je uvrstila vrijednosne papire.

Odgovornu osobu u osobi izdavatelja kaznit će se novčanom kaznom u iznosu od 25.000 do 50.000 kn. Fizičku osobu izdavatelja kaznit će se novčanom kaznom u iznosu od 50.000 do 100.000 kn, pravnog subjekta koji je uvrstio vrijednosne papire bez suglasnosti izdavatelja 100.000 do 250.000 kna dok će se odgovornu osobu u pravnom subjektu koji je izdavatelja uvrstio na tržište kazniti u iznosu od 25.000 do 50.000 kn.

3.3. Lakši prekršaji

Lakši prekršaji prema prijašnjim i novim odredbama ZTK-a kažnjavaju se u iznosu od 50.000 do 100.000 kn ukoliko se radi o pravnom subjektu izdavatelju i pravnom subjektu koji je uvrstio na uređenom tržištu, visinom od 5.000 do 10.000 kn odgovornu osobu izdavatelja i odgovornu osobu pravnog subjekta koji je uvrstio na uređeno tržište.

Lakši prekršaji su sljedeći:

- a) ako izdavatelj ne osigura da njegovi financijski izvještaji budu dostupni javnosti
- b) ako izdavatelj ne osigura da njegov polugodišnji financijski izvještaj bude dostupan javnosti
- c) ako izdavatelj ne osigura da njegovi tromjesečni izvještaj bude dostupan javnosti
- d) nedostavljanje agenciji na njezin zahtjev podatke o informacijama koje moraju biti dostavljene javnosti poput osobe koja ih je dostavila, datum i vrijeme, način dostavljanja, podatci i nazivu i vrsti medija koji ih je objavio i način na koji je to napravio te ukoliko postoje zabrane izdavatelja dostaviti i informacije o njima.
- e) neobjavlivanje javnosti podataka o izvršavanju svojih obveza prema imateljima vrijednosnih papira preuzetih kod izdavanja dužničkih vrijednosnih papira

f) nedostavljanje Agenciji podatke koje je dužna prema Zakonu o tržištu kapitala, propisima o osnivanju i poslovanju trgovačkih društava, računovodstvu poduzetnika i primjeni standarada financijskog izvještavanja te korporativnog upravljanja

U ZTK-u su uvedene izmjene prekršaja ostalih osoba (novi članak 575b.). Taj članak uređuje kazne koje se izriču dioničarima, investicijskim društvima te održavateljima tržišta.

3.4. Ostale odredbe u području administrativnih mjera i sankcija

Značajnu novinu koju ZTK uvodi je objava izrečenih prekršajnih sankcija (čl.576.). Agencija kao ključno tijelo dužna je za sve prekršaje, neovisno je li teži ili lakši prekršaj objaviti: informacije o identitetu počinitelja, vrsti i karakteru kršenja te izrečena kazna ili druga mjera. Dužnost je Agencije objaviti i nepravomoćnu odluku prekršajnog suda ili drugog tijela nadležnog u postupku, gdje je Agencija ovlaštenu tužitelji (teški prekršaji) s naznakom da se radi o nepravomoćnoj presudi, prekršajni nalog na koji nije uložena prigovor te sporazum o uvjetima priznavanja krivnje i sporazumijevanju u sankcijama i mjerama. Informacije Agencije objavljuje na svojim internetskim stranicama. U slučaju kada je sankcija ili mjera izrečena fizičkoj osobi a objava osobnih podataka je nesrazmjerna s obveznom prethodnom ocjenom proporcionalnosti takve objave, ukoliko bi objava značajno ugrozila stabilnost financijskog sustava ili istrage u tijeku te ako bi objavom došlo do prouzrokovanja nerazmjerne i ozbiljne štete uključenim institucijama ili fizičkim osobama Agencija može odgoditi objavu ili objaviti bez navođenja informacija čija bi javna dostupnost omogućila identificiranje odgovorne osobe. Obveza Agencije je i objava ukoliko je podnesen pravni lijek, bilo prije objave bilo nakon objave. Ukoliko je pravni lijek podnesen nakon objave, Agencija je dužna izvršiti ažuriranje. Osim toga po okončanju postupka odlučivanja o pravnom lijeku dužna je obavijestiti o ishodu. Istekom roka od tri godine od pravomoćnosti, sukladno rehabilitaciji uređenoj prekršajnim propisima, povući sa svojih internetskih stranica te drugih javno dostupnih mjesta gdje su informacije objavljene podatke kojima je moguće identificirati počinitelje. Osim toga dužna je poštivati i propise o zaštiti osobnih podataka.

4. Zaključak

Temeljna zakonska regulativa koja uređuje tržište kapitala u RH je Zakon o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15) koja ujedno predstavlja ključni korak u procesu integracije tržišta kapitala u RH u jedinstveno tržište financijskih usluga u okviru EU-a. Posljednjim izmjenama i dopunama, regulatorni okvir u RH se usklađuje s pravnom stečevinom EU-a, odnosno konkretno s odredbama Direktive 2013/50/EU Europskog parlamenta i vijeća od 22. listopada 2013. godine.

Izmijenjenim, odnosno dopunjenim uredbama, dodatno se uređuju rokovi objave i dostupnost javnosti financijskih izvještaja izdavatelja (uz opseg godišnjih izvještaja koji se nije promijenio), informacije o promjenama i objavama promjena o glasačkim pravima, te područje administrativnih mjera i sankcija.

Očekuje se da navedene mjere pozitivno doprinesu razvoju tržišta kapitala u RH budući da su primarno usmjerene na produžetak određenih rokova objave financijskih izvještaja za izdavatelje (smanjenje vremenskog pritiska) te produžetka roka dostupnosti izvještaja ulagačima (poticanje dugoročnog vremenskog horizonta ulaganja). Dodatno, povećava se i transparentnost u pogledu objave glasačkih prava jer se sada uključuju i sve druge vrste financijskih instrumenata s sličnim ekonomskim učinkom kao i vlasništvo dionica.

Novim izmjenama i dopunama u dijelu administrativnih sankcija i mjera, prijašnji prekršaji su reklasificirani na način da se sada uvodi pojam „ozbiljnog ugoržavanja financijskih tržišta“ što povlači za sobom značajno veće novčane kazne za prekršitelje. Izrečene mjere i sankcije bi se trebale objavljivati na internetskoj stranici Agencije.

Literatura

1. Zakon o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15)
2. Direktiva 2013/50/EU Europskog parlamenta i vijeća od 22. listopada 2013. o izmjenama Direktive 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu, Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje i Direktive Komisije 2007/14/EZ o utvrđivanju detaljnih pravila za provedbu određenih odredbi Direktive 2004/109/EZ