

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД / *REVIEW ARTICLE*

Примљен: септембар 2013.

Received: September 2013.

Синиша Божић

Удружење акционара инвестиционих фондова Републике Српске,
Бања Лука

ПРОПИСАНА ВЕЋИНА ГЛАСОВА НА СКУПШТИНАМА АКЦИОНАРА ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА У ФУНКЦИЈИ ЗАШТИТЕ ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

Питања остваривања права мањинских акционара у фокусу су интернационалних институција, међународне и националних легислатива, интересовања стручњака, аналитичара, медија и широке јавности. Не без разлога, будући да степен поштовања мањинских права, у овом случају акционарских, говори о досегнутом степену демократије, у нашем случају, степена корпоративног управљања у датом друштву. Надаље, од положаја мањинских акционара у одређеној мјери зависе и прилике на тржиштима капитала, њихова ликвидност и развијеност, а у неким земљама ова питања добијају важну друштвену димензију. Регулисање механизма акционарског гласања и питање одређивања већине гласова на скупштинама акционара представљају кључне одреднице које могу да значајно утичу на остваривање интереса мањинских акционара, или, с друге стране, њихово ограничавање.

Кључне ријечи: Скупштина акционара; Мањински акционари; Тржиште капитала; Системи гласања; Одређивање већине.

1. УВОД

Колико успјешно ће дато привредно друштво пословати зависи од низа фактора, који се могу подијелити у екстерне и интерне. У екстер-

не факторе доминантно спадају тржишне прилике, могућност прибављања инвестиционог капитала, државна пореска и царинска политика. Интерне факторе одређују односи у привредном друштву који зависе од степена усаглашености његових власника, односно акционара код акционарског друштва. Идеално, за акционарско друштво би било најбоље да су сви акционари јединственог става код доношења питања битних за његов даљи развој и пословање. У пракси се, међутим, дешавају конфликти на разним релацијама, што савремена литература објашњава као тзв. агенцијски проблем. У развијеним земљама са дугом традицијом постојања капитал-односа, агенцијски проблем представља последицу раздвојености власништва од управљања,¹ односно подразумијева конфликти на релацији менаџмента акционарског друштва и његових акционара. Међутим, у транзиционим земљама, агенцијски проблем своди се на сукоб већинског и мањинских акционара, као последица нижег степена корпоративног управљања, односно мање транспарентности руковођења и управљања акционарским друштвом. Није неосновано тврдити да су структура власништва у датом акционарском друштву и степен корпоративног управљања у датој земљи кључне детерминанте постојања и интензитета агенцијског проблема. Структура власништва акционарских друштава битно се разликује у развијеним и у транзиционим земљама. Феномени изласка на берзу и корпоративизације привредног друштва тековине су западних земаља насталих превасходно из потребе прикупљања повољнијих инвестиционих средстава као функције ширења пословних операција и максимизације профита. Инвеститори у развијеним земљама су:²

1. Слободном вољом улагали сопствена средства, односно вишкове слободних средстава,
2. Прије улагања, извршили анализирање компаније у коју улажу и у одређеној мјери процијенили ризике, путем проспекта емисије хартија од вриједности, доступних финансијских и ревизорских извјештаја, припадајуће регулативе и других извора,

¹ А. Van Aaken, *Shareholder Suits as a Technique of Internalization and Control of Management*, Research Network Uniform Terminology for European Private Law, 2004, 3.

² Претпоставили смо да се инвеститори понашају логично и у складу са доступним информацијама, у складу са теоријом о ефикасном тржишту. Постоји и друго гледиште које каже да инвеститори доносе одлуке у складу са бихејвиористичком теоријом, која ставља лично понашање и афинитете сваког инвеститора испред логичког инвестирања с циљем максимизације добити.

3. Након улагања, доносили инвестиционе одлуке да ли ће да остану у власничкој структури или ће да изађу из ње путем продаје акција на берзи,
4. Уколико би задржавали акције у компанији, у већини случајева би активно користили своја гласачка права на скупштини акционара, или препуштали то правном заступнику, тј. опуномоћенику.³

С друге стране, у земљама у транзицији, процес корпоративизације имао је супротан ток. Карактеристике акционарства у транзиционим и земљама у развоју су сљедеће:

1. Уколико је примијењена масовна ваучерска приватизација, или подјела бесплатних акција, знатан број грађана постали су акционари бивших државних или друштвених предузећа, или приватизационих инвестиционих фондова,
2. Због друштвених околности, већина грађана није посједовала специјализована знања за процјену гдје да уложи ваучере или то није имала ни прилику, у случају бесплатне подјеле акција јавних предузећа,
3. Због чињенице да је у масовној приватизацији државни или друштвени капитал подијељен мноштву грађана, који често нису имали довољна инвестициона знања, извршена је дисперзија власништва на начин да су грађани добили појединачно релативно мале пакете акција те да нису били довољно информисани о својим правима, тако да се доношење инвестиционих одлука свело на то да ли ће грађани продати акције или неће,⁴
4. У већини случајева, масовна подјела капитала допринијела је пасивности акционара, који у знатној мјери нису заинтересовани да искористе право гласа на скупштинама акционара.

Поред тога, опште је познато да земље у транзицији имају осјетно ниже нивое корпоративног управљања од развијених земаља,⁵ виши ниво корупције,⁶ слабији судски систем и владавину права,⁷ што за-

³ Такозвано *proxy voting*, гласање путем пуномоћника, нарочито је развијено у САД – гдје постоји мноштво консултантских компанија које се баве питањима заступања акционара, а код институционалних инвеститора та појава је тако масовна да се може говорити о раздвојености питања инвестирања и питања гласања.

⁴ М. Ђорђевић, *Корпоративно управљање: власништво, контрола и права акционара*, Привредна изградња, Универзитет у Новом Саду, Нови Сад 2005, 214.

⁵ IBRD/World Bank, *Doing Business Report*, Washington DC 2013; World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2012–2013*, Geneva 2013, 408.

⁶ Transparency International, *Global Corruption barometer*, Berlin 2013.

једно узевши чини неповољно окружење за пословање привредних друштава и до повећаног нивоа конфликта, како на екстерном, тако и на интерном нивоу. Искуства су показала да конфликти на релацији већински акционар – мањински акционари, као последицу имају ограничавање права мањинских акционара, а они се прво манифестују управо кроз супротне ставове, односно гласање на скупштини акционара датог акционарског друштва. Ови проблеми директно зависе од законске регулативе која прописује већину потребну за доношење одлука, односно своде се на дилему коришћења просте или квалификоване већине. Како се гласање на скупштини акционара одвија, на који начин се доносе одлуке, да ли се може избјећи ограничење права мањинских акционара од стране већинског приликом гласања, те како питања кворума и већине као законских категорија утичу на односе у капиталној структури датог привредног друштва, нека су од питања којима ће се овај рад бавити.

2. ТИПОВИ ВЕЋИНА У СИСТЕМИМА ГЛАСАЊА

Већинско гласање цивилизацијска је тековина која се појавила као бољи начин доношења одлука од акламацијског гласања.⁸ Претеча већинског гласања настала је у античкој Грчкој, прецизније, у Атинској демократији, а у модерном добу прихваћена је у Парламенту Енглеске Краљевине, почетком XVI вијека. У економетрији, владавину већине описује Мејова теорема, која тумачи да је проста већина једини систем гласања који је математички анониман, неутралан и монотон код избора двије алтернативе.⁹ Већинско гласање подразумијева једнакост гласачког тијела, која се заснива на принципу једна особа – један глас, будући да се на тај начин даје једнака могућност сваком гласачу да пропорционално свом удјелу, учествује у доношењу одлука на поштен начин. Међутим, систем просте већине претпоставља да су права мањинских гласача гарантована, што често није истина. Надаље, овај систем подразумијева да су све одлуке које су предмет гласања – једнаке важности, што је такође проблематична тврдња. Због ових питања, настао је систем квалификоване већине, која представља сваку већину која је већа од просте већине. Основна предност квалификоване већине је могућност вета која је на распола-

⁷ Rule of Law Index Scores and Rankings, <http://worldjusticeproject.org/rule-of-law-index-data>, 20. август 2013.

⁸ Недемократски систем гласања у коме појединац, члан датог вијећа или скупа, није дужан да гласа, већ се одлуке доносе дискутовањем за или против. Ако нема противних гласова, одлука се усваја.

⁹ Voting and Elections, May's theorem, <http://www.math.cornell.edu/~mec/Summer2008/anema/maystheorem.html>, 20. август 2013.

гању мањини.¹⁰ Другим ријечима, зависно од прописаног нивоа квалификоване већине, мањина има могућност блокирања доношења одлуке од стране већине, чиме се признаје да неке одлуке имају већи значај од других, што је логика иза које се од квалификоване већине захтијева виши ниво консензуса међу гласачима. Дакле, кључни проблем квалификоване већине је одређивање довољне висине за њено изгласавање која ће омогућити заштиту интереса мањине.¹¹ Надаље, квалификована већина омогућује да резултати гласања који би могли бити у знатној мјери штетни по интересе одређених група буду знатно мање вјероватни.¹² Квалификована већина је супериорна над обичном, простом већином, из разлога што сагледава разлику у могућности већине да покрене одређену акцију, и у могућности блокирања те акције од стране мањине, нарочито ако таквом акцијом настају трошкови, односно наноси се штета.¹³

Поред прости већине и квалификоване већине, постоје атрибути који се приписују свим типовима већина и који мијењају количину потребних гласова за доношење дате одлуке. У питању је начин израчунавања већине, који узима (или не узима) у обзир одсутне гласаче, односно, апсолутна или релативна већина.¹⁴ Узмимо за примјер да гласачко тијело у датој институцији броји 100 гласача, да постоји уобичајени принцип један гласач = један глас и да је за доношење одлуке потребно већинско гласање. Уколико узмемо у обзир потенцијално одсутне гласаче, односно апсолутну или релативну већину, постоје три типа већинског гласања:¹⁵

1. За доношење одлуке потребна је већина од укупног броја од 100 гласача, дакле, 51 глас,
2. У случају да постоји кворум за правоваљан рад наведене институције, и да је он 50% + 1 глас, за доношење одлуке потребна је већина од присутног броја (кворумска већина), која представља позитивно гласање 26 чланова,

¹⁰ L. Guinier, *The Tyranny of the Majority: Fundamental Fairness in Representative Democracy*, Free Press, New York 1995, 117.

¹¹ M. Schwartzberg, *Counting The Many: The Origins and Limits of Supermajority Rule*, Columbia University, New York 2013.

¹² C. Beitz, *Political Equality*, Princeton University Press, New Jersey 1989, 65.

¹³ J. Buchanan, G. Tullock, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, Michigan 1962, 3, 17, 23.

¹⁴ О друштвеном избору и теорији рационалног избора, детаљније вид. Б. Радовановић, „Индивидуално одлучивање, групно одлучивање и делиберација“, *Филозофија и друштво* 2/2012.

¹⁵ A. Vermeule, *Absolute Voting Rules*, The Law School, University of Chicago, Chicago 2005, 8.

3. У случају да постоји кворум за правоваљан рад институције (50% + 1 глас), за доношење одлуке потребна је већина од присутног броја гласача (кворумска већина), који гласају за дату одлуку. То значи, на примјер, да је могуће да од кворума од 51 гласача у нашем примјеру, за одлуку гласа 10 гласача, против пет гласача, а да осталих 36 (кворум-гласачи за и против), и да одлука буде изгласана.

Први случај представља апсолутну већину: за доношење одлуке потребан је 51 глас, без обзира на могуће одсуство гласача, прецизније, сваки одсутни глас рачуна се као негативан глас будући да се одсуством смањује могућност досезања потребног броја гласова за доношење одлуке. Други случај је једнак првом, с том разликом да успоставља подвећину – кворум, односно дефинише већину као већину од присутног кворума,¹⁶ у апсолутном броју, уз напомену да се сваки уздржани глас, не и одсутни (због постојања кворума) рачуна као негативан. Трећи случај представља већину која се дефинише као скуп гласова за глас већи од било ког другог скупа гласова, односно, то је релативна већина с обзиром на то да нема апсолутног ограничења (било од укупног или присутног броја гласова) потребног за ваљано изгласавање одлуке. Трећи случај, при томе, не третира ни одсутне гласове ни уздржане гласове као негативно гласање. Ова три случаја могу се примијенити како на просту, тако и на квалификовану већину.

Из претходног, јасно је да одсутност у присуствовању или гласању дефинише кључну разлику у могућностима већине и мањине да штити своје интересе, тачније да спречава доношење одлука које би мијењале постојећу ситуацију, односно *status quo*.¹⁷ Апсолутна већина даје већу могућност мањинским групама гласача да спријече доношење одлука, и та чињеница представља пријетњу већинској групи која у том режиму гласања мора да постигне виши ниво сагласности од релативне већине. Постојање наведене пријетње, односно могућности вета мањине, кључна је чињеница која утиче на повећавање присуства, односно смањења одсутности гласача у системима апсолутне већине. Другим ријечима, апсолутна већина омогућује мањини да концентрише гласове и изгласа вето уколико постоји релативно присутна одсутност бирача, што мотивише већину да присуствује гласању у значајнијем постотку.

¹⁶ Кворум, заправо, представља већину од укупног броја гласача, суштински, то је апсолутна већина.

¹⁷ A. Vermeule, 13.

Наведени принципи гласања настали су превасходно код доношења битних политичких одлука, избора за представнике грађана у државним институцијама и тијелима, доношења устава, и предмет су истраживања више научних дисциплина,¹⁸ а принципи су као такви инкорпорисани у регулативу која дефинише функционисање привредних, односно у нашем случају, акционарских друштава.

3. АНАЛИЗА РЕГУЛАТИВЕ

Процес гласања на скупштини акционара привредних друштава предмет је регулисања на следећим нивоима:

1. Интернационалне смјернице (*OECD*¹⁹ Принципи корпоративног управљања, директиве Европске уније),
2. Национална законодавства (компанијско право, берзанска регулатива),²⁰
3. Интерна регулатива привредних друштава (оснивачки уговор или статут).

Интернационалне смјернице припремају утицајне међународне организације или заједнице држава. Нису обавезујућег карактера, али земљама чланицама препоручује се пажљиво разматрање ових смјерница приликом доношења националних законодавстава. Смјернице садрже примјере најбоље праксе које су засноване на искуству и научном раду организација као што су *OECD*, Уједињене нације, Европска комисија.²¹

OECD Принципи корпоративног управљања препоручују коришћење квалификоване већине као *ex-ante* начина заштите права мањинских акционара, код доношења одређених битних одлука на скупштинама акционара.²²

¹⁸ Превасходно, правних наука, а потом и социолошких истраживања кроз теорију друштвеног избора, потом теорију игара као математичку област, економетрију као математичко изражавање економских појава, комбинаторику као област статистике итд.

¹⁹ Енглески – *Organisation for Economic Cooperation and Development*, Организација за економску сарадњу и развој.

²⁰ Чест је случај да је проблематика регулисања акционарских права подијељена између компанијског и берзанског права. О овоме, више вид. А. Pinto, *The European Union's shareholder voting rights directive from an American perspective: some comparisons and observations*, Brooklyn Law School, Brooklyn 2008, 2.

²¹ А, понекад, и остваривању интереса ових организација.

²² *OECD, Principles of corporate governance*, Paris 2004.

Извори права Европске уније у овој области налазе се између смјерница и аката националних законодавстава.²³ Примарна директива која се бави питањима акционарских права и начинима њиховог остваривања када је ријеч о гласању и заступању на скупштинама акционара, јесте 2007/36/ЕЦ.²⁴ У тој директиви, међутим, не дефинише се експлицитно која је већина потребна за изгласавање одлука на скупштини акционара, па се, према томе, то питање оставља националним законодавствима чланицама Уније.²⁵ При томе, постоје погледи који упућују да легислатива Европске уније из угла поштовања права акционара и јавности процеса доношења одлука у акционарским друштвима није одговарајућа,²⁶ и да заостаје за степеном корпоративног управљања који постоји у САД због низа историјских, политичких и економских фактора.²⁷

Национална законодавства земаља чланица Европске уније, питања акционарских права, доношења одлука и заступања акционара регулишу компанијским правом, односно посебним Законом о привредним друштвима.²⁸ Како поједине земље дефинишу питање већине, види се из табеле у прилогу.

²³ Европска унија је вишедржавна заједница која је препустила регулисање тржишта капитала националним законодавствима. То, прије свега, значи да не постоји заједнички регулаторни орган – Комисија за хартије од вриједности – на нивоу Уније, те да директиве, препоруке и остали правни акти Уније треба да буду усвојени од стране националних законодавстава. О овоме, више вид. R. Karmel, *Reform of Public Company disclosure in Europe*, Brooklyn Law School, Brooklyn 2005, 2.

²⁴ Directive 2007/36/EC, *Official Journal of the European Union*, 184/17.

²⁵ У припреми је допуна директиве 2007/36/ЕЦ која се припрема као реакција на уочене недостатке који се тичу, прије свега, пуномоћничког гласања и проблема недовољног присуства акционара на скупштинама акционара. Вид. European Commission, *Revision of the shareholders' rights Directive*, http://ec.europa.eu/governance/impact/planned_ia/docs/2013_markt_034_shareholders_rights_directive_en.pdf, 20. август 2013.

²⁶ При чему се мисли на недостатке у изворима права Европске уније, а не на национална законодавства њених чланица. Вид. P. Masouros, "Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe", *Kluwer Law International*, Vol. 7, Issue 5, October 2010.

²⁷ A. Pinto, 22.

²⁸ У земљама гдје је берзанско тржиште нарочито развијено и утицајно, као што је то у САД, подзаконски акти какви су берзански правилници играју важну улогу у регулисању акционарских права.

Табела бр. 1

Типови већина за доношење одлука на скупштинама акционара у појединим земљама Европске уније и неким свјетским земљама

<i>Земља</i>	<i>Тип квалификоване већине</i>
Белгија	3/4
Данска	2/3
Естонија	2/3
Финска	2/3
Француска	N/A
Грчка	проста већина
Холандија	проста већина
Ирска	3/4
Италија	2/3
Луксембург	2/3
Мађарска	3/4
Њемачка	3/4
Пољска	3/4
Шпанија	2/3 или проста већина
Шведска	2/3
Велика Британија	проста већина
Аустралија	N/A
Јапан	2/3
САД	статут/апсолутна већина

Извор: *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.²⁹

Како се види, већина посматраних земаља усвојила је правило квалификоване већине, која се теже достиже од обичне, просте већине.³⁰ У Табели бр. 1, подаци о већини односе се релативно, дакле у

²⁹ ISS Europe, Shearman&Sterling, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Brussels – Paris 2007.

³⁰ Поред квалификоване већине, у већини западних земаља постоје и други начини заштите права мањинских акционара, који нису предмет анализе овог рада, али их треба поменути. То су: ограничавање права гласа (енг. *voting rights ceilings*), чиме се ограничава број гласова, без обзира на постотак капитала којим располажу и гласове који проистичу из тога, баријере у стицању власништва (енг. *ownership ceilings*), односно максимално дозвољени постоци власништва које инвеститор може да досегне, постојање специјалних хартија од вриједности, нпр. депозитарних сертификата (енг. *depository certificates*) или специјалних приоритетних акција, којима се раздвајају финансијска и права гласа које акционар може остварити. Ова специјална права не постоје у транзиционим земљама, или су у настајању.

односу на присутне акционаре (са изузетком САД). При томе, поред постојања квалификоване већине, поједине земље прописују повећање кворума код доношења нарочито битних одлука што представља знатно подизање нивоа сагласности акционара. Примјера ради, Закон о компанијама Шведске, прописује промјену кворума код изгласавања неких одлука на скупштини акционара. За питања смањења или повећања капитала и промјене чланова менаџмента, прописан је кворум од 2/3 од укупног броја гласова уз 2/3 већинско гласање. За промјену права из емитованих емисија акција, потребан је кворум од 90%.³¹

Легислатива је слична и у неким транзиционим земљама. На примјер, у важећем Закону о привредним друштвима Републике Србије³² прописана је двотрећинска већина од укупног броја гласова за важне корпоративне радње, притом, за спровођење статусних промјена, потребна је најмање трочетвртинска већина присутних акционара.³³ Поред тога, ЗОПД Републике Србије омогућује олакшицу контролним акционарима, на начин да у статут инкорпоришу већину мању од 2/3 од укупног броја гласова, и тако прописују да се статут може мијењати већином од укупног броја гласова.³⁴ Међутим, код корпоративних радњи: промјене висине капитала, расподјеле капитала и покрића губитка, те стицања сопствених акција, српски ЗОПД остаје при 2/3 већини од укупног броја гласова.³⁵

Закон о привредним друштвима Црне Горе³⁶ прописује просту, натполовичну већину за гласање на скупштини акционара, док за статусне промјене и питања реструктурирања предвиђа 2/3 већину од присутног броја акционара.³⁷

Македонски Закон о трговинским друштвима³⁸ прописује просту већину за гласање на скупштини акционара, док за посебна питања прописује нешто строже услове. На примјер, прописано је да се ста-

³¹ E. Maug, K. Rydqvist, "Do Shareholders Vote Strategically? Evidence on the Advisory Role of Annual General Meetings", *CEPR Discussion papers* 2004, 27.

³² Закон о привредним друштвима Републике Србије – ЗОПД Србије, *Службени гласник Р. Србије*, бр. 36/11 и 99/11, чл. 211.

³³ ЗОПД Србије, чл. 498, ст. 2.

³⁴ ЗОПД Србије, чл. 247.

³⁵ ЗОПД Србије, чл. 211.

³⁶ Закон о привредним друштвима Црне Горе – ЗОПД ЦГ, *Службени гласник Р. Црне Горе*, бр. 6/02 и *Службени гласник ЦГ*, бр. 40/11, чл. 39, ст. 8.

³⁷ ЗОПД ЦГ, чл. 22, ст. 1, тач. 4.

³⁸ Закон о трговинским друштвима Републике Македоније – ЗОТГ Македоније, *Службени гласник Р. Македоније*, бр. 28/04, чл. 219.

тут може мијењати само већином од 3/4 од укупног броја акционара.³⁹ Иста већина прописана је и за ликвидацију привредног друштва,⁴⁰ док су питања емитовања нових акција регулисана одлуком која се мора донијети са 2/3 већином присутних гласова.

Хрватски Закон о трговачким друштвима има нешто другачије стајалиште по питању већине на скупштинама акционара. Наиме, остављено је на вољу оснивачима, односно акционарима да путем статута регулишу потребан кворум за одржавање скупштине акционара.⁴¹ Међутим, предвиђено је да је за промјену статута прописана већина најмање 3/4 већина од присутног броја акционара. Додатно, за неке корпоративне радње као нпр. смањење капитала,⁴² и ликвидација, такође је прописана трочетвртинска већина од присутног броја акционара.⁴³

4. ОСВРТ НА СТАЊЕ У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Питање кворума у законодавству Републике Српске регулисано је у Закону о привредним друштвима, гдје се изричито прописује минимални кворум од 50% од укупног броја гласова, а остављена је могућност да акционарско друштво оснивачким актом одреди и већи број гласова потребан за обезбјеђивање кворума.⁴⁴ Када је кворум обезбијеђен, предвиђена је обична већина за доношење одлука – у питању је већина присутних и оних који гласају.⁴⁵

Закон о привредним друштвима је у својој првобитној верзији, прописивао квалификовану већину за гласање на скупштинама акционара привредних друштава од 2/3 од укупног броја гласова које дају акције са правом гласа.⁴⁶ Као изузетак, у чл. 284, ст. 3, остављала се могућност акционарским друштвима да оснивачким актом или статутом регулишу и мању већину од квалификоване већине прописане ставом 2 истог члана закона.

³⁹ ЗОТГ Македоније, чл. 252, ст. 1.

⁴⁰ ЗОТГ Македоније, чл. 267, ст. 1.

⁴¹ Закон о трговачким друштвима Републике Хрватске – ЗОТГ Хрватске, *Службене новине Р. Хрватске*, бр. 111/12 и 68/13, чл. 301, ст. 2.

⁴² ЗОТГ Хрватске, чл. 342, ст. 1.

⁴³ ЗОТГ Хрватске, чл. 367, ст. 1, тач. 2.

⁴⁴ Закон о привредним друштвима Републике Српске – ЗОПД РС, *Службени гласник РС*, бр. 127/08, 58/09 и 100/11, чл. 283.

⁴⁵ ЗОПД РС, чл. 284. У питању је трећи случај већине објашњене у овом раду у поднаслову „Типови већина у системима гласања“.

⁴⁶ Закон о привредним друштвима Републике Српске, *Службени гласник РС*, бр. 127/08, од 31. децембра 2008. год., чл. 284, ст. 2.

Законом о измјенама и допунама ЗОПД,⁴⁷ измијењен је чл. 284, ст. 2 првобитног текста ЗОПД, гдје је квалификована већина дефинисана као 2/3 од присутног броја гласова. Аналогно, промијењен је и члан 330 првобитног текста ЗОПД, који је прописивао да се оснивачки акт акционарског друштва може мијењати двотрећинском већином од укупног броја гласова, што је промијењено у двотрећинску већину од присутног броја гласова.

Додатно, Законом о инвестиционим фондовима, који између осталог регулише питања одржавања скупштина акционара затворених инвестиционих фондова, дефинисан је кворум од 30% од укупног броја гласова, и трочетвртинска квалификована већина (од присутног броја гласова).⁴⁸

Питања кворума и прописане већине за одлучивање на скупштинама акционара су врло осјетљива, и директно су везана за права мањинских акционара.⁴⁹ У транзиционим земљама са ниским нивоом корпоративног управљања и, уопште, поштовања акционарских права, може се успоставити релација између нивоа консензуса акционара о питањима вођења акционарског друштва (односно, дефинисања потребне већине) и остваривања интереса мањинских акционара. При томе, потребно је издвојити неколико проблема:

1. Питање присуства, односно одсутности акционара на скупштинама акционара. У Републици Српској постоји 460.000 грађана који су акционари 13 инвестиционих фондова, и још 250.000 грађана који имају акције у привредним друштвима.⁵⁰ Већина ових акционара не користи право гласа на скупштинама акционара, што отежава како остваривање кворума (проблем код инвестиционих фондова), тако и квалификоване већине (проблем код привредних друштава). Разлози због чега ови акционари не узимају учешће у гласању свде се на питање уситњености појединачних улога, и чињеници да су грађани бесплатно добили ове капиталне удјеле у прива-

⁴⁷ Закон о измјенама и допунама ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 100/11, од 23. септембра 2011. год., чл. 28 и 41.

⁴⁸ Закон о инвестиционим фондовима, *Службени гласник РС*, бр. 92/06, чл. 85 и 86.

⁴⁹ Д. Марковић-Бајаловић, *Право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Источном Сарајеву, Источно Сарајево 2011, 237. Босна и Херцеговина је према индикатору поштовања права мањинских акционара, од 144 земље сврстана на 138. мјесто – од европских земаља, лошије су рангирани само Русија (140), Украјина (141) и Србија (143). Вид. World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2012–2013*, Geneva 2013, 408.

⁵⁰ Процјена аутора уз коришћење доступних података са интернет страница Бањалучке берзе и Централног регистра хартија од вриједности.

тизацији.⁵¹ Из тог разлога, законодавац је присиљен да смањује како потребан кворум, тако и квалификовану већину, с циљем омогућавања несметаног рада скупштине акционара као кључног органа за доношење најважнијих одлука у привредним друштвима.⁵²

2. Проблематика одвијања корпоративних процеса. Ако већина акционара не жели да узме учешћа у гласању, то представља својеврсну поруку већинском, или контролном акционару (зависно од структуре власништва у датом акционарском друштву). Због бројних пропуста у процесу приватизације и након њега,⁵³ одређени правни институти који постоје, а који је требало да доведу до укрупњења капиталне структуре у акционарским друштвима, нису се десили или јесу али у недовољној мјери. Природна је жеља сваког сувласника акционарског друштва да, уколико жели да буде власник капиталног улога у предузећу које сматра квалитетним у инвестиционом смислу, да учествује у његовом управљању, да максимално укрупни своје власништво. Или, може и да буде пасивни власник, односно да не учествује у управљању, али да остварује принос на своје акције у виду дивиденде (односно камату у случају обвезница). Међутим, проблем је што се дивиденда исплаћује у само неколико од стотина акционарских друштава у Републици Српској.⁵⁴ Алтернатива томе јесте излазак из капиталне структуре, односно продаја акција. Из тих разлога, постоје корпоративне радње као што су докапитализација (повећање капитала) и преузимање акционарских друштава⁵⁵ (повећање учешћа акционара или групе акцио-

⁵¹ Могуће рјешење уситњености појединачних улога је акционарски активизам путем удруживања гласова кроз удружења акционара или путем заједничког пуномоћника, међутим због низа објективних проблема, овакве активности нису успјеле заживјети, како у Републици Српској, тако и у Босни и Херцеговини.

⁵² Законодавац би требало да се понаша у складу са познатом француском максимом *liberté, égalité, fraternité* (слобода, једнакост, братство). Будући да више од 50% популације Републике Српске посједује капиталне удјеле, доношење закона чије су поједине одредбе супротне интересима већине популације не би требало да буде правило.

⁵³ Општа оцјена стручњака и јавности је да је процес приватизације у балканским земљама био, у најмању руку, проблематичан.

⁵⁴ Списак отворених акционарских друштава са сједиштем у Републици Српској које исплаћују дивиденду може се погледати на <http://www.blberza.com/Pages/dividend.aspx>, 20. август 2013.

⁵⁵ О процесу преузимања из угла акционарских права, више вид. К. Ђулић, Т. Кузман, „Заштита права мањинских акционара: правни оквир и примена“, *Квартални*

нара). Да су се те корпоративне радње одвијале у посљедњих десетак година (од почетка ваучерске приватизације), данас не би имали проблем недоласка мањинских акционара на скупштине акционара из простог разлога што би ти акционари изашли из капиталне структуре тих акционарских друштава, односно продали своје акције већинском власнику. Пошто се то није дешавало у знатном дијелу акционарских друштава, садашња ситуација је таква да група власника жели да оствари своја права путем доношења одлука које квалификована већина подразумијева, али науштрб мањинских акционара који су путем смањења квалификоване већине практично искључени из одлучивања. На овај начин, смањивањем квалификоване већине, постојећи власници-акционари који врше управљање са предметним акционарским друштвима, директно су дестимулисани да иду у повећање својих капиталних улога (било путем директне куповине акција, преузимања или до-капитализације), јер све битне одлуке могу изгласати са само 34%⁵⁶ од укупног броја гласова, чиме постојање мањинских акционара, са управљачког становишта, постаје небитно. Дакле, мањински акционари немају никакву потребу за било каквим интересовањем око својих акционарских права, јер немају принос на акције у виду дивиденде, нити имају интерес за управљањем због уситњених улога.

Имајући у виду наведене проблеме,⁵⁷ могуће је истакнути препоруке и приједлоге за превазилажење постојећег стања:⁵⁸

монитор економских трендова и политика у Србији, Фонд за развој економске науке, Београд 2005, 92.

⁵⁶ Претпоставимо да је укупан број гласова неког акционарског друштва 100, и да је кворум већина од укупног броја гласова. У случају примјене квалификоване већине дефинисане као двотрећинска већина од присутног и гласајућег броја акционара, та већина представља 2/3 од 51 гласа, односно, 34 гласа.

⁵⁷ Огромна штета у Републици Српској већ је учињена, што се најбоље може доказати назадовањем свих берзанских индекса у посљедњих седам година, изразитим падом ликвидности тржишта капитала, порастом предузећа у стечају, нагомилавањем дугова предузећа према повјериоцима, немогућношћу њихове наплате те алармантног раста броја незапослених радника, с једне стране, те раста броја корисника ПИО фондова, с друге стране, што води до неодрживости ПИО система.

⁵⁸ Наведени приједлози дати су од стране аутора са најбољом намјером, а то је спречавање даљег губитка вриједности капиталних удјела грађана Републике Српске, те успостављање правичнијег економског система заснованог на владавини права.

4.1. Реформа правосуђа

Номинално, акционари уживају право на покретање судских спорова за заштиту својих права и за надокнаду учињене штете, уколико се докаже њено постојање. Међутим, у пракси, генерална оцјена је да спорови трају предуго, што дестимулише акционаре да на легитиман и легалан начин штите своја права. Забиљежени су чак и случајеви гдје акционарима на првостепеном суду није признато право (активне) легитимације, што представља правни преседан. Поред тога, постоје сумње у независан и објективан рад правосудног система и на случајеве опструкције под притиском других нивоа власти,⁵⁹ најчешће извршне. Судство мора да буде ефикасно, што значи да у најкраћем могућем времену спроводи судске поступке са минимумом трошкова. Независно, да ради самостално и објективно без спољних утицаја. Тужилаштва морају да у разумном року процесуирају за-примљене кривичне пријаве којима се мора знати исход.⁶⁰ Обука судија и тужилаца мора да буде континуирана и свеобухватна.

4.2. Професионализација рада регулаторних органа

Од квалитета рада регулатора финансијског сектора у знатној мјери зависи остварени ниво корпоративног управљања. Ту се, прије свега, мисли на рад Комисије за хартије од вриједности, регулатора тржишта капитала, Агенције за банкарство, регулатора банкарског сектора, и Агенције за осигурање, регулатора сектора осигурања. Како све манипулативне и незаконите активности имају свој почетак и крај у финансијским токовима, из тог произлази да се проактивном и превентивном улогом наведених регулатора, што би на крају крајева требало спадати у њихове редовне активности, може идентификовати значајан број случајева кршења закона.⁶¹ Сви регулатори имају могућ-

⁵⁹ Вид. Обавјештење о неким појавама од интереса за остваривање уставности и законитости, Уставни суд Републике Српске, који се налази унутар материјала за 32. сједницу Народне скупштине Републике Српске, http://www.narodnaskupstinars.net/upload/documents/cirilica/materijali/Materijali_za_32_sjednicu.zip, од 16. марта 2014.

⁶⁰ Путање администрације је врло чест случај, па подносиоци кривичних пријава, нарочито из области привредног криминала, годинама немају никакву повратну информацију о статусу пријаве.

⁶¹ Примјера за ове тврдње има напретек. Да је Агенција за банкарство РС имала проактивну улогу у надзору тадашње Балкан Инвестмент банке ад Бања Лука, не би се могло десити да та банка дође пред банкрот, што је Републику Српску коштало неколико десетина милиона КМ властитих средстава уложених у докапитализацију, тј. спасавање наведене банке. Или, да је Комисија за хартије од вриједности досљедно и правовремено контролисала трансакције инвестиционих фондова, не би се десио вишемилонски одлив средстава практично, „из цепова“ грађана Српске, као већинских власника фондова.

ност да сазнања о штетним активностима, до којих дођу у свом раду, прослиједи или истражним органима (МУП Републике Српске), или надлежним тужилаштвима, међутим, судећи према јавно доступним подацима, такве сарадње до сада није било.

4.3. Реформа Пореске управе Републике Српске

Иако постоји релативно квалитетан законски оквир, у виду неколико закона из пореске области и одговарајућих подзаконских аката, у знатном броју случајева дошло је до тешких манипулација, без адекватне и правовремене реакције Пореске управе. Нарочит је проблем недостатак ангажмана у контролисању трансферних цијена, иако за то постоји законски оквир који то омогућује.⁶² У том смислу, Пореска управа мора да буде објективан и независан, те, врло битно, деполитизован орган који ради према законском оквиру.

5. ЗАКЉУЧАК

Скупштине акционара представљају правно регулисана окупљања власника акционарских друштава на којима они могу да на најдиректнији начин искажу своје виђење о даљем току вођења датог акционарског друштва. Гласање акционара суштински представља трансфер информација од (су)власника компаније ка другим органима привредног друштва, као што су менаџмент, управни и други одбори. Те информације су облигаторне природе будући да су изражене као правно обавезујуће одлуке највишег управљачког органа, што акционарска скупштина јесте, поготово у транзиционим земљама.⁶³ Питање конституисања већине директно зависи од структуре акционарског капитала (односно његове дисперзије), и од регулативе која дефинише акционарска права и регулише начине гласања на скупштинама акционара. Структура акционарског капитала може бити двојака: власништво може бити распршено на већи број акционара који појединачно имају релативно мале удјеле, односно, тако бити распо-

⁶² Очит примјер је огромна штета настала извлачењем средстава из групације Фабрике глинице „Бирач“ и повезаних лица. Такође, индикативно је коришћење трансферних цијена у пословању нафтне индустрије Републике Српске, која је приватизована током 2007. године.

⁶³ У транзиционим земљама кључну ријеч код вођења привредног друштва има већински акционар или група акционара која чини већину, за разлику од развијених земаља гдје је агенцијски проблем на релацији менаџмент–акционари далеко сложенији. Развијене земље предвиђају разна правила у својим легислативама које дају могућности управама компанија да се бране од доминантног утицаја акционара.

ређена да постоји већински и мањински акционари.⁶⁴ Први случај подразумева теже долажење до консензуса, с обзиром на то да ниједан акционар појединачно не може да испуни критеријуме барем просте већине потребне за доношење одлука. Друга карактеристика распршеног власништва јесте природна тежња за укрупњењем капитала (како ради лакшег доношења одлука, тако и ради већег утицаја на расподјелу припадајућег профита). Други случај постојања већинског и мањинских акционара, неминовно поставља питања заштите права мањинских акционара и спречавања ограничења њихових права као резултат превласти већинског акционара.⁶⁵

Природни интерес укрупњења власништва и експропријације капитала мањинских од стране већинског акционара важи и у овом случају, а на овај интерес, нарочито у транзиционим земљама, може да утиче већина потребна за доношење одлука на скупштинама акционара. Уколико је правна заштита интереса мањинских акционара слаба, они су у двоструком негативном положају. Прво, у случају да је регулатива дефинисана тако да немају право вета, односно да је квалификована већина постављена сувише ниско, и друго – због неадекватног правосудног система који споро и неефикасно процесуира тужбе мањинских акционара. Посебно се истиче проблем неактивности мањинских акционара, који је настао као резултат масовне, ваучерске приватизације у којој су мањински акционари бесплатно и појединачно уситњено добили јединице капитала. С друге стране, њиховостанак у власничкој структури акционарских друштава може да се објасни како недостатком интереса,⁶⁶ тако и својеврсном поруком како већинском власнику – да се уздржавају од гласања јер то не би могло промијенити њихову ситуацију, првенствено због ниског нивоа корпоративног управљања, тако и законодавцу – да постојећа регулатива штети њиховим интересима.⁶⁷

⁶⁴ Неки аутори напомињу да ове двије врсте дисперзије власништва могу да упоредо постоје, и да је то својеврсност балканских транзиционих земаља. Вид. М. Лабус, *Корпоративни сектор у Србији: Народни капитализам или тајкунизација*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007, 2.

⁶⁵ М. Васиљевић, „Приближавање система управе акционарских друштава у упоредном праву и пракси“, *Стратегија раста и развоја у условима фискалне и дужничке кризе*, Пети симпозијум о корпоративном управљању, Финрар 2010, 20.

⁶⁶ Што због недовољних знања о инвестирању и тржиштима капитала, што због лошег стања на тржишту капитала (односно мале ликвидности и ниских цијена хартија које посједују), што због недостатка капиталних прилива у виду дивиденде. Може се тврдити да је у питању комбинација ових фактора.

⁶⁷ Логика иза ове тврдње је став да исувише низак ниво прописане квалификоване већине спречава укрупњење капитала већинског акционара и експропријацију капитала мањинских акционара засновану на принципима добровољности и признавања фер вриједности.

ЛИСТА РЕФЕРЕНЦИ

Библиографске референце

1. Beitz, Charles, *Political Equality*, Princeton University Press, New Jersey 1989;
2. Bew, Robyn, Fields, Richard, *Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, IIRC Institute, New York 2012;
3. Buchanan, James, Tullock, Gordon, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, Michigan 1962;
4. Васиљевић, Мирко, „Приближавање система управе акционарских друштава у упоредном праву и пракси“, *Стратегија раста и развоја у условима фискалне и дужничке кризе*, Пети симпозијум о корпоративном управљању, Финрап 2010;
5. Vermeule, Adrian, *Absolute Voting Rules*, The Law School, University of Chicago, Chicago 2005;
6. Van Aaken, Anne, *Shareholder Suits as a Technique of Internalization and Control of Management*, Research Network Uniform Terminology for European Private Law, 2004;
7. Guinier, Lani, *The Tyranny of the Majority: Fundamental Fairness in Representative Democracy*, Free Press, New York 1995;
8. Ђулић, Катарина, Кузман, Тања, „Заштита права мањинских акционара: правни оквир и примена“, *Квартални мониторинг економских трендова и политика у Србији*, Фонд за развој економске науке, Београд 2005;
9. Ђорђевић, Марија, *Корпоративно управљање: власништво, контрола и права акционара*, Привредна изградња, Универзитет у Новом Саду, Нови Сад 2005;
10. IBRD/World Bank, *Doing Business Report*, Washington DC 2013;
11. ISS Europe, Shearman&Sterling, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Brussels – Paris 2007;
12. Karmel, Roberta, *Reform of Public Company disclosure in Europe*, Brooklyn Law School, Brooklyn 2005;
13. Лабус, Миролуб, *Корпоративни сектор у Србији: Народни капитализам или тајкунизација*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007;
14. Марковић-Бајаловић, Дијана, *Право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Источном Сарајеву, Источно Сарајево 2011;
15. Masouros, Pavlos, “Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe“, *Kluwer Law International*, Vol. 7, Issue 5, October 2010;

16. Maug, Ernst, Rydqvist, Kristian, "Do Shareholders Vote Strategically? Evidence on the Advisory Role of Annual General Meetings", *CEPR Discussion papers* 2004;
17. Nanthan, Charles, Mehta, Parul, *The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting*, Latham & Watkins LLP, New York 2010;
18. OECD, *Principles of corporate governance*, Paris 2004;
19. Pinto, Arthur, *The European Union's shareholder voting rights directive from an American perspective: some comparisons and observations*, Brooklyn Law School, Brooklyn 2008;
20. Радовановић, Бојана, „Индивидуално одлучивање, групно одлучивање и делиберација“, *Филозофија и друштво* 2/2012;
21. Schwartzberg, Melissa, *Counting The Many: The Origins and Limits of Supermajority Rule*, Columbia University, New York 2013;
22. Transparency International, *Global Corruption barometer*, Berlin 2013;
23. World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2012–2013*, Geneva 2013.

Правни прописи

1. Закон о инвестиционим фондовима, *Службени гласник РС*, бр. 92/06;
2. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 127/08, 58/09 и 100/11;
3. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник Р. Србије*, бр. 36/11 и 99/11;
4. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник Р. Црне Горе*, бр. 6/02, и *Службени гласник ЦГ*, бр. 40/11;
5. Закон о трговинским друштвима, *Службени гласник Р. Македоније*, бр. 28/04;
6. Закон о трговачким друштвима, *Службене новине Р. Хрватске*, бр. 111/12 и 68/13;
7. Directive 2007/36/EC, *Official Journal of the European Union*, 184/17.

Интернет извори

1. Voting and Elections, May's theorem, <http://www.math.cornell.edu/~mec/Summer2008/anema/maystheorem.html>;
2. European Commission, *Revision of the shareholders' rights Directive*, http://ec.europa.eu/governance/impact/planned_ia/docs/2013_market_034_shareholders_rights_directive_en.pdf;
3. Обавјештење о неким појавама од интереса за остваривање уставности и законитости, Уставни суд Републике Српске, материјали за 32. сједницу Народне скупштине Републике Српске, http://www.narodnaskupstinars.net/upload/documents/cirilica/materijali/Materijali_za_32_sjednicu.zip;

4. Распоред исплаћивања дивиденде, Бањалучка берза, <http://www.bl-berza.com/Pages/dividend.aspx>;
5. Rule of Law Index Scores and Rankings, <http://worldjusticeproject.org/rule-of-law-index-data>.

Siniša Božić

Investment funds shareholder's association of Republika Srpska
Banja Luka

STATUTORY MAJORITY OF VOTES IN SHAREHOLDER'
ASSEMBLIES OF LISTED COMPANIES WITH THE PURPOSE OF
PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS' INTERESTS

Summary

Issues of actualization of minority shareholders' interests are in focus of international institutions, legislation (on international and national level), experts, media and broad public interest. Not without reason, because level of minority rights compliance, in this case minority shareholders rights, shows achieved level of democracy, that is, corporate governance level in a given society. Furthermore, minority shareholders' position determines and influences, to a certain extent, situation on stock markets, their liquidity and development and, in some countries, these issues are gaining important social dimension. Regulating mechanisms of shareholders' voting and determining majority of votes in shareholders' assemblies represent key elements which can either help achieve interests of minority shareholders or limit them.

Key words: *Shareholders' assembly; Minority shareholders; Stock market; Voting systems; Determining majority.*