



**УНИВЕРЗИТЕТ ПРИВРЕДНА АКАДЕМИЈА У  
НОВОМ САДУ**



**ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ ЗА ПРИВРЕДУ И  
ПРАВОСУЂЕ У НОВОМ САДУ**

**ПРАВНА ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У ПОСТУПКУ  
АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА**

**ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА**

**Ментор:**

**Проф. Др Милан Почуча**

**Кандидат:**

**Мр Марија Тасић**

**НОВИ САД, 2017**

**УНИВЕРЗИТЕТ ПРИВРЕДНА АКАДЕМИЈА**

**У НОВОМ САДУ**

**ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ ЗА ПРИВРЕДУ И ПРАВОСУЂЕ**

**У НОВОМ САДУ**

**МЕНТОР:**

Проф. др Милан Почуча, редовни професор

Факултет за право и привреду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду

**ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:**

1. Проф. др Небојша Шаркић, председник комисије
2. Проф. др Вук Раичевић, члан
3. Проф. др Милан Почуча, ментор

**Датум одбране:**

## ***Изјава захвалности***

*Докторска дисертација је настала на основу дугогодишње праксе у области заступања и пружања правних савета акционарским друштвима у Србији из области компанијског права и права преузимања и као резултат рада и ангажовања већег броја колега адвоката.*

*Велику захвалност дугујем свом ментору, проф. Др Милану Почучи на важним стручним сугестијама, корисним предлозима и саветима како би дисертација добила свој коначни облик, као и на великом поверењу које ми је указао.*

*Свим члановима Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације захваљујем на уложеном времену и подрици током израде докторске дисертације.*

*Захваљујем се својим колегама и сарадницима из Адвокатске канцеларије Тасић&Партнери који су велики део посла преузели на себе и омогућили ми да се посветим овом сложеном и захтевном пројекту.*

*Посебно се захваљујем својој драгој колегиници и пријатељици Вањи Стојановић на бескрајној подрици, саветима и несебичној помоћи коју ми је пружила током израде докторске дисертације.*

*На крају захвалност дугујем својој породици, пријатељима и свим драгим људима на стрпљењу због пажње и времена које сам им ускратила током израде докторске дисертације.*

***Аутор***

# ПРАВНА ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У ПОСТУПКУ АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА

## РЕЗИМЕ/АПСТРАКТ

Предмет овог истраживања су општа и посебна права мањинских акционара као инвеститора, са посебним освртом на права акционара у поступку промене корпоративне контроле, односно аквизиције акционарског друштва. Докторска дисертација је конципирана као анализа стандарда и регулативе права мањинских акционара и њихове заштите, на међународном и националном нивоу и компарација решења из англосаксонског и континенталног, односно комунитарног права са решењима која су имплементирана у домаћи правни поредак. Поред адекватног нормирања, заштита права мањинских акционара и ефикасност њихове примене зависи, у компанијском и праву преузимања, од јавноправне регулативе и њених механизма, због чега у предмет анализе спадају и процесноправни механизми заштите.

Сукоб интереса већинских и мањинских акционара је у компанијском праву дефинисан као други агенцијски проблем, који се различито решава у *common law* систему дисперзованог власништва и *civil law* систему концентрисаног власништва, и поседује одређене специфичност у транзиционим економијама. Агенцијски проблем се може ублажити или решити коришћењем интерних и екстерних механизма корпоративног управљања, од којих предмет истраживања, са аспекта заштите мањинских акционара, чине екстерни механизми и то тржиште корпоративне контроле и правни систем.

Заштита права мањинских акционара као институт компанијског и права преузимања, нема дугу традицију у српском праву, будући да представља правни трансплант преузет из англосаксонског система, тако да је циљ истраживања објашњење и приближавање домаћем правном поретку начина и механизма добровољне заштите мањинских акционара и механизма процесне принуде.

Резултати истраживања су потврдили висок ниво нормативноправне заштите права мањинских акционара генерално и у поступку аквизиције акционарских друштава уз различите нивое заштите принудним путем.

**Кључне речи:** права мањинских акционара, заштита права мањинских акционара, механизми заштите права мањинских акционара, корпоративно управљање, структура власништва.

**Научна област:** Правне науке

**Ужа научна област:** Привредноноправна

**УДК:** 347.72

# LEGAL PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS IN THE PROCESS OF ACQUISITION OF JOINT STOCK COMPANIES

## Summary

The subject of this research are general and special rights of minority shareholders acting as investors, with special emphasis on the rights of shareholders in the process of change in corporate control, respectively in an acquisition of a joint stock company. The doctoral dissertation is conceptualised as an analysis of standards and regulation of minority rights and their protection at international and national level and the comparison with the solutions implemented from domestic legal framework, originated from *common law* and *civil* or *community law*. In addition to adequate standardization, protection of minority shareholders and the effectiveness of their implementation in the area of corporate law and takeover law, depends on the public law regulation and its mechanisms, why the subject of analysis also includes procedural mechanisms of protection.

A conflict of interest between majority and minority shareholders in the company's law is defined as a second agency problem, which is solved differently in *common law* dispersed property and *civil law* concentrated property system, and has certain specificity in the transition economy. The agency problem can be mitigated or resolved using internal and external mechanisms of corporate governance, of which the subject of research in terms of protecting minority shareholders, are external mechanisms including the market for corporate control and legal system.

Protecting the rights of minority shareholders as an institute of company law and law on takeovers, doesn't have a long tradition in Serbian law, being a legal transplant taken from the Anglo-Saxon system, which determines the goal of the research in a direction of explanation and the convergence to the domestic legal framework, various modes and mechanisms of voluntary protection of minority shareholders and the mechanisms of procedural coercion.

Research results confirmed a high level of normative-legal protection of the rights of minority shareholders in general and in the process of acquisition of joint stock companies with different levels of public enforcement protection.

**Key words:** the rights of minority shareholders, protection of minority shareholders, the mechanisms of protecting the rights of minority shareholders, corporate governance, ownership structure.

**Scientific Area:** Legal sciences

**Specific Scientific Area:** Commercial Law

**UDC:** 347.72

# САДРЖАЈ

УВОД .....	2
<b>ДЕО 1. ОПШТА ПИТАЊА ЗАШТИТЕ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА И АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА .....</b>	<b>8</b>
1. ИНВЕСТИЦИЈЕ И АКЦИОНАРСТВО .....	8
1.1. Економске интеграције и инвестиције.....	8
1.2. Појам инвестиције .....	9
1.2.1. Домаће и стране инвестиције.....	10
1.2.2. Стране директне инвестиције, портфолио инвестиције и "нове форме инвестиција".....	11
1.3. Акције као форма инвестиција .....	14
1.4. Инвеститор као акционар.....	16
1.5. Мањински акционари и врсте мањинских акционара.....	17
1.5.1. Структура власништва и принцип већине и мањине .....	17
1.5.2. Националност мањинских акционара.....	21
1.5.3. Директни и индиректни акционари .....	22
1.5.4. Мањински акционари у групама друштава.....	22
1.5.5. Блокхолдери .....	24
1.5.6. Институционални инвеститори .....	25
2. КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	27
2.1. Агенцијски проблеми.....	27
2.2. Теорије корпоративног управљања .....	33
2.3. Дефинисање појма корпоративног управљања .....	35
3. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И УТИЦАЈ НА ЗАШТИТУ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	39
3.1. Англосаксонски модел корпоративног управљања.....	39
3.2. Континентални модел корпоративног управљања.....	41
3.3. Јапански ( <i>keiretsu</i> ) модел корпоративног управљања .....	42
3.4. Управљачки, раднички и државни модел корпоративног управљања .....	43
3.5. Корпоративно управљање и транзиционе економије.....	45
4. ОГРАНИЧЕЊА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И ПРАВЦИ РАЗВОЈА.....	47
5. КОМПАНИЈЕ И КОМПАНИЈСКО ПРАВО У СВЕТЛУ ПОЈАВЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА.....	50
5.1. Одређивање предмета компанијског права.....	50
5.2. Еволуција компанија и компанијске регулативе .....	51
5.3. Стандардне и посебне форме обављања привредних активности у Европској унији.....	53
5.4. Доминатне форме привредних друштава .....	56
5.5. Терминолошке дилеме и форме привредних друштава .....	58
6. АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА.....	59
6.1. Настанак и појмовно одређење акционарског друштава .....	59
6.2. Историјски развој акционарских друштава у Србији.....	62
6.3. Врсте акционарских друштава према српском законодавству.....	68
6.4. Аквизиције као пословна стратегија и екстерни механизам корпоративног управљања .....	72
6.5. Врсте аквизиција.....	74
<b>ДЕО 2. МАТЕРИЈАЛНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА.....</b>	<b>76</b>
1. ПРАВНИ ОКВИР ЗАШТИТЕ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	76
1.1. Преглед извора права за заштиту мањинских акционара .....	76
1.2. Заштита инвеститора на основу међународних прописа и других докумената .....	77



1.2.1. Инвестициони спор “investor-to-state“ .....	81
1.2.2. Заштита права мањинских акционара у инвестиционом спору .....	82
1.3. Национална законодавства.....	84
1.3. Емпиријске студије о заштити акционара .....	86
2. КОМУНИТАРНО ПРАВО И ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	92
2.1. Реформа компанијске регулативе Европске уније.....	92
2.2. Европски модел компанијског закона.....	98
3. КОДЕКСИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА .....	101
3.1. Улога кодекса корпоративног управљања.....	101
3.2. Српски кодекси корпоративног управљања .....	104
4. НОРМИРАЊЕ ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	106
4.1. Општа питања примене и заштите права мањинских акционара .....	106
4.2. Традиционалне класификације права акционара .....	107
4.3. Права акционара у прописима о тржишту капитала.....	111
4.3.1. Предмет регулација .....	111
4.3.2. Национални регулатори тржишта капитала .....	112
4.3.3. Заштита акционара и тржиште капитала у Србији .....	113
4.4. Основна права мањинских акционара.....	118
4.5. Класификације основних и мањинских права акционара.....	119
4.5.1. ОЕЦД и IFC/ECODA класификација.....	120
4.5.2. Класификација права мањинских акционара у српском законодавству .....	125
5. РЕАЛИЗАЦИЈА ПРАВА АКЦИОНАРА .....	127
5.1. Право учествовања и гласања на скупштини.....	127
5.2. Сазивање и одржавање скупштине акционара.....	128
5.3. Право акционара на сазивање скупштине.....	132
5.4. Право на предлагање допуне дневног реда .....	133
5.5. Право на постављање питања .....	135
5.6. Заступање акционара .....	137
5.7. Гласање акционара.....	138
5.7.1. Гласање преко пуномоћника, <i>in absentia</i> и електронским путем.....	138
5.7.1.1. Гласање преко пуномоћника .....	138
5.7.1.2. Гласање писаним путем .....	140
5.7.1.3. Електронско гласање .....	141
5.7.2. Гласање професионалних пуномоћника.....	142
5.7.3. Посебна правила о гласању .....	145
5.7.4. Апсентизам и ангажовање акционара .....	149
5.8. Именовање и избор чланова одобра од стране мањинских акционара.....	151
5.9. Право на информисање.....	154
6. ПОСЕБНЕ ДУЖНОСТИ ДИРЕКТОРА.....	161
6.1. Дужност пажње.....	163
6.2. Дужност лојалности привредном друштву.....	166
<b>ДЕО 3. ЗАШТИТА ПРАВА АКЦИОНАРА У ПОСТУПКУ ПРЕУЗИМАЊА .....</b>	<b>173</b>
1. ТЕОРИЈСКЕ ПОСТАВКЕ ИНСТИТУТА ПРЕУЗИМАЊА .....	173
1.1. Економске теорије.....	173
1.2. Правне теорије.....	175
2. ПРАВНИ СИСТЕМИ ПРЕУЗИМАЊА.....	176
2.1. Амерички систем преузимања .....	178
2.2. Британски систем преузимања .....	182

2.3. Комуитарни систем преузимања .....	185
3. КОМУНИТАРНО ПРАВО ПРЕУЗИМАЊА .....	186
3.1. Историјски преглед.....	186
3.2. Основни институти Директиве о преузимању .....	193
4. ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У ДИРЕКТИВИ О ПРЕУЗИМАЊУ .....	199
4.1. Обавезна понуда за преузимање.....	199
4.2. Цена акција у понуди за преузимање.....	203
4.3. Стратегије одбране у светлу Директиве о преузимању.....	205
4.3.1. Принцип неутралности управе .....	206
4.3.2. Принцип пробијања .....	209
4.4. Право на принудну продају и право на принудну куповину у Директиви о преузимању.....	213
4.5. Минимум информација у вези са понудом за преузимање.....	217
4.6. Закључне опсервације о Директиви о преузимању .....	218
5. МАТЕРИЈАЛНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У СРБИЈИ У ПОСТУПКУ ПРЕУЗИМАЊА.....	220
5.1. Институт преузимање акционарских друштава у Србији.....	220
5.2. Заштита права мањинских акционара у поступку преузимања .....	223
5.2.1. Заштита мањинских акционара у предаквизиционој фази .....	223
5.2.2. Заштита мањинских права у фази аквизиције .....	226
5.2.3. Постаквизициона заштита права мањинских акционара .....	229
5.2.3.1. Право на принудну продају .....	230
5.2.3.2. Право на принудну куповину .....	234
5.3. Остала права мањинских акционара обезбеђена судском заштитом .....	235
5.3.1. Општа правила о праву на побијање одлука скупштине .....	235
5.3.2. Посебна права несагласних акционара .....	236
5.3.3. Подношење тужбе за престанак друштва или одређивање других мера .....	238
6. УПОРЕДНОПРАВНИ ПРЕГЛЕД ПРАВА АКЦИОНАРА У РЕГИОНУ .....	240
<b>ДЕО 4. ПРОЦЕСНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА.....</b>	<b>244</b>
1. ОПШТЕ НАПОМЕНЕ О ПРОЦЕСНОПРАВНОМ АСПЕКТУ ЗАШТИТЕ ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА .....	244
2. МЕЂУНАРОДНОПРАВНА ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА.....	245
2.1. Правни основ потраживања и заштита мањинских акционара.....	245
2.2. Рацио пружања међународноправне заштите .....	247
2.3. Пракса међународних трибунала и мањински акционари.....	248
3. ТУЖБА ЗА ПОБИЈАЊЕ ОДЛУКА ОРГАНА .....	<b>ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.</b>
3.1. Побиање одлука органа у акционарском друштву.....	250
3.2. Лица овлашћена на подношење тужби за побијање.....	256
3.3. Утврђивање основаности тужбе за побијање .....	259
4. ДИРЕКТНА ТУЖБА.....	263
4.1. Индивидуална тужба.....	264
4.1.1. Ликвидациона тужба као посебни облик индивидуалне тужбе .....	269
4.1.2. Упоредноправни преглед института индивидуалне тужбе .....	272
4.1.3. Статусна и имовинска одговорност директора .....	273
4.1.3.1. <i>Ultra vires</i> .....	274
4.1.3.2. Статусна одговорност.....	276
4.1.3.3. Имовинска одговорност.....	278
4.1.4. Критеријум забране индиректне штете код индивидуалних тужби.....	280
4.2. Деривативна тужба .....	283

4.2.1. Foss v. Harbottle и изузеци.....	285
4.2.2. Процесне претпоставке за подношење деривативне тужбе.....	286
5. КОЛЕКТИВНА ТУЖБА.....	289
5.1. Појам колективне тужбе.....	289
5.2. Тужбе класе у САД.....	291
5.3. Механизми колективне заштите у Европској унији.....	293
5.4. Могућност колективне заштите акционара у српском праву.....	296
6. ПРОЦЕСНОПРАВНА ЗАШТИТА У СУДСКОМ ПОСТУПКУ.....	302
6.1. Заштита у ванпарничном поступку.....	302
6.1.1. Начело контрадикторности и хитности у поступку.....	304
6.1.2. Судска пракса заштите права мањинских акционара у ванпарничном поступку.....	306
6.1.2.1. Непоштовање начела хитности од стране судова.....	306
6.1.2.2. Принудни откуп и право на продају у судском поступку.....	308
6.2. Заштита у парничном поступку.....	312
6.2.1. Основна правила парничног поступка.....	312
6.2.2. Судска пракса заштите мањинских акционара у парничном поступку.....	315
6.3. Репресивне мере као инструмент посредне заштите права мањинских акционара.....	317
6.3.1. Кривична дела.....	317
6.3.2. Привредни преступи и прекршаји.....	320
7. ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У УПРАВНОМ ПОСТУПКУ.....	323
7.1. Тржиште капитала и улога институција.....	323
7.2. Мере заштите које спроводи Комисија за хартије од вредности.....	324
7.2.1. Надлежност Комисије за хартије од вредности.....	324
7.2.2. Спровођење контроле и изрицање мера и санкција.....	326
7.3. Мере заштите које спроводи Београдска берза.....	327
7.4. Централни регистар и заштита права мањинских акционара.....	331
7.4.1. Анализа случаја „А“ а.д. Београд.....	
<b>ЗАКЉУЧАК.....</b>	<b>337</b>
<b>КОРИШЋЕНА ЛИТЕРАТУРА.....</b>	<b>342</b>
<b>КОРИШЋЕНИ ПРАВНИ ИЗВОРИ.....</b>	<b>361</b>
<b>КОРИШЋЕНИ ИНТЕРНЕТ ИЗВОРИ.....</b>	<b>368</b>

## УВОД

Развој компанија и привреде држава нису могући без инвеститора, често из различитих јурисдикција који инвестирају у регулаторна окружења са уведеним препознатљивим правним стандардима. Својство акционара као инвеститора, могу имати домаће и страно правно или физичко лице, група, организација, установа, институција или фонд, који инвестирају у акције акционарског друштва, ради реализације краткорочног или дугорочног финансијског интереса.

Имајући у виду значај инвестиција и заштите истих, нормативноправно се акционарима пружа заштита на међународном и националном нивоу. Заштита права акционара је на међународном нивоу пружена инвестиционим инструментима као што су билатерални и мултилатерални уговори о инвестицијама и међународне конвенције. На националном нивоу, права акционара се штите разнородном регулативом, почев од компанијскоправне регулативе преко права хартија од вредности, тржишта капитала, до права преузимања. У савременој правној историји због потребе конвергенције стандарда заштите права мањинских акционара, а у склопу принципа корпоративног управљања, механизмима *soft law* регулативе међународних организација, форума и професионалних удружења долази до високог степена унификације права акционара. Најпознатији унифицирани стандарди за корпоративно управљање који се баве правима мањинских акционара су дефинисани ОЕЦД Принципима корпоративног управљања из 1999.године, ревидираних 2004.године и 2015.године (*OECD Principles of Corporate Governance*).

Проблем заштите права мањинских акционара је идентификован у склопу корпоративног управљања и разрешења другог агенцијског проблема који се јавља на релацији већинског и мањинских акционара, због чега је од важности разумевање теоријског и практичног оквира корпоративног управљања.

Имајући у виду да је Србија држава у транзицији, то је недостатак историјског континуитета у домену акционарства и релевантних механизма

заштите надокнађен преузимањем института и механизма углавном из англосаксонских правних система, посредством комунитарног права. Решења која се односе на заштиту права мањинских акционара у поступку преузимања су преузета из Директиве о понудама за преузимање 2004/25/ЕЗ, почев од принципа једнакости акционара, обавезне понуде, принципа неутралности управе, пробијања и права на принудну продају (*squeeze-out*) и куповину акција (*sell-out*).

Квалитет и ефикасност заштите права мањинских акционара не могу бити адекватно сагледани без анализе механизма принудне примене прописа и релевантних правних средстава која стоје на располагању мањинским акционарима. Директне и деривативне тужбе су основна средства која стоје на располагању акционарима ради потраживања накнаде штете настале повредом заштићеног права. Међутим, поред основних механизма, постоје бројни правни инструменти заштите које акционари могу користити, почев од међународних инструмената (*investor-to-state-dispute*), до различитих врста захтева и тужби грађанског права, преко механизма казненоправне заштите.

Циљ који је постављен у изради ове докторске дисертације јесте преглед и анализа теоријског оквира, емпиријских резултата истраживања, стандарда, нормативе и упоредноправне регулативе, као и релевантних механизма процесне заштите права мањинских акционара, генерално и у свим фазама аквизиције акционарских друштава, ради постизања бољег разумевања истих, због недостатка релевантне праксе и доктрине у овој области.

## **1. Предмет и објекат истраживања**

Процес раста компанија зависи од корпоративног финансирања, које се код јавних акционарских друштава огледа у привлачењу инвеститора. Због глобализације инвестиционих трендова, улагачи захтевају исте или сличне услове на тржишту капитала и висок степен заштите својих инвестиција.

Предмет овог истраживања јесу општа и посебна права мањинских акционара у својству инвеститора, као института компанијског и права

преузимања, са посебним освртом на права у поступку промене корпоративне контроле, односно аквизиције акционарског друштва. Докторска дисертација је конципирана као анализа стандарда и регулативе права мањинских акционара и њихове заштите, на међународном и националном нивоу и компарација решења из англосаксонског и континенталног, односно комунитарног права са решењима која су имплементирана у домаћи правни поредак. Поред адекватног нормирања, заштита права мањинских акционара и ефикасност њихове примене зависи, у компанијском и праву преузимања, од јавноправне регулативе и њених механизма, због чега смо као предмет анализе одредили и процесноправне механизме заштите.

Сукоб интереса већинских и мањинских акционара је у компанијском праву дефинисан као други агенцијски проблем, који се различито решава у *common law* систему дисперзованог власништва и *civil law* систему концентрисаног власништва, као и у транзиционим економијама услед специфичности проблема, због чега се решења у делу заштите мањинских акционара разликују. Агенцијски проблем се може ублажити или решити коришћењем интерних и екстерних механизма, од којих предмет истраживања у домену заштите права мањинских акционара, чине екстерни механизми и то тржиште корпоративне контроле и правни систем.

Основна поставка предмета истраживања јесте утврђивање степена хармонизације компанијскоправне и регулативе преузимања са решењима развијених правних система, процена квалитета преузетих решења и ефикасности инструмената и институција принудне правне заштите права мањинских акционара, генерално и у поступку преузимања.

Предмет истраживања је актуелан са научног аспекта због недостатка довољног броја теоријских поставки и истраживања феномена заштите права мањинских акционара, у погледу класификације и примене. Иако заштита права акционара није непознаница, судска пракса је показала одређене недоследности, а недостатак судске праксе поводом одређених института заштите указује на то да су институти трешко применљиви и нејасни. Имајући наведено у виду, област заштите

права мањинских акционара није обрађена систематски у правнотеоријском смислу, што представља главни допринос ове дисертације.

## 2. Хипотезе

У оквиру теме овог рада, истраживање је засновано на три хипотезе у вези са којима ће се извршити провера и верификација у докторској дисертацији.

Савремене државе су разумеле потребу за стварањем истих услова за инвеститоре и инвестиције, путем међународних инвестиционих инструмената, усвајањем стандарда у домену заштите права акционара као инвеститора. Србија у фази приступања Европској унији има обавезу и тенденцију да, између осталог, своју правну регулативу компанијског права и права преузимања хармонизује са прописима и стандардима комунитарног права, који представљају рефлексију примене минималних стандарда у овој области уз обједињавање два различита правна система – англосаксонског и континенталног. Имајући у виду наведено, прва хипотеза (X1) је да српска регулатива компанијског и права преузимања обезбеђује адекватну општу правну заштиту мањинским акционарима. Имајући у виду да су права мањинских акционара која се штите компанијским прописима нераскидива од права која се штите прописима који регулишу преузимање и тржиште капитала у делу заштите инвеститора и обелодањивања, друга хипотеза (X2) је формулисана тако да су специфична права мањинских акционара нормативно заштићена и у поступку преузимања.

Легислативно регулисање права мањинских акционара је један сегмент заштите и предуслов за принудно остваривање заштите институтима и механизмима јавног права. Стручност у примени прописа од стране учесника (акционара, јавних друштава, регулатора, берзи, судова и др.) уз разумевање института права преузимања акционарских друштава, предуслови су за ефикасну и благовремену реализацију права мањинских акционара. Трећа хипотеза (X3) је формулисана тако да се права мањинских акционара принудним путем у грађанском, управном и казненоправном поступку реализују ефикасно и благовремено.

### **3. Сврха и циљ истраживања**

Општи циљ истраживања је боље разумевање релативно нових института којима се штите права акционара у преаквизиционој, аквизиционој и постаквизиционој фази промене контроле у јавном акционарском друштву у Србији, кроз разумевање примене ових института у развијеним државама.

Преузимањем нових института заштите права акционара претежно из комунитарног права, од којих принцип неутралности и принцип пробијања представљају високо развијене механизме заштите акционара у вези са применом стратегије одбране акционарског друштва од непријатељског преузимања, јавља се потреба за њиховим бољим разумевањем, ради ефективне имплементације.

Посебни циљеви су анализа доступних принудних механизма процесне заштите права мањинских акционара и провера њихове примене у српској пословној и судској пракси. Основни институти процесне заштите су директне (индивидуалне и колективне) и деривативне тужбе, међутим недовољно познати у нашем правном поретку, због чега захтевају додатно разумевање и анализу примене. Поред адекватног нормирања, заштита права мањинских акционара и ефикасност њихове примене, у компанијском и праву преузимања, зависи од јавноправне регулативе и њених механизма, због чега смо као предмет анализе одредили и процесноправне механизме заштите.

### **4. Научне методе**

Дисертација је израђена на основу проучавања материјала који обухвата домаће и стране теоријске радове и емпиријске студије, законодавство и судску праксу различитих јурисдикција и комунитарног права, и друге прописе и документе међународних организација, форума и струковних организација.

Теоријско-емпиријски оквир анализе је постављен у складу са дефинисаним хипотезама и у сагласности са предметом и циљевима истраживања, при чему је



приликом израде предложене докторске дисертације, коришћен и комбинован већи број различитих метода научног истраживања.

Традиционалне методе истраживања које ће бити примењене у изради докторске дисертације су историјскоправна, упоредноправна и позитивноправна. Поред наведеног, коришћене су логичке методе и то аналитичке (метода анализе, апстракције, специјализације и дедукције); синтетичке (метода синтезе, конкретизације, генерализације и индукције) као и функционалне, структуралне, мултидисциплинарне методе и метода студије случаја.

Историјска метода је коришћена за анализу порекла института страних инвестиција, компанија и акционарских друштава, као и ради објашњења транзиционог карактера компанијског права у Србији.

Упоредноправна метода је коришћена ради сагледавања одређених полазишта и института са различитих аспеката, а за потребе компарације корпуса заштићених права акционара у компанијској и регулативи права преузимања.

Имајући у виду да је значајан акценат у истраживању стављен на упоредноправну анализу нормативних решења у англосаксонском систему и комунитарном праву у односу на домаћа правна решења, то је нормативна или позитивноправна метода коришћена у претежном делу.

Логичке методе су примењиване као доминанте, уз мултидисциплинарни приступ, аналитичку методу и методу систематизације.

Метода студије случаја је коришћена за анализу примене прописа од стране институција тржишта капитала у казненоправном сегменту регулативе.

# ДЕО 1. ОПШТА ПИТАЊА ЗАШТИТЕ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА И АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА

## 1. ИНВЕСТИЦИЈЕ И АКЦИОНАРСТВО

### 1.1. Економске интеграције и инвестиције

Раст и развој компанија и држава нису могући без инвестиција. Тренд глобализације и економске интеграције олакшава приступ инвестирању. Економска интеграција је свесно усмерен и организован процес преображаја дивергентне светске привреде у јединствено тржиште робе, услуга, капитала и радне снаге.<sup>1</sup> Кључни носиоци економске интеграције су трговина и стране инвестиције, као доминатна форма међународних економских трансакција.<sup>2</sup> Носиоци страних инвестиција су мултинационалне, односно транснационалне компаније, групе компанија, као и професионални инвеститори. Због пословања у различитим јурисдикцијама, носиоци инвестиција показују тенденцију унификације принципа пословања, уводећи своја правила и принципе на различита тржишта. Снагом економске моћи утичу на промену „правила игре“ и законодавства домицилне државе, имплементацијом интерних принципа корпоративног управљања или најбоље праксе у појединим областима пословања.

Инвестиције као један од чинилаца привредног раста, држави увозници капитала могу донети позитивне и негативне ефекте. Позитивни ефекти укључују, раст економских перформанси, повећање стопе привредног раста, пореских прихода, технолошки прогрес, стицање *know-how*, нове услуге, запошљавање, едукацију запослених, и следствено смањење сиромаштва, као и повећање продуктивности, конкурентности и излазак на страна тржишта. У државама у развоју и транзиционим државама, преовлађују позитивни над негативним

---

<sup>1</sup>Ђуровић, Р., & Ћирић, А. (2005). *Међународно трговинско право – Општи део*. Ниш: Центар за публикације Правног факултета, стр.86.

<sup>2</sup>Sauvant, К. Р. (2016). *The Evolving International Investment Law and Policy Regime: Ways Forward*. Geneva: International Centre for Trade and Sustainable Development (ICTSD) and World Economic Forum, p.6.

ефектима који се манифестују у виду застарелих технологија, отпуштању вишка запослених или у расту платно-билансног дефицита.

Интензивне економске интеграције су створиле потребу за регулисањем бројних и комплексних економских интеракција. Регулаторне активности се огледају кроз реформе националних законодавстава, закључење међународних инвестиционих инструмената и то међународних споразума (енг.*international investment agreement*, ИА) и међународних билатералних уговора (енг.*bilateral investment treaty*, ВИТ) из области инвестиција<sup>3</sup> и радом међународних организација и форума на уједначавању добре праксе и стандарда. Нормативно се процес интеграције и конвергенције одвија у два правца, од универзалних, међународних и регионалних организација ка државама и обрнуто, кроз различите правне механизме.

## 1.2. Појам инвестиције

Сложеност појавних облика и хетерогеност инвестиционих форми чини комплексним одређивање појма инвестиције. Појам инвестиције се дефинише у оквиру економских теорија, као и регулаторно кроз међународне билатералне, регионалне и секторске уговоре, инвестиционе споразуме и конвенције, што ће бити предмет наше анализе.

Инвестиције се могу класификовати на више начина, од којих је, за потребе овог рада, најважнија подела према пореклу на домаће и стране и према врсти на директне и портфолио инвестиције. Дефинисање појма инвестиције је од значаја за даље разумевање појма домаћег и страног, акционара, као и поља заштите права акционара на националном и међународном нивоу.

---

<sup>3</sup> The United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL) је основан од стране Генералне скупштине Уједињених нација, резолуцијом 2205 (XXI) од 17.12.1966.године и представља главно тело Уједињених нација (*The United Nations, UN*) које се бави Међународним трговинским правом и представља тело које води рачуна о правним питањима, специјализовано за привредно-правне реформе и хармонизацију правила међународног бизниса. Према подацима UNCITRAL-а, број закључених билатералних инвестиционих уговора који садрже инвестиционе клаузуле је достигао 374, од чега је 306 на снази, док је укупан број закључених билатералних инвестиционих споразума 2.953 од чега је 2.366 на снази. Подаци су преузети са сајта <http://investmentpolicyhub.unctad.org/IIA> дана 13.03.2017.године.

### 1.2.1. Домаће и стране инвестиције

Појам инвестиције се са нормативно дефинише прописима домицилне државе, односно међународним инвестиционим инструментима, као и документима сачињеним од стране међународних организација са снагом *soft law*, у ком случају се кроз одређивање појма дефинише обим правне заштите која се на територији државе рецептора пружа страном инвеститору и страниј инвестицији.

Суштинску разлику у категоризацији домаћих и страних инвестиција, чини разликовање у резидентности инвеститора, односно места инвестиције, на основу ког критеријума се обезбеђује одређени корпус права.

Српски Закон о улагањима<sup>4</sup> дефинише да улог инвеститора чине ствари, права и новац. Законодавац је улагање дефинисао *numerus clausus*, као стицање одређених група права на основу улога и то: (1) права на стицање акција или удела, оснивањем или накнадним стицањем, (2) права стечена из јавних уговора, друга имовинска права на покретним и непокретним стварима и права интелектуалне својине и (3) стицање дозвола и лиценци за обављање делатности.

Из наведеног, закључујемо да је национално законодавство стало на становиште да се стицање акција примарним путем, кроз оснивање акционарског друштва или секундарним путем, сматра улагањем и као такво има загарантовану правну заштиту.

Стране инвестиције се најчешће дефинишу као пренос средстава или материјала из једне државе у другу, ради остваривања директног или индиректног учествовања у заради одређеног привредног друштва<sup>5</sup> или као „трансфер фондова или других материјалних вредности из једне државе (држава извозница капитала) у другу државу (државу увозницу капитала) ради коришћења тих средстава у

---

<sup>4</sup> Закон о улагањима, *Службени Гласник РС*, бр.89/2015.

<sup>5</sup> Sornarajah, M. (2010). *The International Law on Foreign Investment*. Cambridge: Cambridge University Press, p.4.

пословању привредног друштва у тој држави, а у циљу директног или индиректног учешћа у добити привредног друштва“.<sup>6</sup>

### **1.2.2. Стране директне инвестиције, портфолио инвестиције и „нове форме инвестиција“**

Стране инвестиције се најчешће деле на стране директне инвестиције (СДИ)<sup>7</sup> и стране портфолио инвестиције, при чему су основни критеријуми разликовања трајност инвестиције (енг.*long-term, short-term*), интенција за управљањем и евентуално и величина власништва у структури капитала.

Дефиниција СДИ од највећег утицаја на прикупљање статистичких података и мерење нивоа прилива и одлива инвестиција у појединачним државама, је дата у Упутству за биланс плаћања Међународног монетарног фонда (Упутство ММФ),<sup>8</sup> која појмовно одређује да је „директна инвестиција категорија прекограничне инвестиције повезана са резидентом једне привреде који има контролу или значајан степен утицаја на управљање у привредном друштву које је резидент друге привреде“. Упутство ММФ одређује и појам страног инвеститора, као ентитет или групу повезаних ентитета који су у могућности да остваре контролу или значајан степен утицаја на други ентит који је резидент друге привреде. Директна контрола постоји, када инвеститор поседује више од 10% учешћа у капиталу.

Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД)<sup>9</sup> одређује појам СДИ у својој публикацији Реперна дефиниција стране директне инвестиције, полазећи од концепта СДИ као категорије прекограничног инвестирања коју врши резидент једне привреде са циљем успостављања трајног интереса у привредном друштву

---

<sup>6</sup> Encyclopedia of Public International Law. (2013). Vol.8, Oxford, England: Oxford Publishing, p.246.

<sup>7</sup> Према једној од класификација теорија СДИ, постоје макро и микро, односно теорије међународних портфолио инвестиција, теорија монополских предности, теорија интернализације и еклектичка (ОЛИ) парадигма. Више о томе: Agarwal, P. J., & Gubitz, A., & Nunnenkamp, P. (1992). *Foreign Direct Investments in Developing Countries, The Case of Germany*. Kiel: Institut Fur Weltwirtschaft An Der Universitat Kiel Herausg, p.7-8.

<sup>8</sup> International Monetary Fund. (2009). *Balance of Payment Manual* (6th Ed.). Washington, D.C.: Author, p.101.

<sup>9</sup>ОЕЦД (*Organization for Economic Co-operation and Development*) је основан 1960.године од стране 18 европских држава и САД-а и Канаде, а данас броји 35 чланица, од којих и најразвијеније државе и државе из економија у развоју из Африке, Азије, Латинске Америке и Кариба, са циљем посвећености глобалном развоју. Више о томе на [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

које је резидент привреде различите од привреде страног инвеститора.<sup>10</sup> Појам директне инвестиције претежно се одређује према могућности и мотиву за управљање привредним друштвом, уз поседовање најмање 10% права гласа.

Конвенција о решавању спорова између држава и држављана других држава (ICSID конвенција)<sup>11</sup> се бави темом заштите страних инвестиција. ICSID конвенција не одређује експлицитно појам СДИ, већ га тумачи у сваком конкретном случају на основу међународних инвестиционих инструмената.<sup>12</sup>

Одређивање појма инвестиције и додатне правне заштите представља диспозицију сваке појединачне државе, у зависности од конкретних економских пројекција и макроекономске политике. Билатерални уговори дефишу инвестицију

---

<sup>10</sup>OECD. (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (4th Ed.), преузето са <http://www.oecd.org/investment/fdibenchmarkdefinition.htm> дана 14.10.2016.године.

<sup>11</sup>ICSID Конвенција (*Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States*) је отворена за потписивање 19.03.1965. године, а ступила је на снагу 14.10.1966. Њоме је формирана аутономна међународна институција-Међународни центар за решавање инвестиционих спорова у оквиру Светске банке (ICSID центар). Србија је једна од 155 држава потписница, почев од 08.06.2007. године када је Конвенција ступила на снагу у односу на нашу државу. Више о томе на [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>12</sup> Пракса ICSID центра је разнолика. У случају *Joy Mining Machinery Ltd. v. Arab republic of Egypt*, Одлука од 06.08.2004.године, истакнуто је да „стране у спору не могу уговором или споразумом, а за потребе ICSID јурисдикције, дефинисати као инвестицију нешто што не задовољава објективне захтеве из члана 25 ICSID Конвенције, јер би у супротном наведени члан био претворен у бесмислену одредбу. Другачије решење је прихватио ICSID центар у случају *Ceskoslovenska Obchodni Banka AS (CSOB) v. Slovak Republic*, када се указује да инвестиција као концепт треба да буде интерпретирана шире, јер творци ICSID Конвенције нису предвидели икаква ограничења у значењу. Више о томе OECD, Yannaca-Small et al. (2008). *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations*, OECD, p.60. Предлог мултилатералног споразума о инвестицијама (енг. *Multilateral Agreement on Investments, MAI*), израђен у оквиру OECD-а, до чијег потписивања није дошло, дефинише појам инвеститора и инвестиције. Према MAI инвеститор је физичко лице које поседује националност или стални боравак у држави потписници у складу са применљивим правом или правно лице или било који други ентитет формиран или организован у складу са применљивим правом државе потписнице, без обзира да ли ствара профит или не и без обзира да ли је приватно или власништво или под контролом државе и укључује корпорацију, труст, ортаклук (енг. *partnership*), предузетништво, огранак, *joint venture*, удружење или организацију. Под инвестицијом се према MAI сматра било која имовина у власништву или контролисана, директно или индиректно, од стране инвеститора, укључујући: привредно друштво (без обзира да ли ствара профит или не и без обзира да ли је приватно или власништво или под контролом државе и укључује корпорацију, траст, ортаклук (енг. *partnership*), предузетништво, огранак, јоинт вентуре, удружење или организацију); уделе, акције или другу врсту чешћа у капиталу предузећа и права која произлазе из тога; обвезнице, дужничке инструменте, зајмове и друге форме дуга, и сва права која произлазе из тога; права из уговора, укључујући право на „кључ у руке“, изградњу, управљање, производњу или уговоре о подели прихода; потраживања изражена у новцу или чињењу; права интелектуалне својине; права стечена у складу са законом или уговором као што су концесије, лиценце, овлашћења или дозволе и било која друга материјална или нематеријална, покретна или непокретна имовина и било која сродна права као што су уговори о закупу, хипотека, заложно право и залога.

на два начина, полазећи од широко дате формулације позитивно одређене листе предмета инвестиције, коју директно или индиректно контролише инвеститор или страна потписница или тако што се поред дефинисаног предмета СДИ одређују и бројни изузеци. *Ratione materiae*, предмет инвестиције обухвата следећих пет категорија:<sup>13</sup>

- 1) покретне и непокретне ствари које представљају материјалну имовину;
- 2) принос у привредним друштвима који обухвата инвестиције у дуг и капитал;
- 3) новчана потраживања и потраживања на основу уговора који имају финансијску вредност (уговорна права);
- 4) права интелектуалне својине и
- 5) пословне концесије издате на основу јавног права.

Предмет инвестиције у појединим билатералним уговорима су хартије од вредности, фјучерси, опције и други финансијски деривати.<sup>14</sup>

С обзиром на значај портфолио инвестиција за акционарска друштва и заштиту мањинских акционара, приказаћемо елементе дефиниције предметног појма. Портфолио инвестиције се детерминишу на основу упоређивања са СДИ и основним карактеристикама СДИ које се односе на контролу, управљање и дуготрајност интереса и инвестиције.<sup>15</sup> Тако су портфолио инвестиције, *argumentum a contrario*, инвестиције у којима се стиче мање од 10% удела у капиталу, осим код јавних акционарских друштава са великом дисперзијом власништва, када тај проценат може бити и мањи.<sup>16</sup> Инвеститори код портфолио инвестиција су институционални инвеститори, фондови, међународне финансијске организације или други облици организовања, као и физичка или правна лица.

---

<sup>13</sup>ОЕСД. (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (4th Ed.), p.50.

<sup>14</sup> *Ibid*, p.51. US Model садржи одредбе о фјучерсима, опцијама и другим финансијским дериватима.

<sup>15</sup> Видас-Бубања, М. (1998). *Методe и детерминанте страних директних инвестиција*. Београд: Институт економских наука, стр.19-22.

<sup>16</sup> *Ibid.*, стр.19.

Предмет инвестиције је улагање, стицање или куповина хартија од вредности у најширем смислу речи. Под хартијама од вредности се сматрају акције (обичне и преференцијалне), обвезнице (корпоративне, државне, муниципалне и др.) и други финансијски инструменти.

Нове форме инвестирања су настале 60-тих година прошлог века и под овај појам потпадају уговорне форме инвестиција, у којима су уговорне стране држава и инвеститор. Код ових уговорних форми, инвеститор не стиче прво својине, већ само одређено облигационо право над својом инвестицијом.<sup>17</sup> У „нове форме инвестиција“ убрајају се уговор о лиценци, уговор о управљању привредним друштвима (менаџерски уговор), уговор о услугама, уговор „кључ у руке“.

Концепт заштите инвестиције и домен заштите, зависе од субјективног елемента који обухвата појам инвеститора и објективног елемента који се односи на предмет инвестиције, начин инвестирања или мотив инвестирања. Надлежност одређеног форума је од значаја за заштиту права инвеститора, те је кључно одредити порекло инвестиције, при чему се користе критеријуми националности или пребивалишта, односно седишта у држави различитој од државе у коју се инвестира.<sup>18</sup>

### 1.3. Акције као форма инвестиција

---

<sup>17</sup>Olie, W. (1983). New Forms of Foreign Investment in Developing Countries: Determinant Features, Characteristics and Prospects. *Intereconomics*, p.12. Први такви уговори су се односили на експлоатацију сировине, да би државе касније развиле модел заједничког уговора са инвеститором кроз дефинисање деобе профита или модел оснивања joint venture компаније. Тако се 70-тих година често дешавало да се поново преговара о условима уговора о концесијама, који су раније закључени.

<sup>18</sup> Muchlinski, P. (2009). The Diplomatic Protection of Foreign Investors: a Tale of Judicial Caution, у: Binder, C., Kriebaum, U., Reinisch, A., & Wittich, S. (Eds.). (2009). *International Investment Law for the 21st Century*. Oxford: University Press, p.349. Националност правног лица се одређује на основу три критеријума према месту инкорпорације седишту или критеријуму центра контроле. Националност физичког лица се одређује према два критеријума –*jus sanguinis* и *jus soli*. Према критеријуму *jus sanguinis*, националност се стиче рођењем од стране држављана одређене државе, док се према другом принципу *jus soli*, националност стиче рођењем од стране држављана или на одређеној територији, дакле комбинацијом ова два принципа. Више о томе: Brownlie, I. (2008). *Principles of Public International Law*. Oxford: Oxford University Press, p.388.



Да ли ће се акције сматрати формом пре свега страних инвестиција, одређује нормативни оквир сваке државе и садржина клаузула међународних инвестиционих инструмената.

У највећем броју међународних инвестиционих инструмената, одредбе о акцијама се налазе у делу који додатно објашњава шта улази у састав имовине која се квалификује као инвестиција, без узимања у обзир класификације акција као власничких хартија од вредности.<sup>19</sup> Примера ради, трилатерални уговор између Кине, Јапана и Кореје акције сматра инвестицијом, кроз формулацију „удели, акције и друге врсте учествовања у капиталу привредног друштва, укључујући и пратећа права“. Сличну формулацију садржи и Енергетски споразум (*Energy Charter Treaty, EC Treaty*), „удели, акције и друге форме учествовања у капиталу компаније или пословном предузећу“, док NAFTA (*The North American Free Trade Agreement*) у члану 1139 директно дефинише власничке и дужничке хартије од вредности уз навођење права која носе.<sup>20</sup>

Иако међународни инвестициони инструменти ретко дефинишу минималну количину или проценат акција које инвеститор треба да поседује да би акције могле бити предмет заштите, неки директно искључују заштиту портфолио инвестиција. Пример за такав начин регулисања је модел билатералног инвестиционог уговора,<sup>21</sup> који портфолио инвестиције дефинише као инвестиције у капитал друштва у висини мањој од 10% у власништву и које портфолио инвеститору не даје могућност да ефикасно управља или врши утицај на управљање.

Многобројни инвестициони инструменти лимитирају широко постављене дефиниције инвестиција, искључујући кроз материјалне одредбе поједине врсте

---

<sup>19</sup> Gaukrodger, D. (2014). *Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice. OECD Working Papers on International Investment*, 2014/03, p.12, преузето са <http://dx.doi.org/10.1787/5jxvk6shpvs4-e> дана 16.10.2016.године.

<sup>20</sup> *Ibid.*

<sup>21</sup> Southern African Development Community. (2012). *SADC Model Bilateral Investment Treaty Template with Commentary*, Botswana, преузето са <http://www.iisd.org/itn/wp-content/uploads/2012/10/sadc-model-bit-template-final.pdf> дана 16.10.2016.године.

инвестиција из домена заштите, што је често присутно у националним законодавствима или инвестиционим кодексима.<sup>22</sup>

#### 1.4. Инвеститор као акционар

Појам инвеститора се може дефинисати кроз више одредница. *Према статусу*, инвеститор је правно или физичко лице, предузетник или друга корпоративна или организационо или правно призната форма.<sup>23</sup> *Друга одредница* по којој се класификују инвеститори је врста инвестиције (имовина, удели, акције и др.). *Трећа одредница* је везана за порекло инвеститора и место инвестиције, тако да инвеститор може бити домаћег или страног порекла, а инвестиција извршена у државу која се не разликује од пребивалишта или седишта инвеститора или у страну државу. *Четврта одредница* је везана за контролу над инвестицијом и следствено, висину процента власништва и дужину трајања (трајност) саме инвестиције, према којој класификацији инвеститоре делимо на директне и портфолио инвеститоре.

На основу наведеног, закључујемо да појам акционара представља ужи појам од генусног појма инвеститора, а *differentia specifica* се врши према критеријуму предмета инвестиције, односно инвестирању у акције јавног или нејавног акционарског друштва. Акционар по правном статусу може бити домаће и страно правно или физичко лице, група, организација, установа, институција или фонд, који инвестира у акције акционарског друштва ради реализације краткорочног или дугорочног финансијског интереса.

---

<sup>22</sup> Pollan, T. (2006). *Legal Framework for the Admission of FDI*. Utrecht: Eleven International Publishing, p.40.

<sup>23</sup> Инвестициони фондови подлежу посебној регулативи у највећем броју држава, међутим на пример, хедџ фондови (eng. *hedge fund*) који представљају приватне и нерегистроване инвестиционе механизме који инвестирају на колективној основи, према законодавству САД нису у обавези да се региструју код регулатора уколико управљају имовином испод одређеног прописаног минимума (преко 25, односно 100 милиона долара). Види више на [https://www.sec.gov/investor/alerts/ib\\_hedgefunds.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_hedgefunds.pdf) 18.10.2016.године.

Према студији која је спроведена у Европској унији (FESE, 2008)<sup>24</sup> инвеститори у хартије од вредности су класификовани на следећи начин: приватна финансијска друштва, приватна нефинансијска друштва (организације), индивидуални инвеститори (домаћинства), јавни сектор и неидентификовани инвеститори. У приватна финансијска друштва су сврстане колективне шеме инвестирања, као што су пензијски фондови, осигуравајућа друштва, узајамни фондови и колективне финансијске инвестиционе компаније.

## **1.5. Мањински акционари и врсте мањинских акционара**

Позиција и категорија мањинских акционара у акционарским друштвима је специфична, јер доводи до бројних правних и економских релација, почев од сукоба интереса, поделе моћи и контроле, до утицаја на вредност цене акција. У зависности од начина посматрања статуса, мањински акционари се могу разврстати у више категорије, што дефинише третман и заштиту њихових права.

### **1.5.1. Структура власништва и принцип већине и мањине**

У зависности од типа корпоративног управљања, разликују се и типови акционарства. Дисперзовано власништво ће постојати у англосаксонском типу акционарства и карактерисаће га велики број акционара који појединачно немају контролни пакет акција, нити могућност да врше надзор и контролу менаџера.<sup>25</sup>

Континентални тип акционарства се карактерише постојањем доминантног власника или група власника који поседују контролни пакет акција и утичу на доношење важних одлука у акционарском друштву. О типовима акционарства и начинима решења агенцијских проблема које носе ће бити више речи у наставку рада.

Појам мањинског акционара термилошки не може бити дефинисан изван контекста појма већинског акционара и концепта контроле. У правној доктрини

---

<sup>24</sup> Federation of European Securities Exchange (FESE). (2008). *Share Ownership Structure in Europe*. Brussels: Federation of European Securities Exchange (FESE), Economics and Statistics Committee (ESC).

<sup>25</sup> Becht, M., & Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*, 02/2002.

постоји више теорија у вези са наведеним односом и то теорија злоупотребе права већине, теорија злоупотребе права мањине, као и теорија злоупотребе права једнакости.<sup>26</sup>

Група аутора<sup>27</sup> је у својој студији утврђивала однос између контроле и процента власништва у акционарским друштвима. Праг значајног и већинског власништва у акционарском друштву се одређује компанијским прописима, док се појам контроле у акционарском друштву регулише прописима о тржишту хартија од вредности. У студији је утврђено да су мањински акционари, акционари који немају већинског власништва, односно власништва преко 50% акција или гласачких права, нити значајно учешће у структури власништва које прелази 20%, у зависности од тога како је постављен праг у свакој од јурисдикција. У овом контексту треба разликовати директно и индиректно власништво, као и различито право гласа које могу дати одређене класе акција. Емпиријски је доказано да компанију контролишу акционари који директно или индиректно поседују 20% гласачких права. Као крајњи власници, без обзира да ли се ради о директном или индиректном власништву, у акционарским друштвима су се јављали следећи субјекти: (1) породице или појединци; (2) држава; (3) финансијске институције као што су банке или осигуравајућа друштва; (4) корпорације и (5) остали акционари као што су компаније, групе акционара које се удружују ради гласања (енг. *voting trust*), као и остале групе без појединачног контролног инвеститора.

Како за одређивање појма контроле није довољан проценат власништва у структури капитала, поједини аутори су предложили додатне критеријуме за оцену, као што су место и степен контроле.<sup>28</sup> Место контроле се одређује у односу на менаџмент као контрола изван (екстерна) и унутар (интерна) менаџмента или

---

<sup>26</sup>Васиљевић, М. (2007). *Корпоративно управљање - правни аспекти*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, стр.20-21.

<sup>27</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), преузето са <http://www.jstor.org/stable/2697717>

<sup>28</sup>Cubbin, S. J., & Leech, D. (1983). The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. *The Economic Journal*, 93 (37), преузето са <http://www.jstor.org/stable/2232797>

компаније. Степен контроле се одређује кроз право гласа које спроводи контролни акционар, а не искључиво кроз проценат у власничкој структури.

Поједини аутори су се бавили односом сношења ризика и одлучивања у акционарском друштву, полазећи од уговорне теорије која сагледава организацију (привредно друштво) као везу различитих писаних и неписаних уговора између власника производног процеса и клијената (купаца).<sup>29</sup> У том контексту, посматрају начин доношења одлука у оквиру једне организације и решавање агенцијског проблема између власника и менаџмента, тако што полазе од дефинисања корака у одлучивању, дефинисања ликвидационог остатка (енг.*residual claims*) и дефинисања начина контроле агенцијског проблема у процесу одлучивања. Процес одлучивања се састоји из фазе управљања одлучивањем (иницирање и спровођење) и фазе контроле одлучивања (ратификација и мониторинг), уз препоруку да прва фаза треба да буде у рукама менаџера, док друга треба да остане у рукама акционара.<sup>30</sup>

Концепт права акционара се често у теорији разматра и кроз теорију или право већине (енг.*majority rule*) и право мањине (енг.*minority rights*).

Право већине се манифестује на три начина. *Први* начин се огледа у томе да, уколико је прописано да се одлуке на скупштини доносе простом већином и таква одлука буде донета на скупштини акционара, мањински акционари неће имати правни основ за побијање одлуке. *Други* начин се огледа у могућности измене компанијске регулативе посебним одлукама, уз поштовање одређених изузетака. *Треће*, право већине је постављено у судском случају *Foss v. Harbottle*, на начин да уколико постоји било каква неправилност учињена компанији или у вези са менаџментом, а те радње могу бити „излечене“ односно постати пуноважне одлуком просте већине акционара, суд такву тужбу неће узети у разматрање.<sup>31</sup> Ипак, у односу на основно правило, постоји изузетак установљен у корист

---

<sup>29</sup> Fama, F. E., & Jensen, C. M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economic*, 26 (2), 301-325.

<sup>30</sup> *Ibid.*, p. 304.

<sup>31</sup> Saharay, H. K. (2008). *Company Law* (5th ed.). New Delhi: Universal Law Publishing Co. Pvt. Ltd., p.482.

мањинских акционара, под називом „превара мањине“ (енг. *“fraud on the minority“*), када долази до експропријације права мањине.<sup>32</sup>

Начини злоупотребе права већине на штету интереса мањинских акционара у пракси су бројни, али као најчешћи се јављају следећи облици:

- 1) недопуштање мањинским акционарима да имају представника у органу управљања (искључење кумулативног гласања);
- 2) неодобравање плаћања дивиденди;
- 3) именовање већинског акционара и лица повезаних с њим на управљачке и извршне позиције и одређивање високих накнада за њихов рад;
- 4) уговарање погодности за већинског акционара и лица повезаних са њим и
- 5) коришћење пословних могућности друштва за личне потребе.<sup>33</sup>

Концептуално, баланс између права већине и права мањинских акционара је суштински битан за функционисање компаније и може се успоставити тако што ће се нормативно признати принцип већине уз лимитирање истог чврсто загарантованим правима мањинских акционара.<sup>34</sup>

У дисперзованом моделу акционарства, у коме не постоји контролни акционар, мањински акционари се по наговору менаџера могу удруживати ради остваривања „мањинске контроле“.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup>Barca, F., & Becht, M. (Eds.). (1999). *Ownership and Control: A European Perspective*, p.11.

<sup>33</sup> Hamilton, W. R. (2011). *The Law of Corporations in a Nutshell* (6th Ed). St. Paul, MN.: West Publishing Co. pp.347-348.

<sup>34</sup> Више о томе: Schmitthoff, C. (Ed.). (1987). *Palmer's Company Law* (24<sup>th</sup> Ed). London: Stevens&Sons Ltd.; Davies, P, & Worthington, S. (Eds.). (2012). *Gower's Principles of Modern Company Law* (9th Ed.). London: Sweet&Maxwell, pp.647-656.

<sup>35</sup> Berle, A., & Means, G. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, pp.79-84, преузето са [http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod\\_resource/content/1/DCO0318\\_Aula\\_0\\_-\\_Berle\\_Means.pdf](http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle_Means.pdf) 18.10.2016.године.

Сходно наведеном, могућности акционара да утиче на избор одбора директора и самим тим контролу акционарског друштва, од значаја је за разликовање мањинског и већинског акционара, без обзира на конкретан проценат власништва које поседују, те се неће сматрати мањинским акционарима они који поседују контролу, иако *de facto* имају мање од 50% власништва (мањинско власништво).

### **1.5.2. Националност мањинских акционара**

Основна разлика између домаћих и страних мањинских акционара се огледа у њиховој националности. Страним акционарима сматрају акционари регистровани у страним државама, које се разликују од државе националности акционарског друштва у питању, уз изузетке који су обрађени у раду на одговарајућим местима.

Друга карактеристика везана за стране мањинске акционаре је везана за опсег механизма којима могу да заштите своја права, имајући у виду да страни акционари, поред националног законодавства, имају и додатну заштиту.

Тако се страним инвестицијама може нормативно пружити национални третман, третман најповлашћеније нације и преференцијални третман у држави пријемнику. Поред евентуалног повлашћивања на основу домаћег законодавства, страним акционарима се пружа међународна заштита загарантована међународним инвестиционим инструментима (ВИТ, конвенције и др.).

Иако су домаћи и страни акционари изједначени кроз принцип једнакости акционара исте класе акција, статус страног акционара има одређених предности, и може резултирати различитим правним третманом акционара и степеном заштите њихових права. Последица овога је нарушавање основног принципа једнакости акционара, који је загарантован компанијским законима, јер акционари у реализацији повређених права не поседују исти степен правне заштите, будући да

страни акционари уживају преференцијални статус у односу на домаће акционаре, не само у односу на експропријацију, већ и у случају штете нанете компанији.<sup>36</sup>

### 1.5.3. Директни и индиректни акционари

Директни акционари су непосредни акционари у акционарском друштву, који имају као такав признат правни статус и регистровани су у институцијама које евидентирају власништво над акцијама (централни регистри, централни депозитари). Индиректни акционари су акционари који поседују акције у посредничким компанијама које су директни или индиректни акционар конкретног акционарског друштва у односу на које се посматра акционарство.<sup>37</sup>

Емпиријски је доказано да бројни инвестициони инструменти пружају заштиту индиректним мањинским акционарима, уколико постоји могућност подношења захтева за накнаду индиректне штете, што се мултиплицира на велики број страних и домаћих привредних друштава у којима су страни инвеститори акционари, а који могу бити предмет заштите у случају спорова инвеститора против државе (енг. *investor-to-state dispute*, ISDS).<sup>38</sup>

Индиректно власништво треба разликовати од ситуације када финансијски посредници држе акције у име и за рачун крајњег корисника, када у ланцу власништва може учествовати више учесника, уколико су у питању професионални инвеститори, који се неће сматрати индиректним власницима.

### 1.5.4. Мањински акционари у групама друштава

Групе друштава или повезана друштва су широко распрострањен феномен, уз помоћ ког се на редовној основи обављају пословне активности у националним и светским оквирима.

---

<sup>36</sup> Gaukrodger, D. *op.cit.*, p.18.

<sup>37</sup> *Ibid.*

<sup>38</sup> *Ibid.*, p.32.



Специфичност група друштава огледа се у томе да се на њих примењују општи институти компанијског права, али и посебан економски режим.<sup>39</sup> Неусклађеност у приступу групама друштава се запажа и у упоредном праву, јер поједина компанијска законодавства не регулишу овај феномен, док га друга регулишу на детаљан начин.

Карактеристични положај мањинских акционара у групама друштава се огледа у ситуацији када је контролни акционар у једном друштву, друго привредно друштво које је уједно и матично у односу на друштво у коме постоје мањински акционари. Ова категорија мањинских акционара у зависним друштвима у оквиру групе друштава су тзв. „спољни акционари“.

Сукоби у које спољни акционари могу ући са контролним акционаром настају у вези са именовањем, праћењем рада и контролом управе друштва. У том смислу већински акционар ће утицати на рад управе, тако да иста ради не искључиво у интересу самог друштва и осталих, спољних акционара, већ свог контролног акционара, што представља основну разлику између управљања и заступања интереса акционара у самосталном друштву и друштву из групе друштава.

Дакле, интерес спољног акционара ће бити заштићен док год је у складу са интересом групе друштава, тако да он може искористити предности (феномен слепог путника, енг. *free-ride*). Међутим, потреба за успостављањем механизма за заштиту права мањинских, спољних акционара постоји када се интереси разликују у односу на групу. Као пример сукоба интереса између групе и спољних акционара се често наводи „тунеловање“ (енг. *tunneling*), које подразумева пренос користи, добити или имовине (зависног) друштва у корист контролног акционара.<sup>40</sup> Као примери коришћења финансијских предности зависног друштва од стране контролног друштва, у литератури се наводе дилутација емисијом нових акција, на

---

<sup>39</sup>Јевремовић – Петровић, Т. (2014). *Групе привредних друштава*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, стр.21.

<sup>40</sup> Johnson, S., Lopez-de-Silanes, F., & Schleifer, A. (2003). *Tunneling*. у: Hopt, K., & Wymeersch, E. (Eds.). *Capital Markets and Company Law*. Oxford: Oxford University Press, p.611.

који начин се смањује проценат власништва постојећих акционара,<sup>41</sup> затим статусне промене, инсајдерско трговање и сл.<sup>42</sup>

### 1.5.5. Блокхолдери

Хибридну категорију мањинских акционара чине велики акционари који држе тзв. блокове акција (енгл.*blockholders*, блокхолдери), а који се налазе између категорије контролног и мањинског акционара, у зависности од врсте корпоративног система коме припада конкретна компанија.

Под блокхолдерима се подразумевају акционари који имају најмање пет процената акција у компанији и најчешће их чине професионални инвеститори или инвестициони посредници. Блокхолдери се често удружују ради успостављања контроле или одређеног степена контроле и учешћа у управљању акционарским друштвом. Претензије блокхолдера ка управљању и њихова мотивисаност да врше мониторинг и промену неефикасне управе, учинила је да ова категорија инвеститора постане предмет бројних истраживања.

Емпиријски је потврђено да су типови блокхолдера различити у зависности од тржишта. У Великој Британији то су најчешће корпоративни инсајдери (управа друштва, менаџери), док су у континенталној Европи друштва у власништву великих породица (50-60%) и неколико банака које свој утицај и гласачка права остварују акцијама које су код њих депоноване.<sup>43</sup>

Велики акционари могу утицати на корпоративно управљање у друштву на три начина, кроз механизме, од којих се први назива „глас“ (енг.*voice*), други „излазак“ (енг.*exit*), док је трећи начин утицаја везан за погоршање вредности кроз

---

<sup>41</sup> Black, J., Hashimzade, N., & Myles, G (Eds.) (2012) Oxford Dictionary of Economics (4th ed). Oxford: Oxford University Press, p. 108. Појам дилутације је дефинисан као смањење вредности индивидуалних акција, процента власништва, гласачких права и зараде по акцији, који је проузрокован издавањем додатних обичних акција од стране компаније.

<sup>42</sup> Johnson, S., Lopez-de-Silanes, F., & Schleifer, A., p.612.

<sup>43</sup> Becht, M., & Roell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43, (4-6), 1049-1056, p.1051.

коришћење бенефиција или извлачење користи на други начин.<sup>44</sup> На основу првог механизма, блокхолдери могу вршити утицај на стратешке промене подносећи јавно предлог у својству акционара или кроз нејавно обраћање менаџменту или кроз гласање за смену директора. У новије време, првом механизму се придружује и други, када велики акционари продају своје акције уколико менаџери умање вредност друштва, додатно смањујући тржишну вредност акције. Последњи начин утицаја се односи на трансакције које представљају сукоб интереса, јер велики акционари могу утицати на закључивање правних послова са неким другим друштвом у коме блокхолдер такође поседује акције.

Однос блокхолдера и мањинских акционара је комплексан, јер су ове две врсте акционара често супротстављене. Наиме, утврђено је да блокхолдери имају личне користи од контроле и власништва, у већем обиму него мањински акционари, али не нужно и на штету мањинских акционара.<sup>45</sup> Без обзира на начин мерења реализације личних користи блокхолдера, на основу анализе цене по којој су продаване акције блокхолдера, утврђене су одређене правилности.<sup>46</sup> Уколико не постоје личне користи од контроле, онда се акције продају по тржишној цени (енг.*exchange price*), а уколико блокхолдери користе своја права на начин који је недоступан мањинским акционарима, њихове акције се продају по вредности увећаној за премију која се израчунава као пројектована дисконтована вредност личних користи. У супротном, уколико блокхолдери сnose одређене трошкове везане за вршење контроле и управљања, њихови блокови акција се продају по нижој цени од тржишне, уз дисконт. Сходно наведеном, утврђује се да могућност реализације личних користи утиче на цену акција у поседу блокхолдера.

### 1.5.6. Институционални инвеститори

Улога институционалних инвеститора у корпоративном управљању је постала видљива 90-тих година прошлог века, када су институционални

---

<sup>44</sup> Edmans, A. (2014). Blockholders and Corporate Governance. *The Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50, преузето са doi: 10.1146/annurev-financial-110613-034455 дана 20.10.2016.године.

<sup>45</sup> *Ibid.*, p.43.

<sup>46</sup> Barclay, M., & Holderness, C. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 371-395.

инвеститори почели да се удружују на скупштинама акционарских друштава и своје незадовољство одборима директора уместо „излазном“ стратегијом, решавају успостављањем контроле над друштвом.<sup>47</sup>

Институционални инвеститори се у формалном смислу, према величини блока својих акција и утицаја у акционарским друштвима могу изједначити са блокхолдерима, с том разликом што појам блокхолдери подразумева шири концепт. С друге стране, групу институционалних инвеститора чине пензијски фондови (компанијски, државни и локални), узајамни фондови, инвестициони трастови, осигуравајуће компаније и непрофитни фондови.<sup>48</sup>

На институционалне инвеститоре који се налазе у улози фидуцијара у односу на поверену имовину којом управљају, примењују се императивне правне норме, као и строга правила и процедуре приликом инвестирања. У новије време, усвајају се необавезујући кодекси за професионалне инвеститоре, којима се уводи одређена пракса објављивања политике инвестирања, због избегавања евентуалних конфликта интереса и упознавања инвеститора са дугорочним и краткорочним плановима инвестирања у конкретно акционарско друштво или индустрију.

Појам институционални инвеститори, такође треба разликовати од појма професионалних инвеститора, који поред институционалних инвеститора обухвата и друге категорије инвеститора. Наиме, терминологија професионални инвеститори, се најпре користи на тржиштима капитала, да би приказала одређену категорију професионалних учесника на тржишту, којима су позната правила трговања или због свог статуса (државе, државна предузећа и др.) имају посебан интерес да користе бенефиције које носи статус професионалног инвеститора. У односу на појам професионалних инвеститора, разликује се и појам „обичних“ (енг. *retail*) инвеститора.

Једна од најкомплекснијих дефиниција професионалних инвеститора, под овим појмом обухвата (1) друштва која су овлашћена или могу радити на

---

<sup>47</sup> Useem, M. (1993). *Shareholder power and corporate reorganization*. Cambridge: Harvard University Press, p.28.

<sup>48</sup> *Ibid.*

финансијским тржиштима (кредитне институције, инвестициона друштва, друге овлашћене финансијске институције, осигуравајућа друштва, колективне шеме инвестирања и друштва која управљају тим шемама, пензијски фондови и друштва која управљају тим фондовима) као и државе, централне банке, међународне и супранационалне институције, као што су Светска банка, Међународни монетарни фонд, Европска централна банка, Европска инвестициона банка и друге сличне међународне организације.<sup>49</sup> Наведена друштва, државе и институције се у већини законодавстава прихватају као професионални инвеститори, без додатног потврђивања овог статуса. Поред њих, постоје и категорије инвеститора који могу бити третирани као професионални инвеститори (веће компаније, специфичне финансијске институције, јавни сектор, листиране компаније), уколико испуне одређене процедуралне финансијске или кадровске критеријуме.<sup>50</sup>

## **2. КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА**

### **2.1. Агенцијски проблеми**

Корпоративно управљање представља начин и механизам за превазилажење сукоба интереса различитих интересних група у оквиру једног друштва и настало је као последица одвајања власништва од управе друштва. Сукоби интереса и сложеност структуре управљања која је настала одвајањем власништва од управљања, у правној и економској теорији се називају агенцијским проблемима.

Први аутор који је идентификовао агенцијски проблем у 19. веку је Адам Смит, који је у својој књизи Богатство народа (*Wealth of Nation*), навео да се не може очекивати од директора акционарских друштава, који радије управљају

---

<sup>49</sup> Ferrarini, G., Hopt, K., & Wymeersch, E. (2012). *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*. The Hague, London & New York: Kluwer Law International, p.113.

<sup>50</sup> The Forum of European Securities Commissions. (2001). *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of business Rules for Investor Protection*, преузето са [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00\\_124b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00_124b.pdf) дана 20.10.2016.године.

туђим него својим новцем, да „будно пазе“ на тај новац, као што би то радили власници у приватним компанијама.<sup>51</sup>

Агенцијски проблем се дефинише као уговорни однос у коме један или више принципала (акционара), ангажује другу особу (агента), да обави одређене услуге за принципала, уз делегирање дела права одлучивања на агента. У наведеном односу, принципал је заинтересован да агент, на најбољи могући начин и у интересу принципала, обавља поверени посао. Без обзира на уложене напоре и гаранције са обе стране да ће свој део обавезе извршити на најбољи могући начин, у пракси је немогуће постићи да агент у потпуности доноси само одлуке у корист принципала и које би максимизирале профит, без икаквих додатних трошкова за принципала.<sup>52</sup>

Теорија разликује три основна агенцијска проблема:<sup>53</sup>

- 1) однос управе и акционара – први агенцијски проблем;
- 2) однос већинског и мањинског акционара – други агенцијски проблем и
- 3) однос друштва (већинског акционара и/или управе) и других носилаца ризика пословања – трећи агенцијски проблем.

Постојање првог или другог агенцијског проблема превасходно зависи од структуре власништва у акционарском друштву, јер други агенцијски проблем не може постојати, уколико је власништво дисперзовано. Тако прва два агенцијска проблема не могу коегзистирати, већ се међусобно искључују, док трећи

---

<sup>51</sup> Cadbury, A. (2002). *The Genesis of Corporate Governance, in Corporate Governance and Chairmanship: A personal View*, Oxford University Press, Oxford, p.5, преузето са <http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780199252008.001.0001/acprof-9780199252008>

<sup>52</sup> Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p.310.

<sup>53</sup> Радовић, В. (2007). Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање. У: Васиљевић, М., & Радовић, В. (Ур.). (2008). *Корпоративно управљање – зборних радова*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, стр.238.

агенцијски проблем може постојати у акционарским друштвима, без обзира на структуру власништва.<sup>54</sup>

На нивоу компаније, акционари често нису у могућности да процене да ли је одређена одлука у интересу принципала или управе, због проблема који се назива асиметрија информација, односно боље информисаности управе у односу на акционаре, што даље води неефикасном вршењу надзора и контроле над управом. Разрешење наведене ситуације у виду поставке односа носилаца ризика и доносилаца одлука побуђује пажњу теорије и практичара, а решење истог се проналази кроз механизме корпоративног управљања, адекватну структуру и састав одбора (одбора директора или надзорног одбора), регулаторно дефинисање минимума захтева за обелодањивањем, као и сваку другу балансираност односа снага између акционара и директора.<sup>55</sup>

Теоријски гледано постоје различити аспекти посматрања агенцијског проблема, који се заснивају на поставци да су компаније фиктивне творевине, без сопствене воље и без могућности да поступају и доносе одлуке као индивидуе, због чега су перформансе компаније, резултат уговорних односа различитих конституената (акционара, управе, запослених, купаца, добављача и др.).<sup>56</sup> Стога се агенцијски проблем не може посматрати као однос две супротстављене стране, принципала, односно акционара који је „изван“ компаније и агента, односно управе која је „унутар“ компаније, већ се ради о уговорним односима, који се најпре уговором могу уредити и структурисати.<sup>57</sup>

*Први агенцијски проблем*, представља сукоб интереса између акционара и управе, чије је решење повезано са агенцијским трошком. Агенцијски трошак се састоји од две компоненте и то од новчане или друге вредности намењене мотивисању управе да поступа у складу са интересима акционара и од трошкова надзора над поступањем управе. Наведени проблем поред основног узрока

---

<sup>54</sup> *Ibid.*

<sup>55</sup> Cadbury, A., *op.cit.*, p.6.

<sup>56</sup> Jensen, M., & Meckling, W., *op.cit.*, p.311.

<sup>57</sup> *Ibid.*

условљеног одвајањем власништва од управљања, у себи садржи и друге узроке настанка. Наиме, суштина овог проблема, који се најпре појављује у системима са дисперзованим акционарством, је у „рационалној апатији акционара“<sup>58</sup> и њиховој немотивисаности, недостатку средстава за вршење надзора или немогућности учествовања у процесу контроле управе (кроз коришћење права гласа на скупштини при избору или смени управе). Услед недостатка акционарског активизма јавља се проблем пасивности, односно некоришћења или погрешног коришћења права гласа акционара. Понашање мањинских акционара условљено недостатком мотивације и прилике, везује се за феномен „слепог путника“ (*free-rider*) или проблема колективног избора (енг.*collective choice*).<sup>59</sup> Код проблема „слепог путника“ мањински акционар нема ни мотивацију, ни прилику да утиче на процесе у друштву, те је његова мотивисаност директно пропорционална количини акција коју поседује. Мањински акционар у том смислу очекује да ће други акционари, који имају већу гласачку моћ и утицај, вршити контролу над управом друштва.

Теоријски и емпиријски, идентификоване су бројне делотворне стратегије корпоративног управљања, које пружају бројне могућности балансирања односа између акционара и управе: (1) избор и разрешење управе (статусна стратегија), (2) расподела корпоративних овлашћења (стратегичка овлашћења), (3) награде и накнаде (стратегичка интреса), (4) дужност и одговорност (стратегичка принуде), (5) надзор (стратегичка контроле), (6) преузимање (стратегичка афилијације) и (7) посебна права акционара (стратегичка посебних права).<sup>60</sup> У вези са последњом стратегијом, тржиштем корпоративне контроле, пасивност акционара може довести да управа ради без надзора и не у најбољем интересу акционара, у ком случају концентрација власништва и присуство професионалних и институционалних инвеститора, као и преузимање компанија, представљају решења за овај проблем, односно мере којима

---

<sup>58</sup> Ripert, G. (1992). Aspects juridiques du capitalisme modern. *LGDJ*, 2 èmè. èd., réimp. у: Васиљевић, М. (2007). *Корпоративно управљање - правни аспекти*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, стр.200.

<sup>59</sup> Dankova, P. (2006). Contemporary corporate governance: Shifting of the accents. *Economic Annals*, 169, 43-61.

<sup>60</sup> Васиљевић, М. (2009). Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део). *Анали Правног факултета*, 57 (1), стр.8.



би се успоставила контрола над управом или казнила лоша управа.<sup>61</sup> У односу на први агенцијски проблем, решења се могу наћи у примени следећих стратегија: (1) статусна стратегија; (2) стандард равноправности акционара; (3) стратегија поверења; (4) стратегија принуде; (5) стратегија транспарентности; (6) стратегија преузимања; (7) стратегија права класе преференцијалних акција; (8) стратегија посебних права мањинских акционара и (9) стратегија судске и управне заштите.<sup>62</sup>

*Други агенцијски проблем* се јавља као резултат потенцијалног сукоба интереса између већинског и мањинских акционара, а присутан је у системима корпоративног управљања са концентрисаним власништвом, односно недисперзованим акционарством.<sup>63</sup> У оваквим системима, већински власник управља друштвом, без значајнијих конфликта са управом, при чему управа ради у интересу већинског, али не и осталих акционара у друштву. У том случају се мањински акционари могу наћи у незаштићеној позицији, јер се њихови интереси неће узети као релевантни у поступку одлучивања.<sup>64</sup>

Други агенцијски проблем у својој суштини садржи елементе злоупотребе, која може имати различите појавне модалитете, почев од извршења одређених недозвољених радњи, незаконитости или елемената кривичног дела. Стога се други агенцијски проблем може решавати искључиво у оквиру ингеренција законодавца, императивним правним нормама. Секундарни допринос решавању наведеног проблема могу дати и друге институције кроз препоруке, *soft law* и најбољу праксу. Предлози решења која укључују јачање права мањинских акционара су уједно и основна права која су загарантована мањинским акционарима у већини јурисдикција, а о чему ће у наставку рада бити више речи: (1) принцип равноправног третмана акционара свих класа; (2) фидуцијарне дужности већинског акционара према мањинским акционарима; (3) остваривање права гласа мањинских

---

<sup>61</sup> Васиљевић, М. (2007)., *op.cit.*, стр.20.

<sup>62</sup> Васиљевић, М. (2009)., *op.cit.*, стр.16.

<sup>63</sup> Види више: Bergstrom, С., Hogfeldt, Р., Macey, J., & Samuelsson, Р. (1995). The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform. *Columbia Business Law Review*, pp.505-507.

<sup>64</sup> Garrido, J., & Rojo, A. (2003). Institutional Investors and Corporate Governance: Solution or Problem? у: Нопт, К., & Wymeersch, E. (2003). *Capital Markets and Company Law*. Oxford: Oxford University Press. p.433.

акционара; (4) право мањинских акционара да партиципирају у органима управљања (кумулятивно гласање),<sup>65</sup> (5) право мањинских акционара на излазак из друштва (несагласни акционари, право, продаја трећем лицу и принудна куповина) и (6) право на судску заштиту и заштиту од стране управних органа.<sup>66</sup>

*Трећи агенцијски проблем* настаје због сукоба интереса различитих интересних група у компанији. Овај проблем настаје на релацији друштва, односно акционара и управе, који имају јединствен, моноинтерес, са другим интересним групама (мултиинтересни концепт).<sup>67</sup> Акционари имају доминантни интерес који се односи на оплодњу капитала инвестираног у акције и повраћаја саме инвестиције, док остали конституенти, као што су запослени, бивши запослени, купци, добављачи, повериоци, инвеститори, потрошачи, друштвена заједница и др., имају другачију врсту интереса. Постојање доминантног интереса акционара у компанији је присутно у англосаксонском систему, док је мултиинтересни концепт својствен континенталноевропском моделу корпоративног управљања. Законска регулатива која се односи на компанијско право и стандарди корпоративног управљања, немају фактички домашај истовремене заштите интереса свих наведених интересних група, имајући у виду да су поједини интереси заштићени другим гранама права (заштита запослених се одвија кроз радноправно законодавство и тд.). Међутим, компанијско законодавство омогућава заштиту интереса свих контитуената заштитом права због повреде фидуцијарних дужности управе. На овај начин чланови управе су у обавези да при доношењу одлука, воде рачуна о интересима свих носилаца ризика.<sup>68</sup>

Поред бројних инситута за решавање сваког од наведених агенцијских проблема, истраживања су се бавила универзалним механизмима којима би однос између власника и управе могао бити разрешен. Препознати механизми који ублажавају или решавају агенцијски проблем од којих су неки већ помињани су (1)

---

<sup>65</sup>Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр.36/2011, 99/2011, 83/2014 и 5/2015, члан 384, став 3.

<sup>66</sup> Радовић, В. (2007)., *op.cit.*, стр.256-257.

<sup>67</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.20-21.

<sup>68</sup> Радовић, В. (2007)., *op.cit.*, стр.258.

делимична концентрација власништва и контрола у рукама једног или више великих инвеститора; (2) непријатељска преузимања и „борба пуномоћја“ (енг. *proxy voting contest*); (3) делегирање и концентрација контроле у одбору директора; (4) усаглашавање менаџерских интереса са интересом инвеститора кроз компензационе уговоре и (5) јасно дефинисане фидуцијарне дужности директора и колективне тужбе.<sup>69</sup>

## 2.2. Теорије корпоративног управљања

Теорије корпоративног управљања су зачете од тренутка када је у академским круговима почело да се разматра питање односа власника и управе и идентификовање потенцијалних проблема којима овај однос може резултирати. Први аутори су се бавили темом корпоративног управљања кроз разматрање питања одвајања власништва од управљања,<sup>70</sup> да би се ова тема актуелизовала у економској и правној науци крајем 80-тих и 90-тих година због економских последица пропасти великог броја компанија на берзама.

Теорије које се баве корпоративним управљањем су бројне. Најпрепознатљивије теорије које су заступљене поред агенцијске теорије су теорија услужности и теорија интересних група. Агенцијске теорије су заступали Jensen и Meckling, Fama и Jensen и Eisenhardt и други,<sup>71</sup> полазећи пре свега од основног принципал-агент проблема и личног интереса управе, односно појединца, који може бити супротан интересу власника. Агенцијска теорија је сматрана „револуционарном и моћном основом“.<sup>72</sup> Временом је ова теорија еволуирала и била допуњавана комплементарним теоријама, које за предмет имају принципал-агент однос, начин контроле односа и трошкове контроле. Из власничког угла посматрања, код агенцијске теорије управа и менаџери представљају инструмент

---

<sup>69</sup> Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*, 02/2002, p.1.

<sup>70</sup> Bearle, A., & Means, G., op.cit., pp.3-47.

<sup>71</sup> Више о томе у: Jensen, M., & Meckling, W., op.cit.; Fama, E., & Jensen, M., op.cit.; Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14 (1) 57-74.

<sup>72</sup> Fama, E., & Jensen, M., op.cit. у: Eisenhardt, K. (1989), op.cit. p.72.

заштите власника, где управа врши мониторинг менаџерског опортунизма и спречава експлоатацију права мањинских акционара.

Теорија услужности (енг.*Stewardship theory*) се сматра алтернативом агенцијској теорији, јер је модел заснован на услужности директора (агента), према коме је служење организацији и колективу исплативије него тежња личним интересима.<sup>73</sup> У теорији услужности се успоставља тесна веза између перформанси компаније и задовољства акционара.

Теорија интересних група (енг.*Stakeholders theory*) у једначину корпоративног управљања поред акционара и управе укључује и све друге „појединце или групе које могу да утичу на друштво или да друштво утиче на њих“,<sup>74</sup> постављајући задовољење интереса интересних група у исту раван са интересима акционара. Корпоративно управљање овде представља део ширег институционалног оквира, који чине социјалне интеракције између интересних група. Менаџери према овој теорији имају за задатак да заштите и ускладе дивергентне интересе власника и интересних група.

Поред наведених теорија, поменућемо и постојање других релевантних теорија, без детаљније анализе истих и то теорије хегемоније управе (енг. *managerial hegemony*), спољног притиска (енг. *external pressures*), теорије конвергенције (енг. *theory of convergence*), теорије критике вредности акција (енг. *critique of shareholders value*), те тзв. пост-енронску теорију (енг. *post-enron theory*).<sup>75</sup>

Нове тенденције у формирању концепта корпоративног управљања поред власника, управе, менаџера и интересних група, обухватају и однос према животној средини. Контекст животне средине обавезује компаније да у будућности послују

---

<sup>73</sup> Више о томе у: Hafeez, M. (2015). *Corporate Governance and Institutional Investments: Rules, Regulations and Best Practices to Monitor Corporate Affairs and Balance the Interest of Managers and Shareholders*. Boca Raton: Universal-Publisher Boca Raton, pp.43-45.

<sup>74</sup> Freeman, R. E. (1999). Divergent Stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), pp.233-236.

<sup>75</sup> Clarke, T. (2004). Theories of Governance-Reconceptualizing Corporate Governance Theory after the Enron Experience. у: Clarke, T. (Ed.), *Theories of corporate Governance – The philosophical Foundations of Corporate Governance*. London: Routledge, p.25.

транспарентно и одговорно, генеришући више вредности уз минимални утицај, уз очување природних ресурса и пословање у умреженом интелегентном свету више интересних група (енг. *multi-stakeholders*).<sup>76</sup>

Сходно наведеном, посматрајући еволуцију теорија корпоративног управљања, те актуелне трендове и перманентне промене услова пословања, долази се до закључка да мултидисциплинарни модел корпоративног управљања који може да подржи економске, правне, социјалне и захтеве заштите животне средине мора бити постављен тако да обезбеди одговорно и иновативно понашање управе и менаџмента, при чему се истовремено сагледавају, остварују и штите интереси и власника и корпорације и свих интересних група.

### 2.3. Дефинисање појма корпоративног управљања

Корпоративно управљање (енг. *corporate governance*) је тема актуелизована са развојем тренда интернационализације компанија, економске глобализације и потребом да међународне компаније успоставе истоветне механизме контроле пословања у државама у којима обављају своје пословне операције, односно да професионални инвеститори имају на располагању сличне услове и инструменте инвестирања на тржиштима капитала и ефикасну заштиту својих инвестиција.

Дефиниција корпоративног управљања је нераздвојива од теорија о којима је било речи у одељку 2.2., међутим, ради бољег разумевања проблема заштите мањинских акционара, даћемо преглед најутицајних дефиниција корпоративног управљања.

Корпоративно управљање се посматра као процес који се одвија унутар компаније кроз скуп механизма за стварање климе која инвеститорима омогућава да остваре зараду на своја улагања<sup>77</sup> или као „процес путем кога се обезбеђује да компаније осигура задовољење интереса различитих интересних група“,<sup>78</sup> односно

---

<sup>76</sup> *Ibid.*

<sup>77</sup> Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737–783.

<sup>78</sup> Demb, A., & Neubauer, F. (1992). The corporate board: Confronting the paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9-20.

као скуп формалних и неформалних процеса којима се регулишу улоге и одговорности у процесу корпоративне контроле.<sup>79</sup> Sir Adrian Cadbury је у свом извештају навео да се корпоративно управљање бави акционарима и интерним аспектима компаније, као што је интерна контрола, али и екстерним аспектима, као што су односи организације са акционарима и другим интересним групама.<sup>80</sup>

У оквиру дефиниција заснованих на интерном аспекту разликује се више заједничких елемената који одређују корпоративно управљање као (1) систем односа дефинисан структурама и процесима, (2) који обухвата стране са различитим и дивергентним интересима, (3) које учествују у вођењу и контроли друштва и (4) са циљем да се кроз правилно распоређивање права и одговорности обезбеди дугорочно одржавање и повећање вредности акција.<sup>81</sup>

Друга група аутора посматра корпоративно управљање из шире перспективе. У теорији се корпоративно управљање дефинише „као систем који представља део ширег институционалног оквира којим се уређују односи између менаџера који управљају компанијом и контролишу организационе ресурсе, са једне стране и друштвених и економских интересних група које имају супротстављене интересе, с друге стране“.<sup>82</sup> Поједини аутори, сматрају да корпоративно управљање за предмет има интеракцију између одбора директора, менаџмента, акционара и осталих интересних група с једне стране и друштвене одговорности компанија према запосленима, купцима, кредиторима, добављачима и друштву у целини, с друге стране.<sup>83</sup>

---

<sup>79</sup>Hambrick, C.D., Werder, V.A., & Zajac, J.E. (2008). New directions in corporate governance research. *Organizational Study*, 19(3), 381-385.

<sup>80</sup>Cadbury, A. (1999). Corporate Governance Overview, World Bank Report, Washington DC.

<sup>81</sup>IFC. (2011). *Корпоративно управљање – приручник*. Washington: IFC, стр.6-7.

<sup>82</sup>Pfeffer, J. and Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row, преузето са [http://www.unitn.it/files/download/12425/the\\_external\\_control\\_of\\_organizations\\_ch3\\_pfeffer.pdf](http://www.unitn.it/files/download/12425/the_external_control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf), дана 18.10.2016.године.

<sup>83</sup>Tricker, R.I. (1994). The board's role in strategy formulation - Some cross-cultural comparisons. *Futures*, 26(4), 403-415.

Домаћа правна и економска наука је дефинисала корпоративно управљање као механизам који омогућава флексибилне структуре управљања у малим и средњим привредним друштвима и котролу акционара над управом друштва, као и управе друштва над менаџментом.<sup>84</sup>

Поред правне и економске теорије, дефиницијом корпоративног управљања и принципима и стандардима корпоративног управљања су се бавиле и међународне организације, као што су Међународна финансијска организација (*International Finance Organization, IFC*),<sup>85</sup> Међународна мрежа за корпоративно управљање (*International Corporate Governance Network, ICGN*)<sup>86</sup> и ОЕЦД.

IFC је међународна организација, која чини део Светске банке (*World Bank*) и чији је један од циљева рад са друштвима ради привлачења и задржавања инвестиција, кроз промоцију усвајања добре праксе и стандарда корпоративног управљања. Тако је ова организација корпоративно управљање дефинисала као „структуре и процесе за вођење и контролу компанија“.<sup>87</sup>

С друге стране ICGN је међународна мрежа која се бави реформама и развојем стандарда корпоративног управљања, кроз учествовање у јавним расправама и давањем свог доприноса кроз израду кодекса и принципа, односно препорука и мишљења. У оквиру ове организације формулисани су Глобални принципи управљања из 2014.године (*ICGN Global Governance Principles*) и Глобални управљачки принципи из 2016.године (*ICGN Global Stewardship Principles*).

---

<sup>84</sup> Васиљевић, М., (2007), *op.cit.*, стр.19.

<sup>85</sup> IFC/ECODA. (2015). *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington, DC: International Finance Corporation, p.5. Европска комисија је 2009.године у свом извештају идентификовала различиту праксу у контексту примене националних кодекса корпоративног управљања, што је утицало на то да су парламенти свих држава чланица изменили своје националне кодексе корпоративног управљања у последњих десет година.

<sup>86</sup> ICGN је организација предвођена од стране инвеститора, основана 1956.године и присутна у преко 50 држава. Чланство чине глобални инвеститори са имовином под управљањем вредности преко 26 трилиона долара. Циљ организације је да промовише принципе корпоративног управљања ради унапређења ефикасности тржишта и економија у свету. Више о томе на [www.icgn.org](http://www.icgn.org)

<sup>87</sup> IFC. (2007). *Corporate Governance Manuel*. Washington: IFC, p.6.

Најпознатији унифицирани стандарди за корпоративно управљање су дефинисани ОЕЦД Принципима корпоративног управљања из 1999.године, ревидираних 2004.године и 2015.године (*OECD Principles of Corporate Governance*). ОЕЦД Принципи из 1999.године дефинишу корпоративно управљање као „интерна средства помоћу којих се воде и контролишу акционарска друштва [...], а која обухватају групу односа између менаџмента друштва, његовог одбора, његових акционара и других интересних група. Корпоративно управљање обезбеђује и структуру кроз коју се постављају циљеви друштва и утврђују средства за достизање тих циљева и праћење учинка. Добро корпоративно управљање треба да пружи одговарајућу стимулацију извршним руководиоцима (менаџерима) и члановима одбора у друштву, како би следили циљеве који су у интересу друштва и акционара и омогућили ефикасан надзор, тиме подстичући друштва да ефикасније користе ресурсе“.<sup>88</sup> ОЕЦД Принципи из 2004.године<sup>89</sup> одређују корпоративно управљање као „скуп односа између управе компаније, њеног менаџмента, њених акционара и других интересних група, који обезбеђују структуру помоћу које се одређују циљеви компаније, средства за постизање тих циљева и праћење резултата, као и подстицање управе и менаџмента да остварују циљеве који су у интересу компаније и њених акционара“. Г20/ОЕЦД Принципи из 2015.године<sup>90</sup> не дефинишу експлицитно корпоративно управљање, али истичу да је циљ доношења принципа да се помогне креаторима политике да унапреде правни, регулаторни и институционални оквир корпоративног управљања у правцу постизања економске ефикасности, одрживог раста и финансијске стабилности, а све ради подржавања инвестиција.

---

<sup>88</sup> Превод дефиниције је преузет из IFC. (2011). *Корпоративно управљање – приручник*. Washington: IFC, стр.6.

<sup>89</sup> ОЕЦД. (2004). *Принципи корпоративног управљања*. Београд: ОЕЦД Мисија, pp. 8-9. ОЕЦД (*Organization for Economic Cooperation and Development*) је основана 1960.године од стране 18 европских држава и САД-а и Канаде и 2016.године броји 35 чланица, од којих најразвијеније државе и то гиганте у развоју Кину, Индију и Бразил, као и државе из економија у развоју из Африке, Азије, Латинске Америке и Кариба, са циљем посвећености глобалном развоју. Више о ОЕЦД-у је доступно на [www.oecd.org](http://www.oecd.org). ОЕЦД Принципи корпоративног управљања одобрени су од стране ОЕЦД министара 1999.године и од тада представљају репер за креаторе политике, инвеститоре и привредна друштва, а регулаторима дају смернице за законску регулативу, како у земљама ОЕЦД-а тако и у земљама ван ОЕЦД-а.

<sup>90</sup> OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, pp.3-9, преузето са <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf> дана 19.10.2016.године.



Из наведених дефиниција се може закључити да корпоративно управљање превасходно представља систем механизма функционисања између различитих интересних група у једном друштву и то између власника (акционара или чланова друштва, мањинских или већинских власника, институционалних инвеститора и др.), управе, запослених, кредитора и других интересних група.

### **3. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И УТИЦАЈ НА ЗАШТИТУ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА**

Основе корпоративног управљања су постављене са настанком првих компанија и мењале су се у складу са развојем и променом правног, пословног и економског амбијента. Ипак, модели корпоративног управљања су се развијали уз значајне разлике, детерминисани историјским наслеђем, структуром власништва у акционарском друштву и нормативним оквиром домицилне државе.

Теорија традиционално разликује два основна модела корпоративног управљања и то англосаксонски и континентални (континенталноевропски) модел. У литератури се среће и трећи, јапански модел, који се може посматрати самостално или као подмодел континенталног модела. У зависности којој правној „породици“ одређено законодавство припада разликују се особености модела и других подмодела корпоративног управљања (француски, немачки, скандинавски).

#### **3.1. Англосаксонски модел корпоративног управљања**

Англосаксонски модел корпоративног управљања се назива још и акционарски, аутсајдерски (енг.*outsider*), тржишни или отворени модел. Присутан је у англосаксонским државама као што су Сједињене Америчке Државе (САД), Велика Британија, Канада, Аустралија и Нови Зеланд. Основне карактеристике

модела су дисперзија власништва у условима развијеног тржишта капитала и корпоративне контроле, уз висок ниво заштите интереса и права акционара.<sup>91</sup>

Код овог модела су власништво и управљање у потпуности одвојени, тако да су акционари изван друштва. Начин управљања је једноступен, те је и одбор директора једнодоман, сачињен од извршних, неизвршних и независних директора.<sup>92</sup> Ипак, у структури управљања постоји дуална структура функције председника одбора директора (управног одбора) и генералног директора (енг. *chief executive officer, CEO*), при чему председник одбора директора има већу моћ при доношењу одлука.<sup>93</sup>

Акционари рад управе (менаџера) регулишу на два начина. *Први* је кроз предлагања кандидата за чланове управе, а *други* је продаја акција у случају незадовољства радом управе и приносом који акције доносе. Захваљујући развијеном и ликвидном тржишту капитала, акције се могу брзо продати, а у случају масовније продаје долази до пада цене и активирања тржишта корпоративне контроле (непријатељско преузимање друштва).

Према резултатима спроведене студије, англосаксонски модел пружа мањинским акционарима најбољу заштиту у односу на механизме заштите у другим државама.<sup>94</sup> Студија је доказала да би компаније требало оснивати у државама са бољом правном заштитом мањинских акционара, а то су углавном богате државе *common law* система. Овај закључак произлази из чињенице да системи са већом заштитом мањинских акционара пружају већу заштиту контролном акционару од експропријације права код преузимања или тржишне акумулације, због чега би акционар пристао да прода своје власништво ради прикупљања средстава или диверсификације. *Argumentum a contrario*, контролни акционари у државама са слабијом заштитом мањинских акционара, неће продавати своје акције нити препуштати контролу над њима, због могућности да

---

<sup>91</sup> La Porta, R., Lopez-De-Silanes & F., Shleifer, A. (1999), *op.cit.*

<sup>92</sup> Mallin, C. (2012). Institutional investors: The vote as a tool of governance. *The Journal of Management and Governance*, 16(2), p.162.

<sup>93</sup> Monks, R. & Minow, N. (2002). *Corporate Governance*. New Jersey: John Wiley & Sons, p.171.

<sup>94</sup> La Porta, R., Lopez-De-Silanes & F., Shleifer, A. (1999), *op.cit.*, p.473.

изгуби стечене бенефиције управљања друштвом. Сходно наведеном, према критеријуму структуре власништва у компанијама, утврђено је да је добра заштита акционара обезбеђена у државама *common law*, а лоша у државама *civil law*.

Предности англосаксонског модела јесу транспарентност, уважавање (гласачких) права акционара и добро уређен правни оквир. Међутим, управо наведени елементи стварају тржишни амбијент који привлачи инвеститоре усмерене на краткорочну максимизацију профита, без сагледавања дугорочних интереса компаније. Овај проблем је један од централних који се анализира и за који се траже решења у реформама компанијског права и корпоративног управљања у комунитарном праву.

### **3.2. Континентални модел корпоративног управљања**

Континентални модел (континенталноевропски, инсајдерски или немачки модел) је доминантно присутан у Немачкој, Италији и Француској, али и другим државама чланицама Европске уније. Карактерише га значајан утицај банака и институционалних инвеститора на тржишту капитала и концентрисано власништво у друштвима.

Начин управљања и одлучивања је затворен, те се и овај модел назива и инсајдерски, (енг.*insider*). Неретко су власници акција менаџери или чланови надзорног одбора. Менаџери су одговорни не само акционарима, већ широј интересној групи (енг.*stakeholders*), чији се интереси такође уважавају, поред интереса локалне и шире друштвене заједнице. Имајући у виду да је власништво концентрисано и контролисано, те да се промене дешавају у оквиру емисија нових акција, то је и тржиште корпоративне контроле неразвијено у овом систему.

Доктрина као најзначајније карактеристике овог модела, истиче обједињено власништво и контролу, концентрацију власништва у рукама малог броја акционара, значајно учествовање банака у капиталу, релативно неликвидна тржишта капитала и неактивно тржиште корпоративне контроле, јер су преузимања и интервенције инвеститора ретке и постоје само у случају финансијског неуспеха

компанија, док се управљање врши уз уважавање интереса акционара али и других интересних група.<sup>95</sup>

### 3.3. Јапански (*keiretsu*) модел корпоративног управљања

Јапански модел корпоративног управљања је заснован на специфичној власничкој структури која, слично као и код континенталног модела, подразумева једног доминантног и остале мањинске акционаре. Карактеристика овог модела се састоји у томе да је већински акционар банка, а мањински акционари су купци и добављачи из мреже компанија које имају узајамно власништво (*keiretsu*).<sup>96</sup>

Улога доминантног акционара се разликује од улоге акционара у претходна два модела, јер поред осталог, банка као највећи акционар кумулира више улога. Банка је акционар, поверилац, кредитор, посредник при издавању хартија од вредности и саветодавац. Одбори директора су бројни, сачињени од менаџера, док су независни чланови у њима реткост. Уочава се и велики степен државног интервенционизма, нарочито код заштите домаћег тржишта, што представља супротност англосаксонском моделу. Права мањинских акционара су минимална, а запослени уживају велика права, заснована на лојалности и заједничком доношењу одлука.

У корпоративном управљању значајну улогу има „компанијска заједница“ (енг. *company community*) и њу чине кључни запослени, чланови одбора директора и менаџери, који сви заједно деле идентитет „компанијских људи“ (енг. *company men*), с тим изузетком што жене немају могућност да буду део „компанијске заједнице“.<sup>97</sup>

Надзор у компанијама се врши на више начина. *Први*, путем „компанијске заједнице“ која врши унутрашњу контролу, *други* уз помоћ акционара инсајдера

---

<sup>95</sup> Ooghe, H., & DeLanghe, T. (2002). Anglo American versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437–449, преузето са doi.org/10.1108/09555340210448794 дана 22.10.2016.године.

<sup>96</sup> Hafeez, M., *op.cit.*, pp.66-68.

<sup>97</sup> *Ibid.*

(запослених или менаџера) и *последњи* је преко акционара аутсајдера (изван компаније). Карактеристика овог система је да акционари аутсајдери немају право гласа, осим права да продају акције и напусте компанију у случају неслагања са њеном политиком.<sup>98</sup>

Међутим, са економском кризом 90-тих година у Јапану, проблемима које су банке имале са својим протфолијом учешћа у компанијама, притиском страних и институционалних инвеститора, дошло је до промене у концепту корпоративног управљања, које се по својим перформансама приближило англосаксонском моделу корпоративног управљања, иако Јапан припада државама *civil law* система.

### 3.4. Управљачки, раднички и државни модел корпоративног управљања

Класична подела модела корпоративног управљања, у свом средишту има акционаре (енг.*shareholder-oriented model*) и заснована је на различитости власничких структура у компанијама.

Као алтернатива овој подели, из разлога заштите и прилагођавања интересима осталих интересних група у компанијама, настали су нови модели. Један од модела је у средиште посматрања ставио управу односно менаџмент (енг.*managerial-oriented model*), други запослене (енг.*labor-oriented model*), а трећи саму државу (енг.*state oriented model*).<sup>99</sup>

Управљачки модел је настао у САД од 30-тих до 60-тих година прошлог века и истицао је предности поверавања дискреционог права менаџерима у великим корпорацијама. Овај концепт је настао на идеји да професионални менаџери као „незаинтересовани технократски повереници (енг.*fiduciaries*) могу водити послове корпорације на начин који ће служити остваривању општег јавног интереса“.<sup>100</sup> Овај тренд је у САД-у био пропраћен и регулаторним оснаживањем

---

<sup>98</sup> *Ibid.*

<sup>99</sup> Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The End of History for Corporate Law. *Discussion Paper* 280 (3/2000). Cambridge: Harvard Law School, pp.3-4.

<sup>100</sup> *Ibid.*, p.4. Више о томе: Berle, A. (1959). *Power without property: A new development in American political economy*. Harcourt: Harcourt, pp. 107-110.

менаџерских моћи, доношењем правила о гласању Комисије за хартије од вредности (*SEC proxy rules*) и усвајањем Вилијамсовог закона (*Williams Act*).<sup>101</sup> Крај примене овог модела је наступио са крахом берзе 70-тих и 80-тих година прошлог века. Закључак који је проистекао из примене управљачког модела је данас опште познат. Наиме, ако се менаџерима да превише дискреционог права за одлучивање у вези са инвестиционим политикама, то право може бити искоришћено неефикасно или у интересу менаџера или инвестицијама у пројекте мале вредности.<sup>102</sup>

Раднички модел управљања полази од тога да регуларно преговарање и уговарање у вези са радним односима између корпорације и запослених, није довољно да осигура дугорочне интересе корпорације, те је из наведеног разлога важно укључити запослене у управљачке структуре и мотивисати их ради њиховог трајнијег инволвирања у реализацију заједнички постављених циљева. Због постојања атмосфере колективизма за време Вајмарске републике у Немачкој, до Другог светског рата, идеје везане за раднички модел управљања, су најплодније тло нашле у Немачкој, а реализовале су се кроз правну имплементацију и доношење прописа којима су запослени овлашћени да изаберу половину чланова одбора.<sup>103</sup> Идеје кодeterminације (сарадње између управе и запослених уз гарантовање места у одбору) се налази и у предлогу Пете директиве о компанијском праву, која није усвојена, јер би усвајање оваквог модела корпоративног управљања на нивоу Европске уније захтевало бројна политичка и регулаторна усаглашавања држава чланица.

Државни модел је настао у времену пре и после Другог светског рата, када је постојао велики утицај државе на пословање корпорација које је морало бити усклађено са јавним интересом. Модел је развијен најпре у Француској и Јапану, док је у САД највећи домашај имао у области војне индустрије. Основни

---

<sup>101</sup> *Ibid.*; Вилијамсов закон представља документ којим су 1968.године извршени амандмани на Закон о трговини хартијама од вредности из 1934.године у вези са понудом за преузимање, а назив је дат по сенатору Harrison A. Williamsu који је акт предложио.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p.5.

<sup>103</sup> *Ibid.* Аутори наводе да су први прописи којима су запосленима дата велика овлашћења у вези са избором управе, донети 1951.године у области рударства и металне индустрије, а проширена на остатак индустрије између 1952. и 1976.године.

инструменти државне контроле у компанијама нису били тржишни, већ су зависили од дискреционог права државе и коришћења државне моћи (*ius imperium*) да се кредити, девизе, лиценце или изузимање од примене антимонополских прописа, примене на одређене компаније, при чему је контрола над менаџерима била остваривана кроз кривичноправне санкције, пре него кроз грађанске парнице.<sup>104</sup> Државни социјализам или протекционизам је генерално напуштен као модел управљања.

### 3.5. Корпоративно управљање и транзиционе економије

Корпоративно управљање у транзиционим државама, представља посебну област анализе, имајући у виду да проблеми с којима се срећу државе са развијеним компанијском правом и механизмима корпоративног управљања нису исти као изазови држава које су привреду градиле на централној планској економији.<sup>105</sup>

Транзиционе економије су карактеристичне по томе што је развој института корпоративног управљања био повезан са креирањем потпуно новог правног оквира тржишне економије уз адекватну подршку правосудних и осталих институција. С друге стране наведени процес је био праћен процесом приватизације, који је омогућавао трансфер државног и друштвеног власништва у приватно, као предуслов за имплементацију модела и механизма корпоративног управљања. Такође, увођење корпоративног управљања у транзиционе економије, поред тога што редифинише и алоцира права и обавезе различитих интересних група, уједно представља и начин едукације, јер подучава све учеснике основним институтима корпоративног управљања.<sup>106</sup>

Промена регулативе у домену који се односи на реструктурисање и финансирање компанија, сагледана кроз права акционара, укључујући без ограничења, компанијско право, регулативу хартија од вредности, заложно право

---

<sup>104</sup> *Ibid.*, p.6.

<sup>105</sup> Foo, J., & Witkowska, D. (2011). The Role of Corporate Governance in Transition Countries. *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences* 1 (2), 43-53.

<sup>106</sup> Pistor, K. (2000). Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies. *European Business Organization Law Review*, 1, 59(108), 59-107, p.63.

поверилаца, као и стечај, заправо представља резултат економских реформи, а не планираних правних реформи у транзиционим државама.<sup>107</sup> Имајући у виду да су правне реформе у већини транзиционих економија у Европи, биле вођене потребом хармонизације са прописима Европске уније у процесу придруживања, то је за последицу имало висок степен сличности у регулисању пре свега компанијског права и имплементирање најбоље праксе кроз трансплантацију правне регулативе. Иако су транзиционе економије пре наведеног процеса биле ослоњене на одређену „породицу права“ (француско или немачко грађанско право), у процесу транзиције, нови институти корпоративног права нису преузимани из правног система оне „породице права“ којој држава припада.<sup>108</sup> Такође, утврђено је да је усвајање сета прописа и интерполирање у законодавство и праксу, зависило од начина реаговања креатора политике на економске промене, а усвојена решења су често зависила од избора страних саветника и решења из правних система држава из којих долазе.

Идентификовани проблеми корпоративног управљања у транзиционим економијама јесу одсуство екстерног финансирања које би могло да замени државно финансирање одређених компанија, укореењен положај директора који без обзира на промену власништва задржавају ефективну контролу, те посредни утицај државе код корпоративног одлучивања, кроз повезана лица, регулаторне бенефиције и пореска дуговања.<sup>109</sup> Међутим, студије су показале да чак и када је заштита инвеститора регулаторно на вишем нивоу од развијених економија, као што су Француска или Немачка, овакав ниво заштите ипак не доприноси еквивалентном развоју финансијског тржишта. Ограничавајући фактор представља недостатак ефикасних правних институција, односно примене права и промене улоге државе „од директног координатора до неутралног арбитра“ што је даље

---

<sup>107</sup> *Ibid.*, p.60. Наведеном студијом су обухваћене 24 транзиционе економије (осим Србије, Таџикистана и Туркменистана), у периоду од 1990 до 1998.године.

<sup>108</sup> *Ibid.*, pp.64-65.

<sup>109</sup> EBRD. (2000). Law and finance in transition economies. *Working paper* (48). London: European Bank for Restructuring and Development, p.4.



довело до закључка да је корпоративно управљање, такође и део државног управљања (*state governance*).<sup>110</sup>

У вези са техником инкорпорисања (нове) праксе корпоративног управљања, у транзиционим економијама, идентификована су два основна модела, при чему један полази од потпуне изградње правног система, што је отежано постојањем правних институција које имају своје дубоко укоренењено правно наслеђе, а други модел импутира парцијално поједине правне институте у постојећи правни систем.<sup>111</sup>

#### 4. ОГРАНИЧЕЊА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И ПРАВЦИ РАЗВОЈА

Глобална финансијска криза, настала 2008.године, довела је до преиспитивања принципа корпоративног управљања и реформи на националном и наднационалном нивоу. Наиме, развој привреде је немогућ уколико инвеститори не уложе своја средства у развој и раст компанија. Да би инвеститори били мотивисани да уложе средства, потребно је, да између осталог, имају довољно квалитетне информације, које добијају из годишњих финансијских и других обавезних извештаја листираних компанија, на основу чега заснивају своју одлуку о улагању.

Доктрина је после сломова великих компанија 90-тих година, поставила питање да ли се управљање компанијама могло спровести и на други начин. Улогу корпоративног права су поједини аутори доводили у питање,<sup>112</sup> наводећи да корпоративно право може бити други најбољи избор или истичући да је исто тривијално, у односу на механизме као што су ефикасно тржиште капитала, високо

---

<sup>110</sup> *Ibid.*, p.25. Транзиционе државе се морају и саме обавезати да ће поштовати приватна права и иста заштитити, односно да иста неће умањити, а ради успостављања ефикасног система екстерног финансирања.

<sup>111</sup> Aguilera, R., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What Is the Trigger? *Organization Studies* 25, (3), 417–446, p.419.

<sup>112</sup> Easterbrook, F. & Fischel, D. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press.

функционални и компетитиван менаџерски рад и тржишта производа, који представљају много снажније механизме принуде од законске регулативе.<sup>113</sup>

Финансијске кризе и банкротства се дешавају великим светски познатим корпорацијама, које су пословале у складу са принципима корпоративног управљања и финансијског извештавања, али су ипак доживеле колапс у пословању, који је негативно утицао на акционаре, запослене, добављаче и заједницу. Одговор на узроке колапса великих компанија, новија теорија проналази у недостацима ефективног корпоративног управљања.<sup>114</sup>

Илустрације ради, изложићемо студију случаја *Enron*, која најбоље показује како је дошло до настанка проблема, који је више година прикриван, да би у касној фази ескалирао. *Enron* је компанија из САД-а која је била рангирана као једна од десет најбољих по промету у 2000.години, а финансијски извештаји на дан 31.12.2000.године су показали профит у износу од 979 милиона долара. Међутим, *Enron* је да би прикрио велике губитке у пословању, оснивао велики број друштава за посебне намене (енг.*special purpose entities*) и тако лажно приказао да је ту своју изложеност заштитио. Нека од ових друштава за посебне намене су коришћена за трансфер средстава појединим директорима. Наредне 2001.године, *Enron* је приказао непокривени губитак од једне милијарде долара и обелоданио да је 1,2 милијарде долара отписао на терет акционарског капитала, што је после одустанка од преузимања од стране *Dynegy* конкурентске компаније, довело до банкротства.

Анализирајући разлоге банкротства, може се доћи до закључка да рад директора у делу оснивања нових друштава за посебне намене и рачуноводственог третмана тих друштава није био довољно надзиран од стране екстерних ревизора, нити од стране самих акционара. У конкретном случају, једна од запослених, *Sherron Watkins* је исказала своју забринутост финансијском директору у вези са прикривањем пословних губитака кроз оснивање нових друштава још 1996.године, али никакве мере нису предузете у вези са том примедбом, да би иста службеница,

---

<sup>113</sup> Black, B.S. (1990). Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis. *North-western University Law Review*, 84, 542-597.

<sup>114</sup> Mallin, C. (2012). *Corporate Governance* (5<sup>th</sup> Ed.). Oxford: Oxford University Press, p.2.

када се поново вратила у исто финансијско одељење 2001.године своју забринутост исказала отвореније и постала узбуњивач у једном од највећих скандала свих времена.<sup>115</sup>

Поред *Enron-a*, познати су и други случајеви корпоративних скандала и то *Barings Bank* из Велике Британије (1995.година), италијански произвођач дуготрајног млека *Paramalt* (2003.година), једна од највећих индијских ИТ компанија *Satyam* (2009.година), *Royal Bank of Scotland* (RBS) и др.<sup>116</sup>

Анализом поменутих и других случајева, бројни аутори су дошли до закључка да је корпоративно управљање изузетно важно и да га треба побољшати у делу транспарентности и објављивања, контроле и одговорности, као и структуре одбора директора који би требало да на време заустави и спречи одређено понашање појединачних директора.<sup>117</sup>

Поред наведеног, трендови конвергенције различитих модела корпоративног управљања су присутни у свету, а као основне тачке конвергенције се помињу кодекси корпоративног управљања, регулатива хартија од вредности, међународни рачуноводствени стандарди и опште обједињавање ревизорске праксе, глобализација компанија, прикупљање капитала на светским берзама, истраживачке публикације, међународне конференције и професионални часописи.<sup>118</sup> С друге стране, дивергентни фактори који постоје у овој области се односе на различитост у правној регулативи, стандардима и правној процедури, тржиштима капитала, власничкој структури и историјским, културним и етичким груписањима.<sup>119</sup>

---

<sup>115</sup> *Ibid.*, pp.2-3.

<sup>116</sup> Више о томе: Clarke, T. (2012). Recurring Crises in Anglo-American Corporate Governance. *Contributions to Political Economy*, 29 (1), 9-32; FSA (2011). The failure of the Royal Bank of Scotland. *FSA Board Report* (5th Report of Session 2012-13). London: House of Commons; ICGN. (2008). *Statement of the Global Financial Crisis*. London: ICGN.

<sup>117</sup> *Ibid.*, pp.6-7.

<sup>118</sup> Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford: Oxford University Press, pp.18-19.

<sup>119</sup> *Ibid.*

## 5. КОМПАНИЈЕ И КОМПАНИЈСКО ПРАВО У СВЕТЛУ ПОЈАВЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА

### 5.1. Одређивање предмета компанијског права

Компанијско право (право привредних друштава), представља самосталну правну грану, насталу у оквиру пословног права, које за предмет свог изучавања има правни положај привредних друштава и предузетника, односно правна правила о формирању привредних друштава и предузетника, њиховим индивидуалним обележјима, о правним начелима пословања, о иступању у правном промету, о правима и обавезама оснивача, чланова и акционара, повезивању и реорганизацији, о органима тих привредних субјеката, надзору над њиховим радом, о удруживању и престанку предузетника и ликвидацији и стечају привредних друштава.<sup>120</sup>

Водећи теоретичари из области компанијског права истичу да је важна улога и кључна функција принципа корпоративног управљања, препознавање и заштита интереса осталих интересних група у компанији.<sup>121</sup>

Иако самостална грана права, правна правила компанијског права у ужем смислу нису довољна за целовито регулисање свих права и обавеза из домена компанијског права. Стога, користећи мултидисциплинарни приступ, компанијско право често позајмљује регулативу других грана права и то како приватног (облигационог, трговинског, наследног, породичног, процесног, стечајног, грађанског, радног, међународног приватног), тако и јавног права (пореског, управног, казненог и др.).<sup>122</sup> У том смислу се компанијско право не може посматрати изоловано изван релација са другим гранама права.

Улога компанијског права је значајна за развој и функционисање и дефинисање акционарског друштва, као и заштиту права акционара и огледа се пре свега у балансирању императивних и диспозитивних правних механизма и норми.

---

<sup>120</sup> Бесаровић, И. (2010). *Пословно право*. Београд: Intermex, стр.34.

<sup>121</sup> Више о томе: Kraakman, R., Armour, J., Davies P., Enriques, L., Hansmann, B. H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H. & Rock, B. E. (2004). *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>122</sup> Васиљевић, М. (2015). *Компанијско право* (9th Ed.). Београд: Удружење правника у привреди. стр.24.

## 5.2. Еволуција компанија и компанијске регулативе

Удруживања ради остваривања одређених заједничких лукративних или нелукративних циљева су била позната још у римском праву под називима *universitas*, што је представљало форму правног лица са сопственом имовином, чији чланови нису одговарали за обавезе и *societas*, односно ортаклук самосталних лица, без правног субјективитета.<sup>123</sup>

Средњовековно право евидентира постојање ентитета *commenda* или *societas* где се оснивач удруживао са предузетником који је био поморски превозник или трговац (*tractator*) и *compagnia* или *societas fratrum*, као заједница, која настаје после смрти неког трговца и којом браћа, наследници, заједнички управљају.<sup>124</sup> У средњем веку оснивају се различите форме друштава, које познају категорије оснивача и директора са ограниченим овлашћењима.

Као година када је прва јавна емисија акција ради прикупљања капитала била спроведена од стране Себастијана Кабоа (Sebastian Cabot) за друштво *Muscovy Company*, узима се 1553. година којом приликом је прикупљено 6.000 фунти.<sup>125</sup>

С друге стране, материја акционарских друштава је први пут регулисана у Француској, доношењем *Code de commerce* 1807.године и првим Законом о акционарским друштвима 1867.године.<sup>126</sup>

Најпознатије акционарско друштво у средњем веку је Источноиндијска компанија. Наведена компанија је настала 1600. године, на основу Краљевске повеље ради реализације трговинских послова са Источном Индијом, где је имала монопол у трајању од више од две деценије.<sup>127</sup> Компанија *Hudson's Bay Company* која постоји и данас, основана је 1670.године у Великој Британији и сматра се једном од првих мултинационалних компанија.<sup>128</sup> По узору на Источноиндијску

---

<sup>123</sup> Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.35-36.

<sup>124</sup> *Ibid.*

<sup>125</sup> Мрдак, Г. (2010). *Акционарство у Србији*. Београд: Задужбина Андрејевић, р.14.

<sup>126</sup> *Ibid.*

<sup>127</sup> Cadbury, A., *op.cit.*, pp.2-3.

<sup>128</sup> Truitt, W. (2006). *The corporation*. Westport, USA, London, UK: Greenwood Press, p.3.

компанију у току 17. и 18. века осниване су сличне компаније у Шведској, Данској, Француској и другим државама, нарочито у сектору банкарства и финансија. Почетком индустријске револуције и са настанком потребе за финансирањем, између осталог, великих инфраструктурних пројеката, дошло је до експанзивног оснивања акционарских друштава у области железнице, рударства и трговине.<sup>129</sup>

Са појавом новог привредног феномена, јавила се и потреба да се предметна материја регулише, класификује и дефинише референтни оквир. Иако регулатива компанија надилази националне правне системе, у даљем раду ћемо обрадити форме привредних друштава које су се издвајале у различитим правним системима.

Француски систем дефинише привредно (трговачко) друштво као уговор два или више лица, правна и/или физичка, са циљем да уз обављање неке трговачке делатности, под персоналним или реалним пословним именом, на основу улагања одређених улога или рада, остваре одређену добит, коју ће између себе поделити према критеријумима утврђеним тим уговором.<sup>130</sup> Овај систем тумачи да је свако друштво настало на основу уговора и поседује правни субјективитет који је независан од оснивача, као и да су друштва институције, при чему се прави дистинкција између трговинског (фр.*société*) и грађанског друштва (фр.*association*) на основу постојања елемента стицања добити код сваког од њих.<sup>131</sup>

Немачки систем је изграђен на две основне форме друштва, привредном друштву (нем.*Gesellschaft*) и грађанском друштву (нем.*Verein*), с тим што су за разлику од француског система, оба типа друштва могла имати како лукративни, тако и нелукративни карактер. Обе категорије су се сматрале привредним друштвом, уколико је циљ оснивања био лукративне природе, ако су поседовале одређену организациону структуру и регулисане односе између чланова.<sup>132</sup>

---

<sup>129</sup> *Ibid.*

<sup>130</sup> Hamel, J., Lagarde, G., & Jauffret, A. (1980). *Droit commercial*. у: Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.27.

<sup>131</sup> *Ibid.*

<sup>132</sup> Јовановић, В. (1961). *Привредно право – привредне организације*. Београд: Завод за уџбенике Народне Републике Србије.

У англосаксонском правном систему, не постоји конзистентан појам привредног друштва који би био упоредив са претходна два система, имајући у виду да је компанија<sup>133</sup> правно лице, с тим што појму привредног друштва припада и ортаклук (енг. *partnership*) под условом да има лукративни карактер.<sup>134</sup>

Међутим, у новије време је у наведеним системима дошло до значајније промене регулативе, паралелно са увођењем кодекса корпоративног управљања. Француска је изменила Закон о трговачким друштвима из 1966.године новелама из 2001.године. Немачка је усвојила Закон о контроли и транспарентности пословања акционарских друштава и Закон о друштву са ограниченом одговорношћу,<sup>135</sup> тако да сада немачко компанијско право познаје друштва са ограниченом одговорношћу (нем. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung, GmbH*), акционарска друштва (нем. *Aktiengesellschaft, AktG*), као и партнерства (грађанско и трговинско). Велика Британија је 2006.године усвојила Компанијски закон (*Companies Act*), према коме могу бити основане бројне форме привредних друштава, при чему се разликују приватна и јавна привредна друштва и привредна друштва са неограниченом и ограниченом одговорношћу.<sup>136</sup>

### 5.3. Стандардне и посебне форме обављања привредних активности у Европској унији

На нивоу комунитарног права, националним законодавствима је препуштено дефинисање појма акционарског друштва, с тим што је Другом директивом<sup>137</sup> уређен минимум услова којима су детерминисана национална законодавства. Услови се односе на минимални капитал, врсту акција, сопствене акције, извештавање, смањење оснивачког капитала и друге институте везане за

<sup>133</sup> У енглеском праву се компанија, односно привредно друштво назива *company*, а у америчком *corporation*.

<sup>134</sup> Wild, C. & Weinstein, S. (2011). *Smith and Keenan's Company Law*. Harlow, Essex, England: Pearson Education Limited.

<sup>135</sup> Васиљевић, М. (2006). *Коментар Закона о привредним друштвима*. Београд: Службени гласник РС, стр.15.

<sup>136</sup> Према одредбама Компанијског закона из 2006.године, све компаније се деле на оне у којима оснивачи без лимита одговарају по принципима грађанског права и компаније у којима постоји одређени лимит одговорности, постављен у односу на износ гаранције која је примљена или до износа уписаних акција.

<sup>137</sup> Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31977L0091> дана 20.10.2016.године.

акционарска друштва и заштиту мањинских акционара.<sup>138</sup> Друга директива поред уобичајених форми јавног и нејавног акционарског друштва, уводи и појам „инвестиционе компаније са варијабилним капиталом“, који се односи на оне компаније (1) чији је искључиви циљ инвестирање средстава у различите акције и уделе, државну или другу имовину ради смањења инвестиционог ризика и омогућавања акционарима стицања користи од резултата управљања њиховом имовином или (2) које нуде сопствене акције на продају јавним позивом или (3) чији статuti омогућавају да у оквиру лимита минималног и максималног капитала компанија може издати, повући или препродати акције. Друга директива као најважније питање уређује капитал акционарских друштава, те се због тога често назива и Директивом о капиталу (*Capital Directive*).

Домен примене Друге директиве је ограничен на јавна, односно котирана, акционарска друштва и правне форме које су изједначене са њима, што на нивоу комунитарног права значи да се у неким државама примењује на сва акционарска друштва (Француска, Немачка и Италија), док се у Великој Британији примењује на две врсте друштава и то јавна акционарска друштва (енг.*public company limited by shares*) и јавна акционарска друштва са одговорношћу ограниченом гаранцијом (енг.*public company limited by guarantee and having share capital*). Примена Друге директиве је морала да помири континентални и англосаксонски концепт јавног и приватног друштва, имајући у виду да су се у континенталном праву ове форме сагледавале као акционарско и друштво са ограниченом одговорношћу, док је англосаксонско право познавало само појам компаније, која се генерално сматра јавном, осим уколико не испуни законске услове да постане приватна.<sup>139</sup>

Различитост решења у националним правима држава чланица је резултирала покушајем да се формирају нове форме привредних друштава, уз помоћ којих би се пословне операције спроводиле у више јурисдикција. У том смислу је комунитарно

---

<sup>138</sup> Second Council Directive 77/91/EEC, Article 1(2).

<sup>139</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т. (2012). *Компанијско право Европске уније*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, стр.126-127.



право омогућило формирање европске интересне групације, европског друштва (јавног и приватног) и европске задруге.

Европска економска интересна групација (*European Economic Interest Grouping*, EEIG) је форма удруживања, коју могу основати правна и физичка лица, јавне и приватне компаније, са циљем заједничког наступања, али не и заједничког стварања профита. Ова форма удруживања, иако још увек постоји, не представља актуелну форму привредног друштва, већ садржи елементе пословног удруживања.<sup>140</sup>

Основна карактеристика европског друштва (енг.*European company, Societas Europea, SE*)<sup>141</sup> је да се оснива у форми акционарског друштва, има правни легитимитет, односно својство правног лица и пружа бројне предности друштвима из Европске уније.<sup>142</sup> Ова форма је требало да покрене велике компаније држава чланица да почну са пословањем изван националних оквира у оквиру унутрашњег тржишта Европске уније. Европско друштво има скупштину и управљачки систем који може бити једнодоман или дводоман. Посебна права су гарантована мањинским акционарима, који имају право да бирају своје представнике у органе компаније сходно националном законодавству. Мањински акционари могу тражити сазивање скупштине, као и допуну дневног реда уколико испуњавају минимални цензус од 10% гласова. Прописана је и одговорност чланова одбора у смислу фидуцијарних дужности и обавеза вођења рачуна о интересима акционара, запослених и осталих интересних група. Поред класичних начина престанка компаније стечајем, ликвидацијом, престанком плаћања и слично, европско

---

<sup>140</sup> Council Regulation (EEC) No 2137/85 on the European Economic Interest Grouping (EEIG), преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A31985R2137> дана 20.10.2016.године.

<sup>141</sup> Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE), преузето са дана 20.10.2016.године. Идеју о европском друштву (енг. *European company, Societas Europea, SE*), је пласирало Удружење за међународно право. Формалноправни оквир за оснивање европског друштва, представља Статут европске компаније који је усвојен 2001.године, са почетком важења 2004.године.

<sup>142</sup> Оснивање европске компаније има и одређене недостатке, који се огледају у високим трошковима оснивања, комплексној процедури, као и одређеној дози правне несигурности, иако представља вероватно најбољу форму за мала и средња предузећа у Европској унији. Више о томе: преузето са [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/public-consultation/past-consultations/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/public-consultation/past-consultations/index_en.htm) дана 27.10.2016.године.

друштво може престати путем конверзије у националну компанију, након истека рока од две године од регистрације.<sup>143</sup>

Европска комисија је поред рада на Статуту европског друштва, радила на предлогу Статута за друштва мањег обима, који би регулисао оснивање европског затвореног друштва (*Societas Privata Europea*, SPE), чијим би функционисањем била мотивисана мала и средња предузећа, којих у Европској унији има више од 99%, да послују на унутрашњем тржишту и тако допринесу побољшању економске размене.<sup>144</sup>

Поред европске компаније, Европска унија је усвојила и Статут европске задруге (енг. *European Cooperative Society*, SCE).<sup>145</sup> Европска задруга се формира са циљем да олакша сарадњу више привредних субјеката у различитим јурисдикцијама у спровођењу транснационалних активности, уз испуњење предуслова да чланови друштва не буду са седиштем у истим државама чланицама. Ова форма омогућава привредним друштвима такође заједнички наступ на тржиштима, удруживање ради постизања економије обима или предузимање активности које су везане за истраживање и развој, уз задржавање аутономије и независности сваког појединачног члана.<sup>146</sup>

#### 5.4. Доминатне форме привредних друштава

Правна доктрина полази од поделе привредних друштава на две основне категорије и то друштва лица и друштва капитала. Друштва лица поседују елементе *intuitu personae*, јер се њихово оснивање и рад заснива на личном односу чланова друштва, најчешће ортака, због чега друштва лица често не поседују одвојену и професионалну управу, нити се удели чланова могу једноставно преносити. Одговорност чланова је потпуна, они одговарају својом имовином и њихова се

---

<sup>143</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.401.

<sup>144</sup> *Ibid.*, стр.401-403.

<sup>145</sup> Council Regulation (EC) No 1435/2003 on the Statute for a European Cooperative Society (SCE), преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003R1435&from=EN> дана 27.10.2016.године.

<sup>146</sup> Више о Европском кооперативном друштву видети на [https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/cooperatives/european-cooperative-society\\_en](https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/cooperatives/european-cooperative-society_en)

одговорност не може ограничити висином капитала. До престанка привредних друштава овог типа, може доћи и смрћу чланова или раскидом уговора о ортаклуку. Најзаступљенији облици друштва лица су ортачко трговачко друштво и командитно друштво.

Друштва капитала су друштва са ограниченом одговорношћу својих чланова до висине улога, са мање личним односом чланова и једноставнијим трансфером власништва. Најзаступљенији облици друштва капитала јесу командитно друштво на акције, друштво са ограниченом одговорношћу и акционарско друштво (јавно и нејавно). Командитно друштво на акције поседује елементе друштва капитала, док друштво са ограниченом одговорношћу поседује карактеристике друштва лица. С друге стране и класичне форме привредних друштава лица, могу уз помоћ уговорних клаузула искључити одређене личне елементе или ограничити одговорност чланова, на који начин *de facto* долази до конвергенције различитих форми привредних друштава.<sup>147</sup>

Поред наведене, постоје и друге класификације друштава према начину одређености капитала на друштва на уделе и друштва на акције, према циљу оснивања на индивидуалистичка (са лукративним циљем) или колективистичка (без лукративног циља),<sup>148</sup> односно према правном субјективитету, при чему разликујемо друштва-уговоре и друштва-институције.<sup>149</sup> Категоризације привредних друштава према различитим критеријумима се не исцрпљују на овом месту, те према дужини трајања можемо разликовати привредна друштва основана на одређено или неодређено време, према начину настанка, привредна друштва основана слободном вољом и настала на основу закона, према броју чланова на једночлана и вишечлана, према финансијским критеријумима на микро, мала, средња и велика, матична и зависна друштва и др.

Међутим, да би било која од наведених форми могла бити сматрана привредним друштвом, без обзира на разлике у националним законодавствима,

---

<sup>147</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.53.

<sup>148</sup> *Ibid.*

<sup>149</sup> Мирковић, Ђ. (1934). Две теорије о правној природи трговачких друштава. Београд.

мора да поседује својство правног лица, има ограничену одговорност, преносиво власништво, централизовано управљање и подељено власништво између власника капитала.<sup>150</sup>

## 5.5. Терминолошке дилеме и форме привредних друштава

Економска и правна доктрина полазе од другачијих елемената на основу којих описују и дефинишу појам привредног друштва. Економисти полазе од тога да се привредна делатност, односно предузетништво, ради остварења лукративног циља, може обављати индивидуално, тако што исту обавља предузетник или колективно, кроз привредна друштва, при чему предузеће карактеришу посебан организациони и циљни аспект.<sup>151</sup> Правна теорија не признаје правни субјективитет предузетништву, односно предузећу, већ носиоцу наведене делатности, који може бити правно или физичко лице.

Један од првих покушаја дефиниције појма компаније настао је у оквиру судске праксе САД-а, а не правне науке. Према овом концепту, компанија је вештачко биће, невидљива, неопипљива и постоји само у контексту закона, као његов производ и поседује само оне особине које је оснивачки акт, којим је основана, пренео на њу.<sup>152</sup>

Амерички теоретичари су наставили да на темељу наведене дефиниције објашњавају компанију (корпорацију) као вештачки створено правно лице са непрекидном сменом власништва (енг.*perpetual succession*). Компанија је сукцесор или скуп лица, који постоји у складу са законом, има права и дужности, одвојена је и разликује се од лица која су њени чланови. Основне карактеристике су да је то законска творевина, која се разликује од физичког лица које је основало и наставља

---

<sup>150</sup> Armour, J., Hansmann, H. & Kraakman, R. (2009). The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law? *Discussion Paper*, 643, p.6, преузето са [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Kraakman\\_643.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kraakman_643.pdf) дана 27.10.2016.године.

<sup>151</sup> Васиљевић, М., (2007), *op.cit*, стр.39.

<sup>152</sup> Pinto, A. & Branson, M. D. (2013). *Understanding Corporate Law* (4<sup>th</sup> Ed.). New Providence, San Francisco: LexisNexis, University of Pittsburg School of Law, p.1. Ова дефиниција потиче из судског поступка из 1819.године између *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* (1819). 17 U.S. 518.

са постојањем без обзира на престанак постојања власника (смрт, пренос, банкротство или др.).<sup>153</sup>

Појам „предузеће“ се такође може посматрати у објективном смислу, када обухвата скуп објективних елемената, телесних и бестелесних, којима се обавља привредна делатност (енг. *goodwill*). С друге стране се „предузећем“ у субјективном смислу сматра делатност трговца или скуп лица чија је делатност удружена ради постизања економског циља. Привредно друштво се дефинише и као правни субјект и носилац предузећа, помоћу кога се стичу права и обавезе у правном саобраћају, које одликују техника организовања ради заједничког обављања одређене привредне делатности, представља социјетарну форму која омогућује одвајање наменске имовине за предузеће и laku трансмисију предузећа путем преноса чланских права и представља технику организације наменске имовине.<sup>154</sup>

Српска правна наука, дефинише привредна друштва као „технику (правну форму) организовања на основу одређених улога, од стране правних и/или физичких лица (једног или више) у циљу стицања добити (правило) или постизања одређених неекономских циљева (изузетак), са одређеном правном самосталношћу у односу на осниваче и доцније ортаке, чланове и акционаре и са одређеном отвореношћу за доцније приступање других лица“.<sup>155</sup>

У даљем наставку рада за означавање акционарског друштва, поред наведеног, користићемо термине привредно друштво, друштво или компанија.

## **6. АКВИЗИЦИЈЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА**

### **6.1. Настанак и појмовно одређење акционарског друштва**

Акционарска друштва (*société anonyme ili société par actionis, sociéta par ayioni, Aktiengesellschaft, close coportions, open corporations, company limited by*

---

<sup>153</sup> Wild, C., & Weinstein, S, *op.cit.*, pp.42-43.

<sup>154</sup> Васиљевић, М., (2007), *op.cit.*, стр.40.

<sup>155</sup> *Ibid.*

*shares, joint stock company, joint stock corporation*)<sup>156</sup> су привредна (трговачка) друштва, друштва капитала, основана од стране више домаћих или страних физичких или правних лица, са циљем прикупљања капитала кроз емитовање и продају акција, ради реализације већих инвестиционих подухвата.

Прва акционарска друштва су се од осталих форми удруживања трговаца разликовала по томе што им је признат правни статус, различит од статуса њихових чланова, у виду посебног субјективитета.<sup>157</sup> Акционари (енг. *adventurers*, авантуристи, шпекуланти) су заједнички улагали капитал и делили профит из својих активности, пропорционално броју поседованих акција, што подржава уобичајени начин функционисања права акционара у модерном компанијском праву.<sup>158</sup>

Већину атрибута које поседују, модерна акционарска друштва су стекла до средине 17. века, почев од прикупљања акционарског капитала, установљавања одговорности акционара до нивоа инвестираног капитала, дистрибуције добити кроз исплату дивиденди, трансферабилности акција, као и интерне корпоративне структуре, успостављања управљачке хијерархије, све до вођења пословних књига и њиховог обелодањивања акционарима.<sup>159</sup> У то време у Енглеској долази до експанзије у оснивању акционарских друштава и формирања тржишта капитала на коме се трговало акцијама путем посредника, односно брокера. Установљена је и неприкосновеност оснивачког акта, који није могао бити измењен или укинут државним актом и једноставна процедура регистрације акционарског друштва, што је генерално узевши, представљало зачетак корпоративног управљања.<sup>160</sup>

---

<sup>156</sup> Васиљевић, М. (2015)., op.cit., стр.241.

<sup>157</sup> Harris, R. (2009). The institutional dynamics of early modern Eurasian trade: The Commenda and the Corporation. *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 71(3), 606-622, преузето са [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1294095](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294095) дана 28.10.2016.године.

<sup>158</sup> Lipton, P. (2009). The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: An Institutional Perspective. *Monash U. Department of Business Law & Taxation Research Paper No. 19*, преузето са [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1413502](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1413502) дана 28.10.2016.године.

<sup>159</sup> *Ibid.*, p.15

<sup>160</sup> Случај *Dartmouth College v. Woodward* Пресуда Врховног суда САД из 1816. године, [http://en.wikipedia.org/wiki/Delaware\\_General\\_Corporation\\_Law](http://en.wikipedia.org/wiki/Delaware_General_Corporation_Law) дана 28.10.2016.године.

Основно обележје акционарског друштва је да је то друштво капитала, које се често у појединим јурисдикцијама у смислу терминолошке дистинкције у односу на остала друштва која имају карактер *intuitu personae*, означава изразом *anonyme*.

Постоји више општих карактеристика акционарског друштва и то:<sup>161</sup>

- 1) да је друштво капитала у коме персоналне карактеристике акционара нису суштински битне за оснивање, функционисање нити престанак рада;
- 2) да послује под реалним пословним именом, које само изузетно може бити и персонално име доминантног акционара, уз обавезну скраћеницу ознаке друштва а.д. односно ад;
- 3) да поседује сопствену имовину, којом одговора у потпуности за обавезе настале у правном промету према трећим лицима, а која је притом различита од имовине појединачних акционара;
- 4) поседује фиксни основни капитал, који не може бити нижи од прописаног законом и који служи као генерално обезбеђење за реализацију потраживања трећих лица;
- 5) да је основни капитал подељен на акције које могу бити одређене номинално или рачуноводствено (акције без номиналне вредности, „квотне акције“);
- 6) да је трговачко друштво по својој форми или предмету делатности, при чему акционари нису због тога и сами трговци;<sup>162</sup>
- 7) може обављати било коју лукративну делатност, осим оних за које је потребна претходна сагласност или одобрење;

---

<sup>161</sup> Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.242-243.

<sup>162</sup> *Ibid.*,стр.243. У Енглеској и САД *company* и *corporation* могу се основати и без лукративног циља, тј. као грађанскоправна друштва.

- 8) оснивачи друштва могу бити физичка и правна лица, при чему је захтев појединих законодавстава да акционарско друштво може имати најмање два акционара-оснивача;
- 9) законске норме којима се уређује акционарско друштво, нарочито јавно, су по правилу когентног карактера и
- 10) акционарско друштво је једина форма друштва (поред командитног друштва на акције) која може повећавати свој основни капитал јавним уписом акција, без додатног задуживања.

## 6.2. Историјски развој акционарских друштава у Србији

Законодавство у Србији које се односи на компанијско право и акционарска друштва може се поделити на три периода. *Први период* обухвата доношење Грађанског законика за Краљевину Србију из 1844.године, који је садржао само одредбе о уговору о ортаклуку, а не и одредбе о трговачким друштвима, за којим следи Трговачки законик из 1860.године, који садржи одредбе о безименом ортаклуку који представља пандан акционарском друштву<sup>163</sup> и Закон о акционарским друштвима за Краљевину Србију из 1896.године. *Други период* обухвата законодавство Србије после Другог светског рата које обележава одсуство одредаба о тзв. трговачким друштвима, с обзиром да је развијан концепт државног предузећа, затим радничког управљања и друштвене својине.<sup>164</sup> *Трећи савремени период* започиње доношењем Закона о предузећима из 1988.године,<sup>165</sup> који уводи

---

<sup>163</sup> Вељковић, С. (1866). Објашњење Трговачког закона за Књажество Србију. Више о томе [www.belex.rs](http://www.belex.rs); Трговачки законик је регулисао три вида трговачког ортаклука и то јавни, мешовити и безимени, параграфима 22-49. Безимено трговачко друштво (акционарско) се може основати само уз претходну сагласност надлежног министарства (Попечитељства Финансија) и судску оверу уговора о оснивању. Њиме управља руководитељ, а капитал је подељен на акције које се преносе на основу писане изјаве преносиоца стицаоцу.

<sup>164</sup> У овом периоду донети су следећи закони: Закона о државним привредним предузећима (1946), Закон о управљању државним привредним предузећима и вишим привредним удружењима од стране радних колектива (1950), Основни закон о предузећима (1965) и Закон о удруженом раду (1976). Види више: Васиљевић, М (2015)., *op.cit.*, стр. 37-39

<sup>165</sup> Закон о предузећима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 77/88, 40/89, 46/90 и 61/90 и *Службени лист СРЈ*, бр. 24/94 - др. закон. Почев од 1988.године, са променом социјалистичког друштвеног уређења, први у низу „новог законодавства“ Закон о предузећима је разликовао мноштво облика својине у зависности од врсте



равноправност свих облика својине и оснивача, а наставља се доношењем Закона о предузећима из 1996.године<sup>166</sup> који прописује мноштво савремених института и концепата везаних за друштва лица и друштва капитала. Наведени процес се окончава доношењем Закона о привредним друштвима из 2004.године<sup>167</sup> као и усаглашавањем са регулативом Европске уније, кроз доношење Закона о привредним друштвима из 2011.године и новелирање истог.

Настанак акционарских друштава у Србији се везује за другу половину 19. века, када је 1869.године у Београду основана Прва српска банка са домаћим и страним капиталом.<sup>168</sup> Наведена банка је основана са циљем да обавља све редовне банкарске послове и операције. Прво акционарско друштво је после само две године рада банкротирало због недовољне оспособљеност кадра и злоупотребе овлашћења од стране управе, кроз узимање зајмова које чланови управе нису враћали. Наредни циклус оснивања акционарских друштава је уследио деценију касније, у банкарском сектору. Београдска берза је основана 1895.године и на њој су се котирале акције преко 140 новчаних завода (банака, залагаоница, штедно-кредитних задруга и др.), као и акције око 40 индустријских, трговачких, осигуравајућих, рударских, транспортних и других друштава.<sup>169</sup>

Регулаторно је оснивање акционарских друштава било дефинисано Законом о акционарским друштвима из 1896.године који је имао модерна решења преузета из европског законодавства, пре свега из угарског трговачког законика, француског и немачког закона. Овим законом је уређена организација и систем управљања у акционарским друштвима, као и сазивање, кворум и надлежност скупштине акционара (збора акционара).<sup>170</sup>

---

својине (друштвена, задружна, мешовита и приватна). Што се тиче предузећа која послују у приватној својини, закон познаје приватно предузеће, као и деоничко друштво, друштво са ограниченом одговорношћу, командитно друштво и друштво са неограниченом солидарном одговорношћу чланова и јавно предузеће.

<sup>166</sup> Закон о предузећима, *Службени лист СРЈ*, бр. 29/96, 33/96 - испр., 29/97, 59/98 и 74/99.

<sup>167</sup> Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр.125/2004.

<sup>168</sup> Дашић, Ј. (1994). *Акцијски капитал у Западној Србији*. Чачак: Технички факултет, стр.19-22.

<sup>169</sup> Зебић, М. (1937). *О берзама и посебно о Београдској берзи*. Београд: Младост, 1990 (Стара Пазова: 16. мај), стр.44.

<sup>170</sup> Мрдак, Г., *op.cit.*, стр.19.

Након Другог светског рата је увођењем социјалистичког поретка, у Србији прекинут процес развијања свих института приватне својине што је довело до гашења акционарских друштава, трансформацијом приватне својине у државну, а затим и друштвену, кроз различите регулаторне мере, почев од национализације, експропријације, аграрне реформе до конфискације.<sup>171</sup> Привредни субјекти у приватном власништву, па самим тим и акционарска друштва, нису више постојали, с изузетком малих занатских радњи.<sup>172</sup>

Институт акционарства који је настао у Србији на основу постсоцијалистичких и транзиционих реформи, по својој суштини је комплексан и условљен дисконтинуитетом у акционарству и недостатаком довољног разумевања појма акционарства услед постављања знака једнакости између акционарства и колективног самоуправљања. Недостатак релевантног акционарског искуства, условио је споро увођење и неадекватну примену института корпоративног управљања, уз постојање националних особености и бројних злоупотреба, како на страни мањинских, тако и већинских акционара.

Обрнути процес национализацији и конфискацији, који се у Србији одвијао после Другог светског рата, започео је 90-тих година прошлог века, доношењем првог приватизационог закона,<sup>173</sup> према коме је предузеће самостално одлучивало о претварању друштвене својине у друге облике својине. Модели приватизације су били издавање и продаја акција (деоница) ради продаје друштвеног капитала, док су акције које су биле предмет продаје, уплаћиване у ратама и до исплате биле непреносиве. Акције са попустом су могли да купују запослени и бивши запослени,

---

<sup>171</sup> Неки од најзначајних прописа који су довели до трансформације приватне својине у доминантно државну и друштвену јесу Основни закон о државним привредним предузећима из 1946.године, Закон о национализацији приватних привредних предузећа из 1946.године, Основни закон о управљању државним привредним предузећима и вишим привредним удружењима од стране радних колектива из 1950.године и др.

<sup>172</sup> Један од таквих примера је Политика а.д. која је основана 1904.године од стране породице Рибникар, те је у више наврата променила власничку структуру, да би данас 110 година касније била у већинском државном власништву, али и даље у форми акционарског друштва над којим се спроводи процес приватизације.

<sup>173</sup> Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, *Службени гласник РС*, бр. 48/91, 75/91, 48/94 и 51/94.

као и њихови наследници,<sup>174</sup> у временски ограниченом периоду, а остала лица, укључујући и страна правна лица, су могла куповати акције без попушта.<sup>175</sup>

Наредна фаза приватизације је наступила са доношењем Закона о својинској трансформацији из 1997.године,<sup>176</sup> кроз модел приватизације продаја акција ради продаје капитала (са или без попушта), продаја акција ради прикупљања додатног капитала (са попустом) и конверзија дуга у акције повериоца (са попустом). Наведеним законом друштвени капитал се делио на акције, а приватизација се спроводила у две фазе. У првој фази својинске трансформације се вршила подела акција без накнаде, до 60% укупног капитала друштва запосленима и пензионерима из друштвеног и државног сектора. У другој фази се преостали капитал од 40% дистрибуирао, кроз могућност откупа акција уз одређене бенефиције до 30% капитала и пренос 10% капитала Фонду за пензијско и инвалидско осигурање.

Трећа фаза приватизације се одвијала према Закону о приватизацији из 2001.године<sup>177</sup> и спроводила је Агенција за приватизацију. Тада је приватизован највећи број предузећа уз значајан проценат учествовања страних инвеститора у процесу приватизације, јер се држава одлучила за концепт продаје већинског капитала, односно имовине или дела субјекта приватизације, ради мотивисања стратешких инвеститора да учествују у процесу приватизације.<sup>178</sup> Према наведеном закону, модели приватизације су били продаја капитала и пренос капитала без накнаде. Износ капитала који се продавао је био 70% (друштвеног, односно државног капитала), док се остатак до 30% капитала бесплатно додељивао

---

<sup>174</sup> Овај модел приватизације је због хиперинфлације дао веома лоше резултате, јер је капитал који су запослени стекли девалвиран и маргинализован, тако да је најчешће у предузећима која су на наведени начин започела приватизацију износио највише до 3% од укупног капитала. Акције из наведеног периода су често имале посебан третман, јер је њихова номинална вредност била испод прописаних минималних номиналних вредности, па су предузећа прибегавала спајању ових акција (при чему се дешавало да више лица постану сувласници), позивала акционаре да доплате износе до стицања једне акције или исплаћивала акционарима износе које су им припадали, уколико су били испод минималних износа и тако се ослобађала акција емитованих на основу прописа из 1991.године.

<sup>175</sup> Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, члан 14.

<sup>176</sup> Закон о својинској трансформацији, *Службени гласник РС*, бр.32/97 и 10/2001.

<sup>177</sup> Закон о приватизацији, *Службени гласник РС*, бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - др. закон, 30/2010 - др. закон, 93/2012, 119/2012, 51/2014 и 52/2014 - одлука УС.

<sup>178</sup> Државе у транзицији које су користиле модел тендерске и аукцијске продаје (Латвија, Естонија, Пољска, у каснијим фазама приватизације Мађарска, Чешка, Словачка), су имале више успеха у приватизацији, за разлику од углавном негативних искустава са моделом ваучера и бесплатне поделе акција.

запосленима и бившим запосленима. Изузетак од овог правила су била предузећа у реструктурирању, која су продавала 100% капитала, без доделе акција. Приватизована друштва су својство акционарског друштва<sup>179</sup> стицала након спроведеног поступка јавног тендера односно јавне аукције. Имајући у виду да се капитал стицао према процедури која је следила након упућивања јавног позива како од стране већинског власника, тако и од стране запослених и бивших запослених, то су релевантне одредбе прописа о тржишту капитала упућивале на обавезност трговања наведеним акцијама на тржишту капитала и организовања тих друштава искључиво као јавних акционарских друштава.

Овакав концепт приватизације, довео је до формирања великог броја акционарских друштава са доминантним акционаром и великим бројем мањинских акционара.

Процес приватизације је праћен ширим правним оквиром, између осталог Законом о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације<sup>180</sup> и Законом о Акцијском фонду<sup>181</sup>, којим је раније била регулисана продаја акција у власништву државе, као и након раскинутих приватизација.

---

<sup>179</sup> У пракси се дешавало да се капитал друштва дели на уделе, што је често било у колизији са компанијским прописима, који су лимитирали број чланова у друштву са ограниченом одговорношћу, тако да су због тога сва друштва, морала мењати форму у акционарска друштва.

<sup>180</sup> Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације, *Службени гласник РС*, бр. 123/2007, 30/2010, 115/2014 и 112/2015. Поред наведеног закона усвојена је и Уредба о поступку и начину евиденције грађана који имају право на новчану накнаду и на пренос акција без накнаде *Службени гласник РС*, бр.3/2008 и 31/2008 и Уредба о поступку евиденције запослених и бивших запослених који имају право на пренос акција без накнаде *Службени гласник РС*, бр.3/2008 и 31/2008. Наведним прописима се предвиђа подела бесплатних акција пореклом из приватизације одређених јавних предузећа и то Друштва за истраживање, производњу, прераду, дистрибуцију и промет нафте и нафтних деривата и истраживање и производњу природног гаса Нафтна индустрија Србије а.д. Нови Сад, Предузећа за телекомуникације Телеком Србија а.д. Београд, Јавног предузећа Електропривреда Србије Београд, Јавног предузећа за ваздушни саобраћај Јат Airways Нови Београд, Јавног предузећа Аеродром Никола Тесла Београд, Акционарског друштва Галеника за производњу лекова, денгала, антибиотика, фармацевтских сировина, парафармацевтике, ветеринарских производа и адитива Београд, као и из других јавних предузећа и привредних друштава са већинским учешћем државног капитала која обављају делатност од општег интереса, у складу са посебним прописима, у случају да се у тим предузећима, односно привредним друштвима спроведе приватизација.

<sup>181</sup> Закон о акцијском фонду, *Службени гласник РС*, бр. 38/2001 и 45/2005.

Четврти циклус процеса приватизације је започео доношењем Закона о приватизацији из 2014.године,<sup>182</sup> чиме је створен правни оквир за окончање процеса приватизације друштвених предузећа и омогућена приватизација јавних предузећа у будућности. Модели приватизације прихваћени овим законом су продаја капитала, продаја имовине, пренос капитала без накнаде и нови модел успостављања стратешког партнерства, уз могућност комбиновања више модела. Законодавац је и овим прописом остао доследан идеји стицања већинског власништва од стране купца у случају продаје капитала субјекта приватизације, те самим тим и принципу успостављању контроле над друштвом.

Из наведеног се може закључити, да је процес приватизације, као један од најважнијих чинилаца транзиције, поново довео до актуелизације акционарских друштава и акционарства у Србији, након вишедеценијског одсуства ове правне форме.

Пренето на време писања овог рада, процес формирања акционарског друштва је утицао на усвајање адекватне регулативе компанијског права и права преузимања, односно тржишта капитала. Поред релевантних прописа, Србија је добила и бројне институције којима је заокружен правни оквир компанијског права у делу акционарских друштава, од којих наводимо Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности (Централни регистар) и Комисију за хартије од вредности која води регистар јавних друштава.<sup>183</sup> Поред увођења релевантних регистара у Србији је почев од 1989.године реоснована Београдска берза а.д. Београд (Београдска берза) на којој се тргује акцијама јавних друштава.<sup>184</sup>

---

<sup>182</sup> Закон о приватизацији, *Службени гласник РС*, бр.83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016 – аутентично тумачење.

<sup>183</sup> Преузето са сајта Комисије [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_remository&Itemid=47&func=select&id=156](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=select&id=156) дана 22.10.2016.године.

<sup>184</sup> Берза је постојала све до 1953.године, када је формално укинута Одлуком Президијума Владе Србије. С почетком привредних реформи и након усвајања Закона о тржишту новца и тржишту капитала, 1989.године одржана је Оснивачка скупштина Југословенског тржишта капитала, основаног од стране 32 највеће банке са територије некадашње Југославије. Током 1992.године Југословенско тржиште капитала мења име у Београдску берзу. Иако је 1991.године обављено прво трговање акцијама (предузећа Синтелон и Ауто куће Кикинда), значајнији помак у трговању на Београдској берзи остварен је тек 2000.године, када су у

Према подацима са Централног регистра и Београдске берзе, у Србији послује 1522 акционарских друштава.<sup>185</sup> Од наведеног броја на Београдској берзи је укупно котирано 682 друштава, од којих је само осам листирано. На *Prime* листингусу листиране најбоље компаније у Србији које испуњавају ригорозне услове за листирање, док су на *Standard* листингу Београдске берзе листиране компаније које испуњавају мање сложене захтеве.<sup>186</sup>

### 6.3. Врсте акционарских друштава према српском законодавству

Српски законодавац данас не дефинише експлицитно врсте акционарских друштава, већ индиректно одређује појам јавног акционарског друштва кроз регулисање уплате односно уноса капитала: „...у случају повећања капитала акционарског друштва које је јавно друштво по основу успешно извршене јавне понуде акција или чије су акције укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно на мултилатералној трговачкој платформи (МТП), у смислу закона којим се уређује тржиште капитала (јавно акционарско друштво) новчаним улогом путем јавне понуде - одмах по окончању рока за упис акција, у складу са законом који уређује тржиште капитала...“<sup>187</sup>

Из наведене формулације закључујемо да у Србији постоје два основна типа акционарског друштва и то јавно акционарско друштво и нејавно акционарско друштво, при чему називи *sede materie* одговарају терминима отворено и затворено акционарско друштво, који су раније коришћени у законодавству и теорији. Овај концепт регулисања није широко заступљен у законодавствима и постоји само још у мањем броју држава (Француска и Чешка), док с друге стране, већина регулатора познаје форму јавног акционарског друштва. Анализом упоредноправне регулативе утврђено је да је тренд напуштања форме затвореног акционарског друштва настао

---

секундарно трговање укључене акције из претходних поступака приватизације, а трговање се још интензивније наставља од 2001.године. Од реоснивања, пословање Београдске берзе није прекидано, чак ни у време НАТО агресије 1999.године. Преузето са сајта Београдске берзе [http://www.belex.rs/o\\_berzi/istorijat](http://www.belex.rs/o_berzi/istorijat)

<sup>185</sup> Према подацима са сајта Централног регистра евидентирана су сва акционарска друштва, па и она која се налазе у процесу стечаја и/или ликвидације, до коначног брисања, више о томе на [www.crhov.rs](http://www.crhov.rs)

<sup>186</sup> Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд бр.04/2 бр.6848

<sup>187</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 46.

због постојања суштинске сличности са другим правним формама привредних друштава (друштво са ограниченом одговорношћу).<sup>188</sup>

Акционарска друштва су у новијој историји Србије формирана због императивних одредаба прописа који су регулисали својинску трансформацију, али поред наведених начина, истичемо да постоје и други модалитети настанка:

- 1) оснивање на основу успешно извршене јавне понуде акција (примарна емисија акција, примарно трговање);
- 2) промена правне форме друштва са ограниченом одговорношћу у јавно акционарско друштво;
- 3) промена облика из нејавног акционарског у јавно акционарско друштво и
- 4) промена правне форме или облика у стечајном поступку, у оквиру спровођења мера реорганизације.

Основни облик оснивања јавног акционарског друштва јесте путем успешно извршене јавне понуде акција. Према Закону о тржишту капитала<sup>189</sup> јавна понуда је „свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о хартијама од вредности из понуде тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових хартија од вредности, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја хартија од вредности преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента“. Да би акционарско друштво могло имати статус јавног, мора да испуни барем један од следећих услова: (1) успешно изврши јавну понуду хартија од вредности у складу

---

<sup>188</sup> Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.237-238. У Француској постоје четири форме акционарског друштва и то отворено, затворено, са учешћем запослених и поједностављено, док Велика Британија познаје јавне компаније, приватне компаније, компаније са одговорношћу ограниченом гаранцијом и компаније са одговорношћу ограниченом акцијама (одговарају нашим нејавним акционарском друштвима).

<sup>189</sup> Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр.31/2011, 112/2015 и 108/2016.

са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија за хартије од вредности или (2) укључи акције у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП у Србији.<sup>190</sup>

Према Закону о привредним друштвима основна разлика између јавног и нејавног друштва се састоји, пре свега, у императивним нормама које регулишу режим пословања јавних друштава, а што се, између осталог, огледа у обавези испуњења услова који се односе на транспарентност пословања, информисање Комисије за хартије од вредности и организатора тржишта, као и акционара, омогућавање акционарима учествовања у раду скупштине као и контрола пословања друштва од стране неизвршних и независних чланова одбора директора и надзорног одбора, укључујући формирање комисије за ревизију, унутрашњи надзор и обавезну ревизију финансијских извештаја.<sup>191</sup>

---

<sup>190</sup> Закон о тржишту капитала, члан 2, став 1, тачка 37.

<sup>191</sup> Законом о привредним друштвима су дефинисане посебне обавезе јавних друштава од којих су најважније следеће: (1) у јавним акционарским друштвима се не може ограничити право преноса акција и права из акција, за разлику од нејавних друштава, где се исто може ограничити статутом кроз право прече куповине осталих акционара или претходном сагласношћу друштва и у којима се сам пренос врши на основу уговора о преносу акција; (2) у случају стицања сопствених акција код јавног акционарског друштва, укупна номинална вредност, односно рачуноводствена вредност код акција без номиналне вредности и раније стечене сопствене акције, не сме да пређе 10% основног капитала друштва; (3) повећање капитала у јавном акционарском друштву се не може спровести конверзијом дуга у основни капитал; (4) ако су акције издате јавном понудом, упис издатих акција и њихових законитих ималаца у Централном регистру врши се у складу са законом који уређује тржиште капитала; (5) јавно акционарско друштво је дужно да позив за седницу скупштине објави и на интернет страници регулисаног тржишта, односно МТП где су укључене његове акције, а објаву увек врши и на својој интернет страници; (6) јавно друштво је у обавези да објави предлог додатних тачака за дневни ред седнице на интернет страници најкасније наредног радног дана од дана пријема предлога; (7) за седницу јавног акционарског друштва, поред осталог материјала, акционарима се ставља на располагање и извештај одбора директора, односно извршног одбора о стању и пословању друштва сачињен (годишњи извештај о пословању), као и консолидовани годишњи извештај о стању и пословању друштва, ако је друштво дужно да га састави (консолидовани годишњи извештај о пословању) и извештај надзорног одбора о пословању друштва и спроведеном надзору, ако је управљање друштвом дводомно; (8) јавно друштво је обавезно да усвоји изјаву о примени кодекса корпоративног управљања која чини саставни део годишњег извештаја о пословању јавног акционарског друштва; (9) У случају јавног акционарског друштва не може се сазвати ванредна седница без сазивања, позивања акционара и достављања материјала; (10) Једнодомно јавно акционарско друштво мора имати одбор директора који се састоји најмање од три директора, од којих је већина неизвршних и најмање један од неизвршних независан; (11) дводомно јавно акционарско друштво мора имати одбор директора који се састоји од најмање три извршна директора и надзорни одбор који има најмање једног независног члана; (12) у јавном акционарском друштву предлог кандидата за директора могу дати комисија за именовање и акционари који имају право на предлагање дневног реда седнице скупштине; (13) у јавном акционарском друштву председник одбора директора мора бити један од неизвршних директора и он заступа друштво у односу са извршним директорима на начин одређен статутом, одлуком скупштине или једногласном одлуком неизвршних директора; (14) јавно акционарско друштво има обавезу држања најмање четири седнице годишње; (15) одбор директора јавног акционарског друштва обавезно образује комисију за ревизију, а може образовати и



Појам нејавних акционарских друштава се може одредити *argumentum a contrario* у односу на опис и карактеристике јавних друштава, тако да правна природа нејавног акционарског друштва, обухвата карактеристике друштва са ограниченом одговорношћу и јавног акционарског друштва.

Оснивање нејавног акционарског друштва је симплификовано у односу на јавно емитовање акција, јер је познат круг лица удружује свој капитал и уписује и уноси своје улоге у новцу, стварима и правима. Трансфер акција кроз отуђење, може бити статутарно ограничен правом прече куповине или претходном сагласношћу друштва, што указује на регулаторну сличност са друштвом са ограниченом одговорношћу. Разлике у односу на јавно акционарско друштво, поред наведених, су да нејавно друштво не може јавно објављивати понуду акција и других хартија од вредности, осим када се ради о издавању хартија од вредности постојећим акционарима или професионалним инвеститорима. Број акционара је ограничен на до 10.000, а такође не постоје обавезе које се односе на обавештавање и информисање, а које су својствене јавном акционарском друштву.

Ефикасни оквир корпоративног управљања се генерално успоставља усвајањем адекватног правног оквира, који је у свему саобразан стандардима из области корпоративног управљања, као и кроз примену тако постављеног правног оквира од стране компанија, акционара, али и свих институција које су укључене, а ради заштите интереса инвеститора, односно акционара. Међутим, имајући у виду транзициону природу корпоративног управљања, у Србији постоји низ специфичних правних проблема, као што је постојећа власничка структура, различито временско важење закона, неадекватно уређени односи акционара и менаџмента, као и непостојање довољне едукације свих учесника на тржишту у примени релевантних правних норми и института.

---

комисију за именовања, комисију за накнаде и друге комисије у складу са потребама друштва, ако је то предвиђено статутом и (16) у јавном акционарском друштву, најмање једно лице које врши унутрашњи надзор мора да испуњава услове прописане за интерног ревизора.

Сходно наведеном, основни проблем релативног ниског квалитета корпоративног управљања не треба тражити у правним нормама, већ у слабости институција,<sup>192</sup> а која ће тема бити детаљно обрађена у наставку дисертације.

#### **6.4. Аквизиције као пословна стратегија и екстерни механизам корпоративног управљања**

Механизми који ублажавају или решавају агенцијски проблем се у правној теорији класификују на интерне и екстерне механизме. Основни интерни механизми су одбор директора и врста структуре власништва у друштву, док су примарни екстерни механизми, тржиште корпоративне контроле (тржиште преузимања) и правни систем једне државе.<sup>193</sup>

Будући екстерни механизам корпоративне контроле, пословне комбинације под називом спајања или фузије и преузимања или аквизиције (енг. *mergers and acquisitions, M&A*), представљају доминантан начин прерасподеле снага на тржишту компанија које интернационално послују и врсту екстерног раста компаније којом се постижу одређени циљеви.

Теорија је препознала да постоје три основне технике за преузимање контроле над компанијама. Поред борбе за заступничка права, то су директна куповина акција и спајање (енг. *merger*).<sup>194</sup> Директна куповина подразумева куповину акција на берзи које се налазе у слободном промету (енг. *free float*), затим од појединих власника који поседују веће пакете акција или путем понуде за преузимање.<sup>195</sup> Поједини теоретичари су изнели тврдњу да контрола над компанијом представља имовину компаније, због чега поседује одређену посебно мерљиву вредност.<sup>196</sup> Ова вредност се исказује кроз премију коју је стицалац

---

<sup>192</sup> Вељовић, К. & Јечменица, Т. (2007). Квалитет финансијске регулативе. *Квартални мониторинг економских трендова и политика у Србији*, 9, 78-89.

<sup>193</sup> Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.

<sup>194</sup> Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, 73 (2), 110-120, преузето са [http://www.jstor.org/stable/1829527?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/1829527?seq=1#page_scan_tab_contents) дана 30.10.2016.године.

<sup>195</sup> *Ibid.*

<sup>196</sup> Berle, A., & Means, G., *op.cit.*

спреман да исплати већинском акционару за стицање контролног пакета акција, а коју остали, мањински акционари, не могу да остваре. Прецедентно право је случају *Perlman v. Feldmann*<sup>197</sup> стало на становиште да је контролни власник који је продао већински пакет акција, дужан да надокнади штету осталим акционарима у износу дела премије коју је примио изван тржишне цене.

Тржиште корпоративне контроле, је дефинисано и као тржиште на коме се менаџери боре за контролна права над ресурсима компаније.<sup>198</sup> У савременом концепту, тржиште корпоративне контроле се темељи на преузимању компанија чије су перформансе ниже од потенцијалних, због неадекватног руковођења и управљања компанијама. Поред наведених разлога, аквизиције се дешавају због успостављања оперативне синергије две компаније, диверсификације пословних операција, стратешког прилагођавања променама из екстерног окружења, због промене прописа, технолошких промена, личних мотива када менаџери преузимају компанију (хипотеза ароганције),<sup>199</sup> пореских и других разлога.<sup>200</sup> Посматрано из овог угла, тржиште корпоративне контроле представља екстерни механизам корпоративног управљања, који има функцију дисциплиновања менаџера, смањења агенцијских трошкова и решавања конфликта интереса између власника и менаџера.<sup>201</sup>

У правној и економској теорији појам „аквизиције“ (енг.*acquisition, takeover, buyout*) и „мерџера“ (енг.*Merger, integration*) се често повезују, јер представљају различите технике које за циљ имају исти или сличан ефекат. Због разумевања

---

<sup>197</sup>Perlman v. Feldmann (1955). 219 F.2d 173, преузето са [https://scholar.google.com/scholar\\_case?case=6007093534429995975&q=Perlman+v.+Feldmann&hl=en&as\\_sdt=2006&as\\_vis=1](https://scholar.google.com/scholar_case?case=6007093534429995975&q=Perlman+v.+Feldmann&hl=en&as_sdt=2006&as_vis=1) дана 30.10.2016.године.

<sup>198</sup> Ruback, R., & Jensen, M. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.

<sup>199</sup> Gogan, P. (2004). *Интеграције, аквизиције и реструктурирање корпорација*. Нови Сад: Прометеј, стр.209-223; Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59 (2), 197-216. Поред наведених мотива, често се у правној теорији говори о „хипотези о ароганцији“ (hubris hypothesis) према којој менаџери теже да купују компаније из својих личних мотива и да у таквом случају често верују како је њихова процена боља од процене самог тржишта.

<sup>200</sup> DePamphilis, D. (2012). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (6th Ed.). San Diego, Waltham, Oxford: Elsevier Academic Press, pp.5-13.

<sup>201</sup> Бабић Верица, (2006). Корпоративно управљање у условима концентрисаног власништва и дисперзије власништва, у: Бабић, Верица (Ed.). *Корпоративно управљање у условима транзиције – власништво, контрола, менаџерске компетенције*. Крагујевац: Економски факултет, стр.15.

сличности и разлика ове две пословне трансакције, у наставку ћемо објаснити појам спајања које суштински подразумева фузију два привредна друштва,<sup>202</sup> имајући у виду да се аквизиције у теорији и пракси посматрају или као врста спајања или као врста аквизиције.<sup>203</sup>

Спајање се у правној теорији дефинише као повезивање најмање два постојећа привредна друштва, тако да једно преузме (припоји, апсорбује) друго (спајање уз припајање, енг. *merger by acquisition*, статутарни мерџер), односно тако да се, изузетно, оба друштва споје и уз оснивање новог друштва које је њихов правни следбеник (спајање уз оснивање), на које у потпуности преносе целокупну своју имовину, а сама престају да постоје.<sup>204</sup> Поред наведених врста спајања, разликује се и супсидијарно спајање, које се појмовно одређује као интеграција два друштва, од којих циљна компанија постаје огранак или део огранка матичне компаније, односно стицаоца. Подврсту супсидијарног спајања чини обрнуто супсидијарно спајање (енг. *reverse subsidiary merger*) где се огранак компаније купца интегрише у циљну компанију.<sup>205</sup> Главна разлика између спајања и преузимања се састоји у томе да се спајања могу извршити искључиво уз пристанак оба привредна друштва, тако да се може говорити само о добровољном спајању.

## 6.5. Врсте аквизиција

Класификација аквизиција која се врши према предмету аквизиције, разликује преузимања у којима су предмет стицање акција и у којима се стиче имовина. Стицање акција се може реализовати на основу уговора са управом друштва или власницима, куповином на тржишту акција директно од акционара или блокхолдера, куповином одобрених али још неиздатих акција, јавном понудом (енг. *public offer, takeover, tender offer*) и на друге законом дозвољене начине.

---

<sup>202</sup> Постоје разлике између фузије и аквизиције и неке од њих су да код фузије долази до универзалне сукцесије, у зависности од врсте, док код аквизиције опстају два посебна ентитета; код фузије се стичу и права и обавезе циљног друштва, док код аквизиције стицалац сноси одговорност за извршење својих обавеза само до висине капитала циљног друштва и др.

<sup>203</sup> Bros, R., & Krus, C. (2002). Mergers and Acquisitions. *Business & Economics*, pp.6-11

<sup>204</sup> Васиљевић, М. (2006), *op.cit*, стр.728-729.

<sup>205</sup> Gogan, P., *op.cit.*, стр.24-25.

Друга конвенционална подела разликује „пријатељске“ и „непријатељске“ (енг. *hostile takeover*) аквизиције. Пријатељске аквизиције акционарских друштава се реализују кроз преговоре са управом друштва, на основу усклађеног терминског плана и договорене цене акција, док код „непријатељског“ преузимања долази до преузимања акција на слободном тржишту или путем понуде за преузимање по тржишној цени, без договора са управом или акционарима друштва. У државама са развијеним тржиштем капитала, у пракси су се јавиле бројне бројне технике одбране од „непријатељског преузимања“.<sup>206</sup>

Према критеријуму начина повезивања компанија које су учествовале у спајању или преузимању можемо разликовати (1) хоризонтално повезивање компаније из исте индустрије, најчешће конкурената на тржишту; (2) вертикално повезивање компанија које послују у различитим фазама производње (може се радити о повезивању унапред и уназад); (3) когенерично повезивање и (4) конгломератско повезивање.<sup>207</sup>

Преузимање акционарског друштва од стране једне компаније, доводи до бројних промена у компанији, које се односе на промену већинског власника, те у највећем броју случајева и управе друштва и управљачке политике. У току самог процеса преузимања, мањински акционари могу прихватити или одбити понуду за преузимање. Сходно наведеном, материјалноправно регулисање основних права акционара која су у вези са преузимањем акционарског друштва, права мањинских акционара и права акционара у поступку преузимања, су основне теме у наставку овог рада.

---

<sup>206</sup> Неке од стратегија одбране од „непријатељског“ преузимања јесу „отровна пилула“ (енг. *poison pill*) – када се у току понуде за преузимање издају нове акције ради дилутирања, „људска пилула“ (енг. *human pill*) када топ менаџмент и други запослени запрете да ће напустити компанију уколико буде преузета, „крунски накит“ (енг. *crown jewelry*) – када се у току преузимања продаје део компаније или зависна компанија која представља највећу вредност друштва, „бели витез“ (енг. *white knight*) – када се проналази нови понуђач који подноси бољу понуду акционарима од постојеће, “Рас-Ман“ одбрана када се подноси понуда за преузимање акција понуђача и др.

<sup>207</sup> Иванишевић, М. (1991). Холдинг компанија и спајање предузећа. *Рачуноводство*, 12(91), Београд, 798-803.

## ДЕО 2. МАТЕРИЈАЛНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

### 1. ПРАВНИ ОКВИР ЗАШТИТЕ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

#### 1.1. Преглед извора права за заштиту мањинских акционара

Извори права за заштиту мањинских акционара се могу класификовати према различитим критеријума, при чему ћемо поћи од конвенционалне поделе која разликује међународне и националне правне изворе.

Питање заштите инвеститора је кључно питање од значаја за доношење одлуке у коју ће се државу или компанију инвестирати, а теорија и емпиријске студије су доказале да ће то бити држава чији правни оквир садржи добру заштиту инвеститора и ефикасну примену прописа.<sup>208</sup>

Механизми регулисања и заштите инвестиција и инвеститора, заснивају се пре свега на билатералним и мултилатералним уговорима о трговини и заштити инвестиција, *soft law* изворима,<sup>209</sup> препорукама, кодексима пословања, моделима закона, интерној компанијској регулативи и националном законодавству. Међународна и домаћа регулатива из ове области је динамична, због прилагођавања новим пословним и економским трендовима и реализује се на неколико нивоа различите правне снаге, што захтева мобилисање и укључивање различитих фактора, како политичких, тако и цивилног друштва, као и других интересних група, ради обезбеђивања структуралне и регулаторне интерконекције, тако да предузете регулаторне активности буду подршка одрживом развоју, а не његова сметња.

У правцу постизања високог степена конзистентности, мноштво међународних и националних докумената од којих већина нема обавезујуће дејство,

---

<sup>208</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27.

<sup>209</sup> Ђурђев, Д. (2013). *Soft Law у европском комунитарном праву*. у: Дракић, Д. (уредник) *Зборник радова Правног факултета Нови Сад*, 47 (1), 101-116.

у ствари обједињује и унифицира добре праксе којих се државе и привредна друштва морају придржавати ради привлачења страних инвестиција. Кодификација се при томе није постигла *de iure*, али су се *de facto* приближили стандарди чија се примена очекује у домену привлачења инвестиција и заштите истих.

Регулаторни оквир заштите акционара се зато најпре може посматрати кроз међународне изворе којима се уређује заштита инвеститора и кроз национални правни поредак компанијског права и права преузимања.

## **1.2. Заштита инвеститора на основу међународних прописа и других докумената**

Правни оквир заштите страних инвестиција и права инвеститора, у ширем смислу, можемо посматрати на међународном, односно супранационалном нивоу, најпре кроз правне норме којима су регулисани међународни привредни односи.

До примене међународног права при заштити мањинских акционара, може доћи у случају постојања међународних корпорација, прекограничних спајања или преузимања, односно у сваком случају промене националности компаније.<sup>210</sup> Први изузетак од овог правила представља принцип екстериторијалности, који предвиђа да у одређеним случајевима држава може применити надлежност над својим држављнима у иностранству, што је од значаја када је потребна заштита права мањинских акционара у држави која се разликује од државе чију националност има компанија, што се у теорији назива „тест националности“.<sup>211</sup>

Ради бољег разумевања структуре извора заштите, правни оквир можемо посматрати у оквиру међународног права (међународно трговинско право, међународно пословно право и др.) и аутохтоно, као посебну грану правног система под називом међународно инвестиционо право.<sup>212</sup>

---

<sup>210</sup> Horn, N. (2001). *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law*. Hague: Kluwer Law International

<sup>211</sup> Muchlinski, P. (1997). *Multinational Enterprises and the Law*. Oxford UK & Cambridge USA: Blackwell, p.333.

<sup>212</sup> Тасић, М. (2014). *Стране директне инвестиције у Србији: Правни аспекти аквизиције акционарског друштва*. (Необјављена Магистарска теза).

Међународно инвестиционо право за предмет има стране инвестиције и, између осталог, модалитете заштите имовине страног инвеститора.<sup>213</sup> Извори нису само норме међународног порекла, већ и норме домаћег законодавства, с обзиром на то да се односи државе домаћина и страног инвеститора, пре свега регулишу нормама домаће јурисдикције.<sup>214</sup>

Правна доктрина разликује више извора међународног инвестиционог права који су класификовани у члану 38, став 1 Статута Међународног суда правде,<sup>215</sup> допунске изворе у које спадају одлуке међународних организација („секундарно право“), једностране одлуке држава и право меког нормативитета.

Међународни инвестициони споразуми се, као што смо навели, деле на билатералне и мултилатералне. Поред наведене поделе, постоје и други инвестициони инструменти који обухватају различите обавезујуће и необавезујуће инструменте, на пример моделе уговора, документе и конвенције усвојене од стране међународних организација други инструменти и имају карактер *soft law*.<sup>216</sup> Приступи изради и закључењу билатералних инвестиционих уговора могу бити различити, те се у пракси срећу бројни билатерални инвестициони уговори

---

<sup>213</sup> Bradlow, D., & Alfred, E. (1999). *Legal Aspects of Foreign Direct Investment*, Hague: Kluwer Law International, наведено према: Цветковић, П. (2007). *Међународно право страних инвестиција*, Београд: Задужбина Андрејевић, стр.14; Sornarajah, M. (2010).*op.cit.*, pp.6-7.

<sup>214</sup> Према Vandeveld J. K, (2005). A Brief History of International Investment Agreements, *Davis Journal of International Law&Policy*, 12(1), 158-193, настанак билатералних и мултилатералних споразума који уређују економске односе између држава се може поделити на више раздобља. У оквиру једног од раздобља, настала је и Монроова доктрина, која је добила назив по председнику САД-а Џејмсу Монроу, на основу посланице упућене америчком Конгресу, према којој се истиче да Северна, Средња и Јужна Америка представљају јединствено геополитичко подручје, на коме САД имају доминантан положај и индустријализовани центар, док остала подручја представљају сировинску базу, због чега САД може војно интервенисати у било ком крају Америке, без обзира на присуство колонијалних сила.

<sup>215</sup> Повеља је усвојена 26. јуна 1945. године у Сан Франциску, ратификована је од стране надлежног органа ДФЈ 24. августа 1945. године, а ступила је на снагу по депоновању ратификација држава потписница, односно 24. октобра 1945. године.

<sup>216</sup> Изворе међународног права можемо класификовати на следећи начин: (1) према нивоу регулисања - општи, регионални и билатерални; (2) према природи правних норми које садрже - извори материјалноправног карактера, извори процесноправног карактера и извори који садрже правила о гаранцијама и осигурању страних инвестиција; (3) према појавним облицима - међудржавни споразуми (мултилатерални, регионални, билатерални и секторски), међународни документи меког нормативитета и међународно обичајно право и правни принципи и (4) према начину регулисања – директни, који експлицитно регулишу област страних инвестиција као и индиректни који постављају само правне оквире за будуће преговарање или пак дају основне инструкције у специфичним областима, које се могу односити и на област страних инвестиција.



израђени у форми модела који служе као платформе за преговарање, као што је то случај у САД-у<sup>217</sup> и Канади.<sup>218</sup> Због одређеног степена стандардизације, билатерални инвестициони уговор садржи одређене обавезне елементе и то преамбулу која образлаже рачио закључења уговора, одредбе о начину уласка инвестиције, третман страних инвеститора и инвестиције, област експропријације и национализације, област у вези са репатријацијом капитала и решавање инвестиционих спорова. Билатерални инвестициони уговор може да садржи и одредбе о пореском третману, реципроцитету као и одредбе о третману стране инвестиције, од којих се примењују стандард фер и једнаког третмана, одредбе о потпуној заштити и сигурности, недискриминацији, националном третману и третману најповлашћеније нације или тзв. „кишобран клаузуле“.<sup>219</sup>

Од великог значаја за остварење права инвеститора, нарочито у вези са трошковима репатријације капитала, односно добити, представљају уговори о избегавању двоструког опорезивања (енг. *double taxation treaties, DTT*), којима се регулише режим и опорезивање инвестиција у државу домаћина.

На међународном нивоу није извршена кодификација одредаба материјалноправног карактера које се односе на режим страних инвестиција, због супротстављених интереса држава извозница и увозница капитала, као и супротстављених интереса великих сила. Међутим, у оквиру Светске банке донета је ICSID Конвенција, која регулише стране инвестиције на процесном нивоу.

---

<sup>217</sup>U.S. Model Bilateral Investment Treaty. (2012). Последње измене модела из 2004.године су увеле транспарентност и учествовање јавности у процесу доношења, нове обавезе у делу радних односа и животне средине и државно вођених економија. Више о томе <https://www.state.gov/documents/organization/188371.pdf> дана 02.11.2016.године.

<sup>218</sup> Више о моделу Уговора о заштити и промоцији страних инвестиција (енг. *Foreign Investment Protection and Promotion Agreement, FIPA*) на <http://www.international.gc.ca/trade-agreements-accords-commerciaux/agr-acc/fipa-arpe/fipa-arpe.aspx> дана 02.11.2016.године.

<sup>219</sup> Клаузула која је често интегрисана у билатералне инвестиционе споразуме је о тзв. „кишобран клаузула“ (енг. *umbrella clause*) која је први пут формулисана 1956-59.године. Предмет „кишобран клаузуле“ је уређење третмана и заштите страних инвестиција и представља обавезу државе домаћина да поштује обавезе предузете у односу на држављане друге државе уговорнице, при чему се кршење овакве обавезе, сматра кршењем самог билатералног споразума са последицом да се уподобљава деликту међународног права. Више о томе: Sinclair, A. (2004). The Origins of the Umbrella Clause in the International Law of Investment Protection. *Arbitration International*, 20(4), 411-434.

У оквиру IFC-а је донета је Конвенција о оснивању мултилатералне агенције за гарантовање инвестиција (*Convention establishing the Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA*).<sup>220</sup> Основни циљ доношења MIGA је пружање додатног обезбеђења од некомерцијалних ризика државама извозницама капитала, када инвестирају у мање развијене државе. Последица боље заштите инвестиција је већи прилив инвестиција у државама у развоју.

ОЕЦД је у својству форума који обухвата државе са развијеним економијама дао свој велики допринос код израде Мултилатералног инвестиционог споразума (*Multilateral Agreement on Investment, MAI*). Предлог MAI на целовит начин је обрадио како материјалноправни, тако и процесноправни аспект страних инвестиција, међутим исти није усвојен.<sup>221</sup>

Материја инвестиција на међународном плану се дефинише такође бројним регионалним споразумима.<sup>222</sup>

Извори меког нормативитета необавезујућег карактера, који садрже одређене принципе третмана и заштите стране инвестиције на међународном нивоу, су Кодекс понашања транснационалних компанија (*UN Code of Conduct on Transnational Corporations*), донет у оквиру UN-а, затим Водич Светске банке за третман страних директних инвестиција (*World Bank Guidelines on Treatment of Foreign Direct Investment*) и ОЕЦД Водич за мултинационалне компаније (*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*).

---

<sup>220</sup> Више о MIGA је доступно на [www.miga.org](http://www.miga.org)

<sup>221</sup> MAI је израђен 1995.године, када се у оквиру држава чланица ОЕЦД-а приступило преговорима. Овај предлог је требало да представља отворен споразум коме су могле приступити како државе чланице ОЕЦД-а тако и државе нечланице. Више о коментарима држава чланица на текст MAI, OECD. (1998), *The Multilateral Agreement on Investment, commentary to the consolidated text*, преузето са [www.oecd.org/daf/investment](http://www.oecd.org/daf/investment) дана 05.11.2016.године.

<sup>222</sup> Римски уговор из 1957.године и Директива ЕУ 88/361/ЕЕЗ из 1988. године омогућили су потпуну либерализацију кретања капитала у оквиру држава Европске Уније; Кодекс ОЕЦД-а о либерализацији кретања капитала из 2010.године представља правно обавезујући документ донет ради отклањања рестрикција које се односе на стране директне инвестиције у више области; Северноамерички споразум о зони слободне трговине из 1992.године; IV Ломе Конвенција Афричке, карипске и пацифичке групе држава и Европске економске заједнице из 1990.године; ASEAN споразум о промоцији и заштити инвестиција из 1987.године; Енергетска повеља из 1995.године и др.

### 1.2.1. Инвестициони спор “*investor-to-state*“

Међународним инвестиционим инструментима прописују се одредбе којима се решава сукоб закона, односно прихватају одређене јурисдикције и арбитраже од стране учесника у спору. Поједини уговори садрже одредбе обавезног претходног исцрпљивања домаћих правних средстава, као предуслова за покретање поступка пред међународним форумима.<sup>223</sup>

У студији ОЕЦД-а о решавању инвестиционих спорова<sup>224</sup> наводи се да су спорови у којима инвеститор тужи државу (енг.*investor-to-state dispute*, ISDS) дефинисане на три начина. *Први* је начин уговарање надлежности домаћих судова, што је представљало уобичајени ISDS механизам у ранијим фазама закључивања билатералних инвестиционих уговора, а ради заштите интереса државе реципиента капитала. *Други* начин уговарања ISDS механизма је искључиво кроз међународну арбитражу, без могућности уговарања домаћег форума. *Трећи* начин решавања инвестиционих спорова је мешовит и омогућава коришћење и међународне арбитраже и домаћих судова.

Приступ механизмима ISDS може бити ограничен по питању материје (*ratione materiae*), по питању времена (*ratione temporis*) и по питању активне легитимације подносиоца захтева односно тужиоца (*ratione personae*).

Лимитираност у домену дефинисања инвестиције која може бити предмет спора је присутна у мањем броју међународних инвестиционих инструмената у вези са накадом код експропријације, док је у већини материја која може бити предмет спора широко дефинисана, уз евентуалну допуну захтевом да је кршење уговорне обавезе морало резултирати губитком или штетом за инвеститора. У

---

<sup>223</sup> Цветковић, П., *op.cit.*, стр.60.

<sup>224</sup> ОЕЦД (2012). Dispute Settlement Provisions in International Investment Agreements: A Large Sample Survey. *OECD Working Papers on International Investment* (2), преузето са <http://dx.doi.org/10.1787/5k8xb71nf628-en> дана 15.10.2016.године.

одређеним, пореска материја је искључена из могућности да буде предмет решавања кроз ISDS механизме.<sup>225</sup>

Материјално право које ће се примењивати у ISDS механизмима је у пракси одређено као један или више извора, док поједине државе не одређују које ће се право користити приликом решавања инвестиционог спора. Најчешће навођени извори су следећи: (1) инвестициони уговор (међународни инвестициони споразум); (2) принципи међународног права; (3) домаће право државе реципиента; (4) домаће право о решавању сукоба закона државе реципиента; (5) посебни уговор који је закључен у вези са предметном инвестицијом; (6) уобичајено тумачење које су државе потписнице усвојиле и (7) други уговори које су државе потписнице закључиле.<sup>226</sup>

### 1.2.2. Заштита права мањинских акционара у инвестиционим споразумима

Клаузуле инвестиционих споразума штите две врсте права мањинских акционара.

У прву врсту спадају директна права мањинских акционара у складу са одредбама компанијског права и међународног права, која се односе на повреду права гласа и права на утврђену дивиденду, као и заштиту против експропријације имовине друштва. Закључује се да су директна права акционара везана за директну штету, те уколико она изостане, може изостати и правна заштита.<sup>227</sup>

С друге стране, мањинским акционарима се пружа заштита кроз ISDS механизме за случај наступања индиректне штете (енг. *reflective loss*). Мањински акционари могу користити ове механизме у вези са било којом повредом права у

---

<sup>225</sup> Примери билатералних инвестиционих уговора са клаузулом која искључује пореску материју из предмета инвестиционог спора су Белгија-Луксембург (1981); Канада-Јерменија (1997); Канада-Еквадор (1996); Канада - Египат (1996) и др., наведено према Pohl, J., Mashigo, K., & Nohen, A. (2012). *Dispute Settlement Provisions in International Investment Agreements: A Large Sample Survey. OECD Working Papers on International Investment*, 2, 10-11, p.16.

<sup>226</sup> *Ibid.*, p.29.

<sup>227</sup> Gaukrodger, D., (2014)., *op.cit.*, pp.12-13.

друштву, које без ограничења, могу да се односе и на повреду условљену недостатком фер и једнаког третмана акционара.<sup>228</sup>

Акције су често предмет заштите генералним одредбама или посебним, кроз формулације као што су „акције, удели или друге форме власничког удела у предузећу, укључујући права која проистичу из тога“<sup>229</sup> или као „акције, удели, друге форме власничког удела у компанији или пословном предузећу“<sup>230</sup> или као „власничке или дужничке хартије од вредности“.<sup>231</sup> Инвестициони споразуми ретко регулишу минималну количину акција, вредност или проценат у власништву за који се пружа заштита, с тим што поједини споразуми експлицитно из домена заштите искључују портфолио инвестиције.<sup>232</sup>

*Персонални домет заштите* акционара се огледа у заштити директних, индиректних, домаћих и страних, као и већинских и мањинских акционара. Ефекат проширеног дејства заштите права различитих категорија акционара се постиже комбиновањем директне заштите, са могућношћу подношења захтева за накнаду нематеријалне штете. Чињеница да мањински и страни акционари у компанији могу да заштите своја права у већем опсегу од домаћих акционара, може посредно имати утицај на тржишта капитала. Међутим, остаје нејасно у пракси, да ли мањински и страни акционари у домаћој компанији имају могућност подношења захтева за накнаду нематеријалне штете или им остаје на располагању ISDS механизам због генералне повреде фер и једнаког третмана.<sup>233</sup>

У вези са правним режимом накнаде штете путем ISDS механизма од стране домаћих компанија које су контролисане од стране страних акционара, постоје две могућности од којих је прва да компанија тврди да је страног порекла и

---

<sup>228</sup> *Ibid.*, p.9.

<sup>229</sup> *Agreement among the Government of Japan, the Government of the Republic of Korea and the Government of the People's Republic of China For the Promotion, Facilitation and Protection of Investment*, opened for signature from 30 May 2012, члан 1(1)(б).

<sup>230</sup> *Energy Charter Treaty* (ECT) (1994), члан. I(6)(б).

<sup>231</sup> *North American Free Trade Agreement* (NAFTA) (1992), ступио на снагу 01.01.1994., члан 1139.

<sup>232</sup> Gaukrodger, D., *op.cit.*, p.12.

<sup>233</sup> *Ibid.*, p.18.

друга кроз подношење деривативне тужбе у којој би контролни акционар поднео захтев у име компаније.

### 1.3. Национална законодавства

Заштита права мањинских акционара се на националном нивоу пружа у зависности од садржине правне норме која регулише гарантована права и остварује се кроз регулативу корпоративног права, права хартија од вредности, права преузимања, као и интерним актима компаније, уколико су сачињени у складу са важећим одредбама закона. Одређени утицај на регулисање права мањинских акционара може имати регулатива из области финансијског сектора, пореско право, антимонополско право, стечајно право, а у вези са решавањем одређених спорова и материја грађанског и процесног права, као и инвестициони споразуми који се односе на страна улагања, о чему је било речи.

Национална законодавства у погледу заштите права страних инвеститора, могу бити класификована као систем заснован на повластицама, тржишно оријентисани систем и комбиновани систем,<sup>234</sup> док се према начину регулисања страних инвестиција разликује специјално законодавство, опште законодавство и комбинована примена специјалног и општег законодавства.<sup>235</sup> Специјално законодавство регулише питање страних инвестиција јединственим нормативним актом, чије су норме *lex specialis* у односу на друге прописе. Систем општег законодавства изједначава домаће и стране инвестиције и има примену у економски развијенијим државама, док трећи систем представља комбинацију специјалног и општег система.

---

<sup>234</sup> Bradlow, D., & Alfred, E., *op.cit.* pp.30-31. Аутор разликује три наведена система, од којих први, заснован на повластицама за стране инвеститоре представља државно-контролисани систем, у коме држава домаћин управља страним инвестицијама привлачећи тачно одређену категорију инвестиција у одређене области развоја домаће економије. Овај систем обезбеђује посебне слободне зоне, мање царине за увоз производа, ослобођење пореза на добит за одређени период и ниже стандарде у области рада и заштите средине. Други тржишно-оријентисани систем одлуку о инвестирању више препушта страним инвеститорима, док се држава усредсређује на мере којима обезбеђује атрактивне и добре услове пословања инвеститорима. Трећи систем се користи мерама оба претходно наведена система.

<sup>235</sup> Ђирић, А. (2001). Уговори о страним инвестицијама. у: *Страна улагања*. Милорад Божић (Ур.). Ниш: Центар за публикације Правног факултета, стр.65-82.

Сваки од наведених система је сачињен од извора националног права који чине устав, закон, стратегија, препоруке и други правни акти који могу чинити правни оквир националног инвестиционог законодавства, као и међународни мултилатерални, регионални, билатерални инструменти, међународни обичаји и начела међународног права.<sup>236</sup>

Из перспективе судске и арбитражне праксе, процедура непосредне реализације права страног акционара у својству инвеститора се може остваривати кроз поступак концилијације (мирења) или медијације, као и кроз поступак судског или арбитражног решавања спора. Концилијацију карактерише поступак у коме се странама у спору нуди решење спора, док се код медијације омогућава странама да у току самог поступка дођу до компромисног решења, при чему је први поступак флексибилнији и мање формалан и спроводи се пред овлашћеним појединцем.<sup>237</sup> Међутим, у случају да страни инвеститор прихвати или је у обавези да примени домаћу јурисдикцију, у даљем поступку често долази до примене прописа којима се регулише сукоб закона у одређеној материји.

Системи националне правне заштите акционара се могу разликовати према врсти правног система из кога су транспонирани норме у домаћи правни поредак. У том смислу, постоји лимитиран број правних система који регулишу заштиту акционара, од чега доминирају *common law* систем, француски и немачки, од којих се последња два темеље на тековинама римског права. Према спроведеним истраживањима, *common law* систем примењује се, поред Велике Британије и САД-а и у Канади, Аустралији, Новом Зеланду и државама Африке и Југоисточне Азије, односно бившим колонијама, док је француски систем заступљен још и у Холандији, Белгији, Шпанији и Латинској Америци, а немачки у државама у Европи као и значајном броју држава Источне Азије. Према квалитету заштите, утврђено је да најбољу заштиту инвеститорима (акционарима и кредиторима)

---

<sup>236</sup> На међународном нивоу стране инвестиције се штите како кроз инвестиционе уговоре и конвенције, од којих је најпознатија ICSID Конвенција и пружање правне заштите пред Центром за решавање инвестиционих спорова.

<sup>237</sup> World Bank Group. (2010). *Investment Law Reform: A Handbook for Development Practitioners*. Washington, DC: World Bank, p.49.

пружа *common law* систем, за којим следи немачки (и скандинавски), док најслабију заштиту пружа француски систем. Истраживање је правну заштиту анализирано на основу квалитета извршења утврђених мера, ефикасности правосуђа, степена корупције и квалитета рачуноводствених стандарда.<sup>238</sup>

#### 1.4. Емпиријске студије о заштити акционара

Бројне студије су доказале да постоји одређена веза између правне заштите мањинских акционара (енг.*outsider*, аутсајдер), корпоративних финансија и присвајања права од стране контролног акционара и менаџера (енг.*insider*, инсајдер).<sup>239</sup> Експропријација права се врши на разне начине, од којих су неки правно дозвољени, и то кроз продају имовине, акција или других хартија од вредности испод тржишне цене, трансакције између повезаних лица, трансферне цене, дилутацију акција, коришћење пословних прилика, постављање чланова породице на менаџерске функције и др. Наведена појава се негативно одражава на финансијско тржиште, доводећи до потцењености истог и следствено се одражавајући на корпоративне финансије.

Полазишта за важне студије које се баве наведеном темом су биле економске теорије, које су релативизовале улогу права у регулисању финансијских тржишта. Економска теорија је финансијско тржиште посматрала са аспекта финансијског уговарања. У том смислу, изостаје потреба за регулисањем финансијских тржишта, јер се финансијски уговори закључују између „софистицираних издавалаца и инвеститора“, те када инвеститори препознају ризик од експропријације права, долази до кажњавања акционарског друштва као емитента акција због кршења уговорних обавеза.<sup>240</sup> Према наведеној поставци, компанија, односно инсајдери у истој, се уговором обавезују да неће вршити експропријацију права мањинских акционара. За време важења ових уговора, а сходно наведеном полазишту, финансијским тржиштима није потребно

---

<sup>238</sup> *Ibid.*, p.7.

<sup>239</sup> *Ibid.*, p.4.

<sup>240</sup> *Ibid.*, p.7.



регулисање.<sup>241</sup> Према овој теорији, утицај државе или других овлашћених регулатора није потребан у регулисању односа на финансијском тржишту, односно тржишту капитала, већ се тумачење и извршење уговора препушта судовима.<sup>242</sup> Међутим, добра репутација компаније која поштује финансијске уговоре и облигационо право једне државе, нису довољни фактори за заштиту инвеститора од различитих финансијских превара. Алтернатива овом концепту може бити стандардизација уговорног оквира регулаторним нормама државе, јер се на тај начин побољшава дисциплина на тржишту и олакшава вођење судских поступака. Уговорни оквир се може стандардизовати кроз обавезу објављивања одређених информација у проспекту хартија од вредности (профитабилност и власничка структура) или утврђивањем одређених стандарда одговорности за издаваоце и финансијске посреднике за случај да инвеститор поднесе захтев за накнаду штете против издаваоца који није објавио одређене битне информације, због којих је инвеститор претрпео штету.<sup>243</sup> Наредна претпоставка полази од тога да јавно тело које је добило овлашћење законом који регулише хартије од вредности, може боље да помогне развоју тржишта капитала *ex ante* и *ex post* мерама, без обзира на постојање финансијских уговора, обелодањивања и стандарда одговорности. Наиме, јавна тела као што су комисије за хартије од вредности могу независно регулисати тржишта капитала, без политичке умешаности, применити регулативу на учеснике на тржишту кроз позивање и испитивање учесника, разоткривање чињеница и примену других мера, уз могућност изрицања санкција.<sup>244</sup>

---

<sup>241</sup> Stigler, G., (1964). Public regulation of the securities market. *Journal of Business* 37 (2), 117–142; Easterbrook, F., & Fischel, D. (1984). Mandatory disclosure and the protection of investors. *Virginia Law Review* 70 (715), 669–715.

<sup>242</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, LXI (1), 1–32.

<sup>243</sup> Више о томе: Black, B., & Kraakman, R. (1996). A self-enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review* 109, 1911–1981; Hay, J., Shleifer, A. & Vishny, R. (1996). Toward a theory of legal reform. *European Economic Review* 40, 559–567; Hay, J., & Shleifer, A. (1996). Private enforcement of public laws: A theory of legal reform. *American Economic Review Papers and Proceedings* 88, 398–403; Glaeser, E., & Shleifer, A. (2001). A reason for quantity regulation. *American Economic Review Papers and Proceedings* 91, 431–435; Glaeser, E., & Shleifer, A. (2002). Legal origins. *Quarterly Journal of Economics* 117, 1193–1230; Bergman, N., & Nicolaievsky, D. (2002). Investor protection and the Coasian view. Harvard University, mimeo

<sup>244</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). *op.cit.*, p.3. Аутори наводе да је наведена тема разматрана од стране Landis, J. (1938). *The Administrative Process*. New Haven, CT: Yale University Press; Becker, G. (1968). Crime and punishment: An economic approach. *Journal of Political Economy* 76, 169–217;

Група аутора је анализом правне регулативе у 49 јурисдикција, истражила утицај прописа који регулишу тржиште капитала и хартије од вредности, на развој тржишта.<sup>245</sup> Студија је емпиријски доказала да је регулисање агенцијског конфликта важно за развој тржишта капитала, јер су приватна уговарања недовољна да превазиђу разлике између тржишта са развијеном и неразвијеном заштитом инвеститора. Сходно наведеном, закључује се да финансијски уговори нису довољни да уреде односе на тржишту капитала у случају кршења уговорних одредби, без обзира на то како је ефикасан и функционалан правосудни систем у једној држави.

Иста група аутора је у својој студији из 2000.године истраживала међузависност између правног система и степена заштите права акционара. Тако су повезивали системе који припадају различитим правним „породицама“ и то *common law* и *civil law* системима (француски систем, немачки систем и скандинавски систем) са заштитом права мањинских акционара и кредитора. На основу резултата истраживања, доказано је да државе *common law* система имају најјачу заштиту мањинских акционара, док државе француског *civil law* система имају најслабију правну заштиту, о чему је било речи. Утврђено је да постојање адекватних правних правила за заштиту мањинских акционара не зависи од економске развијености државе, док квалитет примене директно зависи и виши је у богатијим државама.<sup>246</sup>

---

Polinsky, M. & Shavell, S. (2000). The economic theory of public enforcement of law. *Journal of Economic Literature* 38, 45–76 i Pistor, K & Xu, C. (2002). Law enforcement under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation. Columbia Law School, mimeo.

<sup>245</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). *op.cit.*, p.3

<sup>246</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27, pp.8-12.

**Табела 1: Порекло правног система и права инвеститора**

Индекс	Државе Common law	Францу ско право	Немачк о право	Сканди навскоп раво	Светски просек (49 држава)
<b>Мере заштите акционара</b>					
Индекс антидиректорских права	4,00	2,33	2,33	3,00	3,00
Гласање писаним путем	39%	5%	0%	25%	18%
Акције које нису блокиране пре скупштине	100%	57%	17%	100%	71%
Кумулативно гласање/ пропорционално заступање	28%	29%	33%	0%	27%
Обесправљена мањина	94%	29%	50%	0%	53%
Право прече куповине акција из нових емисија	44%	62%	33%	75%	53%
% учешћа у капиталу за сазивање ванредне седнице скупштине до 10%	94%	52%	0%	0%	78%
<b>Мере принуде</b>					
Ефикасност правосудног система	8,15	6,56	8,54	10,00	7,67
Корупција	7,06	5,83	8,03	10,00	6,90
Књиговодствени стандарди	69,92	51,17	62,67	74,00	60,93

Извор: La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a)

У једном од истраживања група аутора је покушала да докаже да је релевантност правне регулативе тржишта капитала и хартија од вредности од великог значаја за инвестирање, али само у транзиционим економијама.<sup>247</sup> Поред варијабили наведених у Табели 1, аутори су креирали још пет нових индекса (енг. *voice*, *exit*, *antimanage*, *antiblock* и *smintegr*) од којих *voice* и *exit* чине алтернативне стратегије контроле друштва од стране акционара, а *antimanage* и *antiblock* се односе на регулативу којом се решавају први и други агенцијски

<sup>247</sup> EBRD. (2000). Law and finance in transition economies. *Working paper* (48). London: European Bank for Restructuring and Development.

проблем.<sup>248</sup> Аутори су кроз дефинисање ових индекса извршили својеврсну класификацију права мањинских акционара која су релевантна за разматрање степена заштите.

**Табела 2:** Варијабиле из студије о заштити права акционара

Назив индекса	Опис садржине
<b>VOICE</b>	<p>Коришћење права гласа и информисања од стране акционара као интерних механизма контроле:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● право акционара да именују и разрешавају директоре</li> <li>● судска заштита</li> <li>● кворум за одлуке које могу утицати на промену вредности компаније</li> </ul> <p>Индекс укључује и право мањинских акционара да сазову комисију за ревизију, правила о минималном кворуму за обавезујуће одлуке, правила о квалификованој већини за усвајање одлука којима се одлучује о битним питањима за компанију (измене статута, ликвидација, спајања и преузимања, реорганизација), разрешење директора без навођења разлога (енг. <i>hire and fire</i>) и обавезне одредбе о чланству запослених или државних представника у одбору.</p>
<b>EXIT</b>	<p>Продаја акција од стране акционара у случају незадовољства управљањем уз помоћ механизма који олакшавају продају:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● право на продају без претходне сагласности</li> <li>● одсуство сложених формалних захтева за продају акција</li> </ul> <p>Индекс укључује правила која олакшавају продају акција акционарима у случају преузимања или других великих трансакција (енг. <i>mandatory take-over, put option</i>).</p>
<b>ANTIMANAGE</b>	<p>Правна правила која имају за циљ да заштите акционаре од менаџмента:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● право акционара да побија одлуку одбора директора</li> <li>● право акционара да разреши менаџмент без навођења разлога</li> <li>● правила против закључивања трансакција у којима постоји лични интерес (енг. <i>self-dealing</i>) менаџера</li> </ul>
<b>ANTIBLOCK</b>	<p>Правна правила која имају за циљ да заштите мањинске од већинских акционара (блокхолдера):</p>

<sup>248</sup> *Ibid.*, p.7.

	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ право акционара да побија одлуку скупштине</li> <li>■ кумулативно право гласа</li> <li>■ право прече куповине акција из нових емисија</li> <li>■ кворум који чини минимално обична већина гласова</li> <li>■ право на продају акција за акционаре који су гласали против одлука о располагању имовином велике вредности (велике трансакције).</li> </ul>
<b>SMINTEGR</b>	<p>Индекс интегритета берзе, укључује правила која се односе на целовитост тржишта капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ правила о трансакцијама у којима постоји лични интерес</li> <li>■ правила о трговању на основу инсајдерских информација</li> <li>■ правила о независности регистра акционара и</li> <li>■ постојање и формална независност институција која врше надзор над берзом.</li> </ul>

Извор: Pintor, Raiser & Gelfer (2000)<sup>249</sup>

Аутори су своје резултате придодали резултатима других студија из исте области и добили упоредне вредности које се односе на права акционара из транзиционих економија, при чему су транзиционе економије у домену квалитета регулисања права акционара имале у 1992.години вредност индекс од 2,17, а у 1998.години вредност од 3,13 што је премашило светски просек од 3,00.

Аутори не изводе конкретан закључак у вези са правним реформама у транзиционим државама и изузетно високим нивоом правне заштите акционара, изражавајући опрез да су могући узроци за овакве показатеље убрзан развој екстерног финансирања или комплексност тумачења нових правних правила у окружењу које не познаје добро „западне“ стандарде корпоративног управљања.<sup>250</sup>

<sup>249</sup> *Ibid.*

<sup>250</sup> *Ibid.*, p.23.

## 2. КОМУНИТАРНО ПРАВО И ЗАШТИТА МАЏИНСКИХ АКЦИОНАРА

### 2.1. Реформа компанијске регулативе Европске уније

Реформе компанијске регулативе комунитарног права, започеле су као одговор на промену економских, политичких и културолошких околности пословања компанија. Директиве којима је регулисана материја компанијског права у ширем смислу, иако доприносе унификацији и стандардизацији, с друге стране због различите имплементације у националним регулативама, доводе до правне несигурности. Стога је реална потреба за променом, флексибилношћу и поједностављивањем процедура, довела до усвајања иницијативе за кодификацију компанијског права.

У комунитарном праву је компанијско право регулисано примарним и секундарним изворима. Секундарни извори права су директиве, уредбе и препоруке, као и судска пракса Европског суда правде која се узима као значајан извор права. Правна теорија разликује две фазе у развоју компанијског права Европске уније. Прву фазу регулисања карактеришу „класични“ извори, директиве и једна уредба, док у другој фази доношење значајних одлука Европског суда правде и настанак широког политичког консензуса у одређеним областима (Европско акционарско друштво, учествовање запослених у управљању и др.) утичу на развој права.<sup>251</sup>

Европска комисија је 2001.године формирала експертску групу за модернизацију права Европске уније (Висока група експерата), која је 2002.године припремила документ консултативног карактера под називом Извештај Високе групе експерата компанијског права о модерном регулаторном оквиру за компанијско право у Европи (Винтеров извештај).<sup>252</sup> Утврђено је да је дотадашња хармонизација предметне регулативе довела до извесног „окоштавања“ прописа,

<sup>251</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.26-27.

<sup>252</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Преузето са: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) дана 30.10.2016.године.

који нису довољно флексибилни да испрате тренд брзе промене ради прилагођавања новим политичким и економским околностима.<sup>253</sup> Државама чланицама су, између осталог, дате опште препоруке кроз увођење флексибилнијих механизма за измену прописа.<sup>254</sup> Винтеров извештај садржи препоруке које су у директној вези са правима акционара у јавним акционарским друштвима:

- 1) право акционара да буду информисани о могућности да постављају питања и подносе предлоге одлука, што је у вези са правом на принудни откуп (енг. *squeeze-out*) од стране већинског акционара и правом на продају (енг. *sell-out*) од стране мањинских акционара, уз препоруку државама чланицама да одреде минималан праг акција;
- 2) гласање у одсуству директно или преко пуномоћника (енг. *proxy*) применом електронских средстава гласања;
- 3) омогућавање компанијама да примене електронска средства и обезбеде акционарима учествовање у раду скупштине без физичког присуства;
- 4) пружање могућности учесницима на тржишту који воде рачуне хартија од вредности (енг. *accountholders*) и финансијским посредницима да

---

<sup>253</sup> Висока група експерата је у одговорима на питања стала на становиште да „живот на полици“ односно време трајања закона, постаје све краће, како се друштво мења брже, тако да ни компанијско право не представља изузетак. Тако, фиксна правила у регулативи заиста пружају сигурност, демократски легитимитет и обично могућност извршења, али не и флексибилности и могућност да се држи корак са променама, тако да је регулатива Европске уније практично мање флексибилна од примарне, односно националне регулативе држава чланица. Више о томе: *Ibid.*, p.5.

<sup>254</sup> Andersson, J. (2003). Model Business Corporation Act for Europe – the Alternative to Harmonization by Directives, or? *Stockholm Institute for Scandinavian Law*, 45, 29-44, преузето са <http://www.scandinavianlaw.se/pdf/45-2.pdf> дана 30.10.2016.године. Предлог мера из Винтеровог извештаја је: (1) да се примарна регулатива (прописи) дефинише на општи начин кроз принципе, а имплементација истих изврши кроз секундарну регулативу (уредбе и друге прописе ниже правне снаге од закона) која се може кроз једноставнију процедуру изменити; (2) да се стандарди постављају кроз дијалог учесника на тржишту и владе, на основу најбоље праксе која може бити примењена и праћење реакције тржишта, на основу правила „*comply or explain*“ односно „примени или објасни“ што може заменити формално извршење одређених одредаба у компанијском или праву хартија од вредности и (3) коришћење модела закона, имајући у виду да се високи степен униформности компанијског права заснива на примени најбоље праксе.

ефикасно користе право да гласају на основу акција које поседују, тако што ће се на нивоу Европске уније створити регулаторни основ;

- 5) одговорност институционалних инвеститора и њихова обавеза да обелодане своје инвестиционе политике ради гласања у компанијама у које су инвестирали, треба да буде регулисана на нивоу држава чланица;
- 6) право мањинских акционара на специјалну истрагу треба да буде омогућено кроз оквирно правило на нивоу Европске уније, тако што би се акционарима који присуствују седници скупштине или акционарима који поседују најмање 5-10% акцијског капитала, дала могућност да се обрате суду или посебном административном органу ради спровођења специјалне истраге и
- 7) препорука државама чланицама да усвоје кодексе пословања којих би компаније морале да се придржавају или да објасне због чега се њихова пракса разликује од правила из кодекса (енг. *comply or explain*).

На основу Винтеровог извештаја у 2003.години је израђен Акциони план за модернизацију компанијског права и јачање корпоративног управљања у Европској унији (Акциони план 2003)<sup>255</sup> којим су прихваћене и спроведене препоруке, нарочито у делу који се односи на рачуноводство, права акционара, прекограничне мерцере (спајања), независне директоре и накнаде и др.

Стратегија модернизације компанијског права, настављена је кроз усвајање Акционог плана: Европско компанијско право и корпоративно управљање – модерни правни оквир за веће ангажовање акционара и одрживост компанија (Акциони план 2012).<sup>256</sup> Основна тенденција Акционог плана 2012.године је

---

<sup>255</sup>COM (2003). Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:%20EN:PDF> дана 30.10.2016.године.

<sup>256</sup>COM (2012). Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, p.740, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740> дана 30.10.2016.године.



постизање свеобухватне кодификације компанијског права, кроз реализацију три циља: (1) јачање транспарентности на два начина - од компанија ка инвеститорима и друштву у вези са корпоративним управљањем и од инвеститора ка компанијама, тако да компанијама треба да буде дозвољено да знају ко су им власници и да буду упознате са инвестиционим политикама институционалних инвеститора; (2) веће ангажовање акционара у корпоративном управљању, упознавање са политиком награђивања и трансакцијама са повезаним лицима, и олакшавање сарадње међу акционарима (без активирања института „заједничко наступање“) и успостављање минималних обавеза ка институционалним инвеститорима, портфолио менаџерима и професионалним пуномоћницима које би довело до ефикаснијег ангажовања наведених лица у корпоративном управљању и (3) подршка расту привредних друштава и њиховој конкурентности, кроз поједностављивање прекограничних операција, нарочито у случају малих и средњих привредних друштава.

Основна тенденција Акционог плана 2012 је уродила плодом, имајући у виду да је крајем 2015.године, Европска комисија усвојила Предлог Директиве која се односи на одређене аспекте компанијског права (кодификација).<sup>257</sup>

Поред наведених акционих планова, важан документ који такође указује на правце развоја компанијског права јесте *Green Paper-The EU corporate governance framework* (Green Paper) који представља скуп препорука које се односе на три области и сматрају се суштинским основама доброг корпоративног управљања. У питању су одбор директора, акционари и како применити правило “*comply or explain*”. У вези са питањем акционарства истакнут је проблем пасивности акционара и њихове окренутости краткорочним циљевима усмереним на остварење профита. Поред наведеног питања пасивности акционара, истакнута је и важност заштите мањинских акционара.<sup>258</sup>

---

<sup>257</sup> COM (2015). Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council relating to certain aspects of company law (codification), преузето са [http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/index_en.htm) дана 30.10.2016.године.

<sup>258</sup> COM (2012) *Green Paper-The EU corporate governance framework*, pp. 14-15, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf) дана 30.10.2016.године.

Потреба заштите мањинских акционара у Европској унији, првенствено је везана за постојање контролног акционара у већини јавних акционарских друштава, и државама чланицама са континенталним уређењем корпоративног управљања. Наиме, контролни акционар онемогућава реализацију мањинских права акционара својим присуством на скупштини и одбору, контролишући власништво и управљање. Стога, поједине државе чланице Европске уније, дају могућност мањинским акционарима да буду заступљени у одбору (одбор директора или надзорни одбор), ради адекватног заступања сопствених интереса, нарочито у делу информисања о потенцијалним трансакцијама у којима би интересима акционара могла да буде нанета материјална штета (као што су трансакције са повезаним лицима). Препорука је да се подаци о трансакцијама које могу бити потенцијално штетне за мањинске акционаре обелодане, најпре у финансијским извештајима или да се пак у зависности од величине одређене трансакције у оквиру одбора који треба да одобри ту трансакцију, именује независни експерт који ће проценити ефекат трансакције са повезаним лицима, на права мањинских акционара.<sup>259</sup>

Поред компанијског права, наредна приоритетна област којом се бавила Европска комисија је успостављање интегрисаног тржишта што је резултирало усвајањем *Green Paper о изградњи уније тржишта капитала*<sup>260</sup> и *Акционог плана о изградњи уније тржишта капитала у 2015.години*.<sup>261</sup> Имајући у виду да је регулаторни оквир, који пружа заштиту инвеститорима и инвестицијама, један од главних елемената при доношењу одлуке о улагању, циљ *Акционог плана о*

---

<sup>259</sup> *Ibid.* p.15. У Изјави Европског форума за корпоративно управљање о трансакцијама са повезаним лицима у листираним друштвима (Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities) од 10.03.2011.године, дати су предлози за превазилажење проблема. Више о томе [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf) дана 30.10.2016.године.

<sup>260</sup> European Commission, Green Paper Building a Capital Markets Union - Green Paper о изградњи уније тржишта капитала. Имајући у виду да је тржиште капитала Европске уније мање развијено од осталих тржишта, мање конкурентно и да не постоји довољно поверење инвеститора, препозната је потреба да обрати пажња на ову област и пружи додатна регулаторна, финансијска, организациона и свака друга врста подршке.

<sup>261</sup> COM (2012). Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on implementing the macro – regional strategies, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52016DC0805> дана 30.10.2016.године.

изградњи уније тржишта капитала као један од циља има управо побољшање регулаторног оквира.<sup>262</sup>

*Green Paper о изградњи уније тржишта капитала* обрађује посебно тему заштите права инвеститора, ради постизања хармонизације решења међу државама чланицама. Истиче се да су у вези са одређеним сегментима заштите, постављени темељи у домену корпоративног управљања,<sup>263</sup> али да треба обратити пажњу на заштиту права мањинских акционара, имајући у виду директан утицај који добро корпоративно управљање и атрактивност компанија имају за стране инвеститоре.<sup>264</sup>

У вези са регулисањем заштите инвеститора на тржишту капитала на нивоу комунитарног права, усвојена је Директива о инсајдерском трговању и манипулацији на тржишту (Директива о злоупотреби на тржишту)<sup>265</sup> која је замењена 2014.године Уредбом о злоупотреби на тржишту.<sup>266</sup> Уредбом о злоупотреби на тржишту се уводи појам тржишне праксе, која поставља стандард поступања када буде усвојена од стране надлежног тела. Надлежно тело усваја тржишну праксу на основу критеријума који обезбеђују значајну транспарентност на тржишту, висок степен сигурности за деловање тржишних механизма, позитиван ефекат на ликвидност и ефикасност тржишта, правовремено реаговање учесника на тржишту у односу на нову ситуацију и других фактора од значаја за унапређење и интегритет тржишта.<sup>267</sup> Регулацивом о злоупотреби на тржишту установљена је обавеза за надлежна тела државе чланице, да о својој намери

---

<sup>262</sup> *Ibid.*, p.16.

<sup>263</sup> Мисли се пре свега на принцип “*comply or explain*” који је дефинисан кроз нормирање изјаве о примени кодекса корпоративног управљања као и о прекограничној употреби права акционара, пре свега кроз гласање (Directive 2007/36/EC of European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32007L0036>) дана 30.10.2016.године.

<sup>264</sup> European Commission, *Green Paper Building a Capital Markets Union*, pp.24-25.

<sup>265</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive, MAD), преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:L:2003:096:TOC> дана 11.11.2016.године.– Директива о злоупотреби на тржишту.

<sup>266</sup> Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (Market abuse regulation, MAR) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596> дана 11.11.2016.године.– Уредба о злоупотреби на тржишту.

<sup>267</sup> Уредба о злоупотреби на тржишту (13)(2)

усвајања одређене тржишне праксе морају обавестити надлежна тела и ESMA,<sup>268</sup> три месеца пре примене.<sup>269</sup> ESMA нема ингеренције да преиначи одлуку националног надлежног тела, али може захтевати објашњење, слично као у принципу коропративног управљања „примени или објасни“.

## 2.2. Европски модел компанијског закона

Анализом комунитарног компанијског права, уочава се тенденција интеграције која се поред осталих механизма, формулише и кроз механизме меког права. Новину у овој области чини нацрт европског Модела закона (*European Model Act*, ЕМСА), који је израђен по угледу на амерички модел компанијског закона (*US Model Business Corporation Act*), у оквиру радне групе еминентних професора из различитих држава Европске уније.<sup>270</sup> Израда ЕМСА је била заснована на претходним извештајима и акционом плану за развој компанијског права у Европској унији, у циљу побољшања транспарентности, ангажовања акционара и подржавања раста и конкурентности компанија.<sup>271</sup>

---

<sup>268</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) је независно тело Европске уније, основано 2010.године (Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095> дана 11.11.2016.године, на иницијативу из Larosière извештаја (The High-level group of financial supervision in the EU Report, chaired by Jacques de Larosière, Brussel) које доприноси заштити финансијског система и заштити инвеститора и промовише стабилно и добро организовано финансијско тржиште.

<sup>269</sup> Уредба о злоупотреби на тржишту (13)(3-4). ESMA у наредном периоду од два месеца од дана пријема обавештења процењује компатибилност прихваћене тржишне праксе са релевантним критеријумима и регулаторним техничким стандардима и изјашњава се о томе да ли би тржишна пракса угрозила поверење у неко финансијско тржиште државе чланице.

<sup>270</sup> Радна група од 28 професора је формирана 2007.године, у Данској, на иницијативу професора Paul Kruger Andersena и Theodor Baumsa, са циљем да се сачини ЕМСА и понуди државама чланицама могућност да или хармонизују своје компанијске законе и тако остваре одређене пословне предности јединственим уређењем одређених интитута на нивоу целе Европске уније. Више о томе: преузето са <http://law.au.dk/en/research/projects/european-model-company-act-emca/> дана 11.11.2016.године.

<sup>271</sup> Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 2011, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/reflectiongroup\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf) дана 12.11.2016.године; COM (2011). European Commission, Green Paper the EU corporate governance framework, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf) дана 12.11.2016.године; COM (2012). Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740> дана 12.11.2016.године.

Методологија ЕМСА је образложена у уводном делу, тако да су основни критеријуми израде модела закона били засновани на принципима поједностављивања регулативе, флексибилности одредаба и смањењу агенцијских и трансакцијских трошкова. Правна природа модела закона је такође била предмет дискусија, те је закључено да је најприближнија „алтернативном инструменту регулисања“ поред могућности да буде схваћена као инструмент меког права као што су кодекси корпоративног управљања или други саморегулаторни инструменти.

ЕМСА, нарочиту пажњу поклања акционарима и трећим лицима, гарантујући иста права, третман и заштиту инвеститора, стварајући на тај начин идентичне услове на јединственом тржишту, за прекограничне инвестиције и трговања.<sup>272</sup> ЕМСА у поглављу 2, под називом „Општи принципи“ обрађује питање акционара од којих издвајамо принцип једнакости акција, једнак третман акционара и заштита мањине, као и принцип већине.<sup>273</sup>

Генерална одредба којом се уређује једнакост акција, деклараторно проглашава да ће све акције у друштву носити иста права, уколико статутом друштва нешто друго није прописано. Наведени принцип о издавању једне класе акције уз поштовање принципа „једна акција-један глас“ (*one-share, one-vote*) није нов, већ се јавља у вези са питањем успостављања пропорције између ризика и контроле.<sup>274</sup> Ова препорука је дата због спречавања предаквизиционе одбране у

---

<sup>272</sup> European Model Company Act (EMCA) Introduction, p.1, преузето са <http://www.commerciallaw.com.ua/attachments/article/96/Final%20Draft%20EMCA%20Code.pdf> дана 12.11.2016.године.

<sup>273</sup> У општим напоменама ЕМСА у вези са поглављем 1 и 2 (General provisions, General principles), истиче се да општи принципи представљају „ехо одређених фундаменталних принципа компанијског права, који су постављени у директивама, које укључују Директиву о 2009/101/ЕЗ, Директиву о презумању (2004/25/ЕЗ), Директиву о прекограничним спајањима (2005/56/ЕЗ), Директиву о одређеним правима акционара (2007/36/ЕЗ) и Директиву 2012/30/ЕУ, а пример за то је принцип једнакости.

<sup>274</sup> ЕМСА, Part 2, General Principles, Section 8, p.37. Резултат наведене дискусије је био израда нацрта Пете компанијске директиве од стране Комисије Европске уније 1990.године, која није усвојена, односно повучена је, тако да је чланицама остала могућност да дозволе издавање различитих класа акција.

вези са чланом 11 Директиве о преузимању 2004/25/ЕЗ, који регулише право пробијања, о чему ће бити више речи у наставку рада.<sup>275</sup>

Други основни принцип који се односи на акционаре истиче да сви акционари који су у истој позицији морају имати исти третман у компанији,<sup>276</sup> а имплементиран је у Другој компанијској директиви (члан 46) и у Директиви о правима акционара 2007/36/ЕЗ (члан 4).

Поглавље 13 ЕМСА се бави преузимањем, с тим што не регулише читаву процедуру преузимања, која је дефинисана у већини националних законодавстава, већ издваја један од основних принципа заштите акционара, а то је обавеза неутралности одбора директора за време важења понуде за преузимање. Ово решење је значајно, имајући у виду да је принцип неутралности који је прописан Директивом о преузимању, дат као опциони принцип, који државе чланице могу, али и не морају да прихвате. Напротив, ЕМСА модел закона поставља принцип неутралности одбора на ниво императивне одредбе (у случају усвајања модела закона), што представља значајну новину и препознавање потребе да акционари морају имати најзначајнију улогу у прихватању или одбијању понуде за преузимање, уколико је понуда реална и дата у доброј вери.<sup>277</sup>

Заштита права акционара се и у моделу закона, огледа кроз регулаторна ограничења која су постављена директорима. У вези са дужностима директора, дефинишу се опште дужности директора, одбора директора и надзорног одбора, као и дужност пажње и лојалности. У образложењу и општим напоменама за поглавље 9, аутори истичу специфичности конфликта интереса који директори имају у процесу преузимања компанија, као и у компанијама чијим се акцијама тргује на регулисаним тржиштима.

---

<sup>275</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, p. 39.

<sup>276</sup> ЕМСА, Section 9, p.38.

<sup>277</sup> ЕМСА, Chapter 13, Part 1, Section 1, p.357.

Наведене одредбе модела закона ЕМСА, представљају корпус одредаба којима се штите права мањинских акционара на општи начин, у настојању да се обезбеди минимум законске заштите у националним регулативама.

### 3. КОДЕКСИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

#### 3.1. Улога кодекса корпоративног управљања

У правној и економској теорији улога кодекса корпоративног управљања се дефинише различито. Кодекси могу представљати транснационални инструмент регулаторних промена, механизам за појачавање ефикасности режима корпоративног управљања или пак дестабилишући фактор у координисаним тржишним системима, али и транзиционим економијама.<sup>278</sup> Посматрано кроз призму тржишта капитала, кодекси корпоративног управљања представљају и механизам за развој тржишта кроз промовисање принципа транспарентности пословања и подизања нивоа заштите акционара.<sup>279</sup>

У односу на друге правне инструменте, кодекси корпоративног управљања, слично као и модели закона, препоруке или упутства, представљају нове флексибилније форме уређења корпоративне материје. Из мешовите правно-економске перспективе, кодекси корпоративног управљања допуњују обавезујуће правне норме за листиране компаније, у делу испуњења два основна циља и смањења агенцијских трошкова и усклађивања поступање менаџмента у складу са интересима акционара.<sup>280</sup> Кодекси корпоративног управљања, садрже упутства за листиране компаније која се базирају на најбољој пракси везано за структуру одбора, накнаде менаџменту и односе са акционарима.<sup>281</sup>

---

<sup>278</sup> Cankar, N., Simoneti, M., & Deakin, S. (2010). The Reflexive Properties of Corporate Governance Codes: The Reception of the “Comply-or-explain” Approach in Slovenia. *Journal of Law and Society*, 37(3), 501-525, p.502.

<sup>279</sup> *Ibid.*

<sup>280</sup> *Ibid.*, p.507.

<sup>281</sup> *Ibid.*, p.504.

Имајући у виду да у изради кодекса могу учествовати различити правни субјекти, према аутору разликујемо кодексе које је сачинила берза, држава, асоцијација директора, асоцијација менаџера и друга професионална асоцијација.<sup>282</sup>

Модеран приступ регулисању материје корпоративног управљања, који омогућава флексибилнији приступ започео је увођењем принципа „примени или објасни“ (енг. *comply-or explain*), који је иницијално настао у Великој Британији, у оквиру рада посебне комисије за побољшање стандарда у домену финансијског извештавања и ревизије.<sup>283</sup> Резултати рада комисије су објављени 1992.године у извештају *Финансијски аспекти корпоративног управљања*, тзв. Кедберијев извештај (*Cadbury Report*), који је увео принцип „примени или објасни“ у праксу комунитарног права. Принцип је представљао новину, јер је сваком појединачном акционарском друштву пружао могућност да се добровољно определи за прихватање или неприхватање решења из кодекса корпоративног управљања, која су у конкретном случају најповољнија за конкретно друштво.<sup>284</sup> Промена у односу на дотадашњу обавезност примене кодекса се огледа у могућности оптирања да се одредбе кодекса или примене или објасни разлог непримењивања, односно одступања од примене у форми изјаве уз годишњи извештај.

Иако је представљен 1992.године, наведени принцип је први пут нормативно уведен у комунитарно право 2006.године, кроз Директиву 2006/43/ЕЗ која је последњи пут измењена Директивом 2013/34/ЕУ.<sup>285</sup> Компаније се обавезују

---

<sup>282</sup> Aguilera, R., & Cuervo-Cazurra, A., *op. cit.*, p.423.

<sup>283</sup> Више о томе Радовић, В. (2015). Развој културе одступања од „примени или објасни“ правила корпоративног управљања. *Анали правног факултета у Београду*, LXIII (2), 23-44, стр.24, преузето са <http://ojs.ius.bg.ac.rs/index.php/anali/article/download/123/273> дана 18.11.2016.године. Наведено правило је настало као одговор на кризу која је у Великој Британији настала крајем осамдесетих година прошлог века и резултирала је крахом великих привредних друштава, као што су Maxwell Communication, Polly Peck и BCCI. Комисија је образована од стране учесника на финансијском тржишту (Financial Reporting Council и London Stock Exchange), као и припадника рачуноводствене професије.

<sup>284</sup> *Ibid.*

<sup>285</sup> Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council dated June 14th, 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings; Директива 2006/43 је замењена Директивом 2013/34/ЕУ - Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing



да примењују кодекс корпоративног управљања или алтернативно одређене специфичне неправне принципе (енг. *company-specific extra-legal principles*).<sup>286</sup> Суштина принципа се огледа у успостављању обавезе за компаније да доставе изјаву у којој се објашњавају одступања. Листирани компаније изјаву морају доставити у склопу годишњег извештаја или алтернативно у форми посебног документа који мора да се објави за извештајем управе или учини јавно доступним на сајту друштва, о чему је учињена напомена у извештају управе.<sup>287</sup> Изјава мора да садржи информацију о самом кодексу на који се односи, о кодексу који се добровољно примењује, као и све релевантне информације о корпоративној пракси која је примењена у мањој или већој мери у односу на захтеве прописане националним законодавством.<sup>288</sup> Важно је истаћи да наведена изјава мора садржати и опис рада скупштине акционара и њена кључна овлашћења, али и опис права акционара и начин на који иста могу бити остварена, осим уколико су сви ти подаци већ прописани националним законодавством.<sup>289</sup>

Резултати добијени испитивањем регулатора, компанија и инвеститора у вези са применом корпоративног управљања и коришћењем права су показали да већина учесника студије подржава „примени или објасни“ принцип. Компаније су истакле да је принцип ефикасан регулаторни инструмент, који омогућава компанијама да објасне своју различитост. Инвеститори сматрају да постоји прихватљива равнотежа између легислативе и захтева из кодекса корпоративног управљања, те да комбинација закона и кодекса покрива сва значајна питања

---

Council Directives 78/660/ЕЕС and 83/349/ЕЕС, *Official Journal of the EU* L 182, (Directive 2013/24/EU). Претходно је принцип „примени или објасни“ био препоручен од стране Високе групе експерата у извештају из 2002.године (Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe).

<sup>286</sup>European Commission (2009). Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, p.11. Више о томе: Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-explain Principle, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf) дана 01.12.2016.године. Студија је указала на најширу подршку коју ужива наведени принцип, како међу регулаторима и струковним заједницама, тако и у оквиру компанија које примењују принцип, сматрајући га ефикасним законодавним инструментом, који дозвољава постојање специфичности у компанијама, тако и из перспективе инвеститора.

<sup>287</sup> Council Directive 2013/24/EU of 13 May 2013 adapting certain directives in the field of company law, by reason of the accession of the Republic of Croatia, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013L0024> дана 01.12.2016.године.

<sup>288</sup> Council Directive 2013/24/EU, Article 20(2).

<sup>289</sup> Council Directive 2013/24/EU, Article (1)(e).

корпоративног управљања, с тим што су истакли да постоји низак квалитет обелодањених изјава.<sup>290</sup>

Као последица наведеног недостатка у домену квалитета извештавања, Европска комисија је 2014.године усвојила Препоруку о квалитету извештавања о корпоративном управљању,<sup>291</sup> у којој се дају смернице друштвима како да образложе евентуална одступања од кодекса корпоративног управљања.

Принцип „примени или објасни“ је наишао на прихватање и постао један од темеља модерног комунитарног корпоративног управљања. За разлику од права Европске уније, које је примат дало флексибилнијој примени корпоративног управљања, право САД-а у материји корпоративног права није прихватило принцип „примени или објасни“, већ „примени или ћеш трпети последице“ (енг. *comply or else*), тако да ће непримена одређене одредбе проузроковати санкционисање.<sup>292</sup>

### 3.2. Српски кодекси корпоративног управљања

Корпоративно управљање у Србији је почело да се примењује заједно са променом политичке и економске реалности, која коинцидира са почетком транзиције и приватизације. Нова законодавна реалност је била ослоњена на принципе корпоративног управљања који су постојали и примењивали се у развијеним европским државама, континенталног и *common law* система. Усвајање

---

<sup>290</sup> European Commission. (2009). Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 153-165, p.11. Више о томе: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm) Студија посматра различите типове инвеститора и то друштва за управљање, заједничке фондове, пензијски фонд, осигуравајућа друштва, хец фонд, фондације, асоцијације инвеститора (investor trade association), државу (Sovereign Wealth Fund), менаџере (Stewardship Services) и друге инвеститоре.

<sup>291</sup> Commission Recommendation of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain'), преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014H0208> дана 01.12.2016.године. Друштва морају да објасне начин одступања, разлоге за одступање, начин доношења одлуке о одступању, временско ограничење одступања од примене, те мере које су предузете у складу са циљевима препоруке. Више о томе: Радовић, В., (2015), *op.cit.*, стр.40-41.

<sup>292</sup> Више о томе: Kraakman, R., et.al. (2004). *op.cit.*, p.68; Nedelchev, M., (2013). Good Practices in Corporate Governance: One Size-Fits-All vs. Comply-or-Explain. *International Journal of Business Administration*, 4(6), 75-81, p.78. За прихватање „примени или објасни“ приступа у САД види: Ribstein, E. L. (2005). Sarbanes-Oxley After Three Years. *New Zealand Law Review*, 382, у: *Ibid.*, стр.29.

„транспланта“ у државама у транзицији је у формалном смислу, обезбеђивало акционарима подједнако добру заштиту, у односу на државе са дужом традицијом у примени института компанијског права. Према спроведеним студијама, већина држава у транзицији је имала усвојене кодексе који су имали имплементирани основне елементе заштите права акционара и кредитора, без обзира на то што је терминологија која је коришћена одговарала социјалистичким постулатима.<sup>293</sup>

Реформе у области компанијског права и тржишта капитала, донеле су са собом и примену кодекса корпоративног управљања, која је на почетку била заснована на добровољности, да би доношењем Закона о привредним друштвима из 2011.године, постала обавезна.<sup>294</sup> Принцип „примени или објасни“ који је у корелацији са обавезношћу примене кодекса, уведен је у наше законодавство 2004.године тада важећим Законом о привредним друштвима. Управни одбор котираног акционарског друштва је имао овлашћење да донесе писани кодекс понашања или прихвати неки други кодекс са минимумом унапред дефинисаног садржаја.<sup>295</sup>

Важеће компанијско законодавство преузима решење из Директиве 2013/34/EU, тако да обавезност примене кодекса, за собом повлачи и давање изјаве о примени кодекса корпоративног управљања. Изјава мора да садржи информацију о конкретном кодексу корпоративног управљања које друштво примењује, важна обавештења о пракси корпоративног управљања које друштво спроводи, као и одступања од правила кодекса и образложење за та одступања. Нормативно регулисање принципа „примени или објасни“ довело је до тога да је примена принципа са нивоа добровољне примене добре корпоративне праксе, подигнута на ниво законског правила у Србији.

---

<sup>293</sup> Pistor, K., *op.cit.*, p.64.

<sup>294</sup> Васиљевић, М. (2013). *Корпоративно управљање – изабране теме*. Београд: Удружење правника у привреди Србије, стр.29.

<sup>295</sup> Закон о привредним друштвима (2004), члан 318. Управни одбор је сходно наведеном, имао обавезу да на свакој годишњој скупштини извештава скупштину о усклађености организације и деловања са кодексом понашања и објасни сваку неусклађеност друштва са кодексом понашања, ако је до ње дошло.

Данас у Србији коегзистирају два кодекса корпоративног управљања и то и Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије из 2012.године<sup>296</sup> и Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе а.д. из 2008.године.<sup>297</sup>

#### **4. НОРМИРАЊЕ ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА**

##### **4.1. Општа питања примене и заштите права мањинских акционара**

Разумевање појма и потребе заштите права мањинских акционара, захтева ширу перспективу, која поред осталог укључује развој тржишта капитала и реалне економије,<sup>298</sup> као и разумевање другог агенцијског проблема, компанијске регулативе и осталих механизма и института заштите, посматраних кроз општи и посебни регулаторног оквир. Већина законодавстава пружа посебну заштиту мањинским акционарима, ради успостављања равнотеже и кохабитације дивергентних интереса различитих категорија акционара.

Заштита мањинских акционара се може спроводити на више нивоа уз примену широког спектра правних механизма. У нормативном погледу, заштита се може спроводити регулисањем права на различитим регулаторним нивоима (устав, закон, подзаконски акт, кодекса корпоративног управљања, други механизма саморегулисања и интерних правних аката) и успостављањем добре корпоративне праксе.

Заштита права акционара може бити добровољна када се огледа кроз поштовање права мањинских акционара, док се прави домашај регулативе и ефикасности правних институција може сагледати тек у фази кршења права, кроз принудну примену прописа. Стога правни аспект заштите мањинских акционара

---

<sup>296</sup> Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, *Службени гласник РС*, бр. 99/2012.

<sup>297</sup> Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе а.д. бр.04/2 бр.2153/08 од 09.07.2008.године, доступан на [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_code\\_serbia\\_jul2008\\_rs.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_serbia_jul2008_rs.pdf) дана 05.12.2016.године.

<sup>298</sup> Многобројне студије и истраживања су показала повезаност између развоја финансијског тржишта и економског развоја. Више о томе: King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-738; Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, 88, 537-558; Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88, 559-586.

поред регулисања обухвата и њихову примену и заштиту.<sup>299</sup> Субјекти који спроводе и штите права мањинских акционара јесу регулатори тржишта, судови, као и сами учесници на тржишту (акционари, акционарска друштва и инвестициона друштва).<sup>300</sup>

Компанијски прописи регулишу кључна права мањинских акционара. Основни проблем у вези са заштитом ових права јесте, да санкција за кршење диспозитивног дела правне норме није директно прописана, тако да се примени *ex officio*, већ је терет доказивања (лат. *onus probandi*) кршења гарантованог права пребачен на терен мањинског акционара у судском поступку. Поред наведеног, мањински акционар је у већини случајева, у обавези да се пре него што приступи иницирању принудне примене прописа, претходно обрати акционарском друштву да би друштво отклонило евентуалну радњу, односно пропуштање извршења обавезе коју је имало у складу са законом, оснивачким актом или статутом.

С друге стране, прописи који регулишу права и обавезе акционарског друштва на тржишту капитала, прописују директну санкцију у случају одступања од диспозитивног дела правне норме, што чини ефикаснијом принудну примену.

#### **4.2. Традиционалне класификације права акционара**

Права акционара и мањинских акционара се могу класификовати на више начина, од којих се у правној теорији најчешће примењује класификација на статусна (чланска) и имовинска права,<sup>301</sup> о чему је било речи у другом делу дисертације.

Под статусним правима се подразумева право учешћа у раду скупштине и право гласа у ужем смислу, као и скуп имовинских права акционара. Имовинска права представљају основну мотивацију акционара да инвестира у акционарско друштво, са циљем успостављања извесне контроле над друштвом, добијања

---

<sup>299</sup> La Porta, R. et.al. (2000a). *op.cit.*, p.4.

<sup>300</sup> *Ibid.*, p.7.

<sup>301</sup> Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.292-303

дивиденде и остваривања капиталне добити.<sup>302</sup> Дивиденда је део остварене добити друштва, која се одлуком скупштине акционара дистрибуира акционарима сразмерно номиналној, односно рачуноводственој вредности поседованих акција, уколико су акције издате без номиналне вредности.

У теорији постоје два супротстављена становишта у вези са значајем исплате дивиденде за акционаре. Тако поједини аутори сматрају да су дивиденде ирелевантне, јер инвеститори могу генерисати свој *cash-flow* продајом акција из свог портфолија, док с друге стране, на основу аргумента „боље врабац у руци“ постоје ставови који сматрају да акционари преферирају дивиденде у односу на капитални добитак, из разлога смањења ризика (енг.*risk-hedging reasons*).<sup>303</sup> Политика исплате дивиденди је од великог значаја за опредељивање институционалних и других професионалних инвеститора или посредника да инвестирају у одређене хартије од вредности, при чему постоји позитивна корелација између присуства институционалних инвеститора у акционарском друштву и рачуна исплате дивиденди, што је емпиријски потврђено кроз више економских модела.<sup>304</sup> Студије су такође показале да менаџери акционарских друштава сматрају да је постојање усвојене политике исплате дивиденди битан разлог за привлачење инвеститора, јер успоставља равнотежу између тренутног износа дивиденди и будућег раста који максимизира берзанску цену акције, тако да постојање политике дивиденди може пружити додатну вредност акционарима<sup>305</sup> и

---

<sup>302</sup> Ђулић, К., & Кузман, Т. (2011). Заштита права мањинских акционара: правни оквир и примена. *Квартални мониторинг економских трендова*, 30, 88-95, стр.88.

<sup>303</sup> Modigliani, F., & Miller, H. M. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, 49 (4), 655-669; Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and „the Bird in the Hand“. *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.

<sup>304</sup> Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105-122.

<sup>305</sup> Више о томе: Short, H., Zhang, H., Keasey, K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. У књизи аутори анализирају више студија других аутора, почев од истраживања у коме је уочено да у зависности од гране индустрије, инвеститори очекују исплате дивиденде, као што је то у акционарским друштвима у која пружају комуналне услуге. У студији која је истраживала друштва чијим се акцијама тргује на NASDAQ, дошло се до закључака да одређени фактори као што су образац у исплати дивиденде ранијих година, стабилност прихода, ниво тренутних прихода и ниво очекиваних прихода, утичу на исплату дивиденде, према изјавама менаџера тих компанија. Више о томе: Baker, H. K., & Powell E. G., (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics* 38(2), 17-35; Baker, K., Veit, T., & Powell, G. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ. *The Financial Review*, 36(3), 19-38.

утицати на цену акција у поступку преузимања. Агенцијска теорија стоји на становишту да спољни акционари преферирају исплату дивиденде, јер се на тај начин смањује могућност трошења новца од стране менаџера.<sup>306</sup> Иако исплата дивиденде представља мотив за инвестирање, механизам обавезне исплате дивиденде не постоји у свим јурисдикцијама, тако да ће правни системи са јачом правном заштитом мањинских акционара, обезбедити да дивиденда буде исплаћена и *vice versa*.<sup>307</sup>

Подела на нефинансијска и финансијска права представља више терминолошко разликовање у односу на претходну поделу, при чему у нефинансијска спадају најпре статусна, односно чланска права, док у финансијска спадају имовинска, као што је право на дивиденду или право на упис акција нове емисије.

У упоредноправним студијама, присутна је подела права акционара на *ex ante* и *ex post* који критеријум полази од врсте права и начина заштите истих. Тако се у *ex ante* права акционара, сврставају права којима се омогућава остваривање базичних, основних права акционара, док *ex post* права, представљају права која акционари остварују у случају неостваривања *ex ante* права, односно представљају санкцију за друштво или менаџмент. *Ex post* права дају могућност обештећења мањинском акционару у случају одређеног поступања, односно кршења права.<sup>308</sup> Групу *ex ante* права најчешће чине следећа права акционара:<sup>309</sup>

- 1) право прече куповине акција и квалификована већина за доношење одређених одлука, укључујући и одлуку о одобрењу одређених трансакција (*related party transaction*);

---

<sup>306</sup> Овакав став подржава и La Porta, R. et al. (2000b)., *op.cit.*, р.2, наводећи да је инвестициона политика нераскидива од политике дивиденди, те да исплата дивиденди може умањити ризик од неефикасности инвестиција учињених од стране менаџера, те такође да је правна регулатива којом се штите мањински акционари и у овом погледу од великог значаја.

<sup>307</sup> *Ibid.* Поред наведеног модел закона ЕМСА предвиђа обавезу исплате дела добити у виду дивиденде.

<sup>308</sup> ОЕСД. (2015), р.19.

<sup>309</sup> Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers, Final Report, (2009), OICU-IOSCO, р.3, преузето са <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD295.pdf> дана 06.12.2016.године.

- 2) могућност мањинског акционара да сазове скупштину акционара (ванредну или специјалну);
- 3) кумулативно право гласа при избору чланова одбора и
- 4) именовање чланова одбора (или комисије за ревизију или сличног тела) од стране мањинских акционара.

У контексту осталих класификација, постоје различита права акционара у зависности од врсте поседованих акција. Стандардна подела акција према правима која садрже, разликује права из обичних акција<sup>310</sup> и права из преференцијалних (приоритетних) акција, које не дају својим власницима право на управљање, али им за узврат пружају различита повлашћена права, као што је право првенства код исплате дивиденде, пре акционара који су власници обичних акција.

Теорија и пословна пракса разликују и бројне друге врсте акција, као на пример акције које носе умањено или увећано право гласа (енг. *multi-voting shares*), акције које имају номиналну вредност и акције које су без номиналне вредности (енг. *no par value*).<sup>311</sup> У посебну врсту хартија од вредности које се могу заменити за акције, спадају и конвертибилне обвезнице, које представљају дужнички инструмент, заменљив за акције (власничке хартије од вредности).<sup>312</sup>

Према врсти акционара можемо разликовати права која се односе на све акционаре, као и права која се односе на домаће и стране, професионалне и

---

<sup>310</sup> Голубовић, Д. (1999). Основне карактеристике акција. *Правни живот*, 11, 353-363.

<sup>311</sup> Шифарник врста хартија од вредности и других финансијских инструмената од 05.07.2012. године је донет од стране Централног регистра и њиме се утврђују врсте хартија од вредности и других финансијских инструмената, које се могу уписати и којима се може трговати. Шифарник садржи класификацију финансијских инструмената у складу са међународним стандардом ISO 10962: 2001 (E) (CFI код). У Републици Србији се могу издати следећи власнички инструменти: обичне акције, приоритетне акције, преференцијалне акције, конвертибилне акције, приоритетне конвертибилне акције, преференцијалне конвертибилне акције, удели у фидуцијарним/узајамним фондовима и остале акције. Обичне акције могу имати више особина и то да свака акција има један глас, да носи умањено или увећано право гласа. Пренос власништва на акцијама може бити ограничен у зависности од одређених услова или неограничен, а у погледу статуса отплате, исте могу бити у потпуности неотплаћене, делимично отплаћене и у потпуности отплаћене, при чему могу гласити на име или бити регистроване у виду депозитарне потврде. Шифарник садржи детаљан опис особина и других власничких инструмената.

<sup>312</sup> Више о томе Тасић, М. (2008). Правни аспекти издавања и конверзије заменљивих обвезница. *Правни живот*, 12, 147-164.



физичка лица (*eng. retail*), као и већинске и мањинске акционаре, о чему ће бити више речи у наставку рада.

### 4.3. Права акционара у прописима о тржишту капитала

#### 4.3.1. Предмет регулisaња

Регулатива тржишта капитала за свој предмет регулisaња, поред осталог, има и заштиту инвеститора *per se*, без обзира на чињеницу у које финансијске инструменте инвестирају.<sup>313</sup>

У претежном делу, легислатива тржишта капитала у ужем смислу, регулише организацију тржишта капитала и учесника, у циљу вршења надзора и успостављања мера, ради смањења системског ризика на тржишту капитала. С друге стране наведеном регулативом се утврђује и јасна казнена политика у делу злоупотреба на тржишту, трговања на основу инсајдерских информација или необелодањивања обавезних података код јавних акционарских друштава.

Права акционара на тржишту капитала се штите на два начина. *Први начин* је путем забране одређених активности или радњи везано за трговање, трећим лицима у која спадају учесници на тржишту. *Други начин* је кроз позитивно регулisaње обавеза јавних друштава и финансијских посредника да обелодањују информације и обавештавају акционаре и остале потенцијалне инвеститоре о одређеним подацима или битним догађајима који могу да утичу на одлуку акционара да купе или продају своје акције. На тржиштима капитала јавна друштва имају обавезу извештавања из области међународних рачуноводствених стандарда, проспеката, транспарентности пословања, корпоративног управљања, ревизије и у вези са понудом за преузимање.<sup>314</sup>

---

<sup>313</sup> На тржиштима капитала се тргује различитим финансијским инструментима, од којих је доминатна класична подела на власничке и дужничке. Са развојем тржишта капитала, на њима се тргује и тзв. хибридни финансијским инструментима, који у себи садрже елементе власничких и дужничких хартија од вредности, као и изведеним финансијским инструментима.

<sup>314</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), преузето са <http://law.au.dk/en/research/projects/european-model-company-act-emca> дана 06.12.2016. године.

На финансијским тржиштима, постоји растућа потреба за стандардизацијом и интернационализацијом регулативе тржишта капитала, при чему прихватање одређених законских модела не произлази из идеје нарушавања суверенитета државе да уређује сопствену јурисдикцију, већ из потребе да се пронађу решења за проблеме који могу настати из чињенице да су учесници глобални играчи.<sup>315</sup>

#### 4.3.2. Национални регулатори тржишта капитала

Правна теорија је развила више регулаторних модела, од којих један од њих подразумева саморегулисање привредних трансакција од стране приватних субјеката, у којима овлашћени учесници путем стандардизације техника или развој интерних прописа између држава и учесника формирају адекватан модел.<sup>316</sup>

Регулаторни оквир тржишта капитала, централну улогу у регулисању тржишта и ефективној заштити инвеститора, односно акционара, поверавају националним телима која врше надзор над тржиштем капитала.

У САД-у је главни регулатор тржишта капитала Комисија за хартије од вредности и берзе (*U.S. Security and Exchange Commission, SEC*),<sup>317</sup> основана након финансијске кризе 1929.године, са доношењем Закона о хартијама од вредности из 1933.године (*Securities Act*) и Закона о трговини хартијама од вредности из 1934.године (*Securities Exchange Act*). SEC се, између осталог, бави регулаторним активностима при чему самостално или у интеракцији са другим организацијама, учесницима и инвеститорима креира тржишна правила.

На наднационалном нивоу формирана је Међународна организација комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*),<sup>318</sup> која обједињује чланство од више од 100 држава и

---

<sup>315</sup> Slaughter, A. (2004). *A New World Order*. Princeton: Princeton University Press.

<sup>316</sup> Hurrell, A. (2007). *On Global Order – Power, Values, and the Constitution of International Society*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>317</sup> Више о томе <https://www.sec.gov> Основни циљеви SEC јесу заштита инвеститора, одржавање тржишта и олакшавање оплодње капитала. SEC врши надзорну функцију, те у том контексту издаје различите врсте налога и води судске и управне поступке против учесника на тржишту, даје и одузима лиценце за рад и бави се едукацијом учесника на тржишту.

<sup>318</sup> International Organization of Securities Commissions, више о томе [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

њихових регулатора, што омогућава ширу перспективу и свеобухватни увид у праксу држава чланица. IOSCO представља надрегулатора, који својим радом поставља глобалне стандарде у пракси националних комисија. Као пример изузетно квалитетне регулативе IOSCO, наводи се документ Циљеви и принципи регулисања хартија од вредности (*Objectives and Principles of Securities Regulation*) из 2003.године, чији је један од циљева заштита инвеститора.<sup>319</sup>

Међутим, поред стандарда у различитим областима, IOSCO промовише институт најбоље праксе, који представља, као и кодекси корпоративног управљања, нови, флексибилнији правни инструмент, чија се важност огледа у стандардизацији и унификацији правила тржишта капитала. Најбоља пракса такође опредељује опсег дозвољених, односно недозвољених активности и радњи, на који начин се дефинишу елементи појединих прекршаја, привредних преступа или кривичних дела, односно постојање повреде права акционара.

#### **4.3.3. Заштита акционара и тржиште капитала у Србији**

Закон о тржишту капитала у својим основним одредбама као своје циљеве одређује заштиту инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала и смањење системског ризика на тржишту капитала.<sup>320</sup>

Акције су дефинисане као преносиве хартије од вредности (финансијски инструменти), којима се може трговати на тржишту капитала и које представљају учешће у капиталу или правима гласа,<sup>321</sup> док је акционар физичко или правно лице које посредно или непосредно поседује акције издаваоца у своје име и за свој рачун, у своје име, а за рачун другог физичког или правног лица или је у поседу депозитних потврда.<sup>322</sup>

---

<sup>319</sup>IOSCO. (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*, преузето са <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> дана 07.12.2016.године. Поред IOSCO треба напоменути и рад Financial Stability Board (FSB), међународног тела које надгледа и сачињава препоруке у вези са глобалним финансијским системом. Више о томе <http://www.fsb.org>

<sup>320</sup> Закон о тржишту капитала, члан 1, став 2.

<sup>321</sup> Закон о тржишту капитала, члан 2, став 1, тачка 2, подтачка 1.

<sup>322</sup> Закон о тржишту капитала, члан 2, став 1, тачка 33.

Законодавац за издаваоце чије су хартије од вредности (акције и друге хартије од вредности) укључене на регулисано тржиште, односно МТП, нормира обавезу објављивања најмање једном годишње документа који садржи или упућује на све информације које су биле објављене или стављене на располагање јавности током претходних 12 месеци, као резултат обавезе према прописима из области тржишта капитала и којима се уређују привредна друштва. Поред наведене обавезе, предвиђена је и обавеза за издаваоца, да уколико су неке информације укључене у годишњи документ о објављеним информацијама упућивањем на друге документе, наведе где су те информације доступне.<sup>323</sup>

На овом месту ћемо повезати одредбе Закона о привредним друштвима и Закона о рачуноводству,<sup>324</sup> у односу на обавезу објављивања изјаве о примени кодекса као саставног дела годишњег извештаја о пословању.

Тако, Закон о привредним друштвима, за разлику од Директиве 2013/34/ЕУ не даје могућност издаваоцима да сепаратно објаве изјаву у односу на годишњи извештај, већ прописује да је изјава о примени кодекса корпоративног управљања саставни део годишњег извештаја о пословању јавног акционарског друштва, који се објављује у складу са прописима којима се уређује тржиште капитала.<sup>325</sup> Закон о рачуноводству прописује да годишњи извештај о пословању јавних друштава и оних која се припремају да постану јавна, садржи и преглед правила корпоративног управљања.<sup>326</sup> Из наведеног се може извести закључак, да постоји одређена неконзистентност у формулацијама у вези са изјавом, као и нејасноће да ли према Закону о тржишту капитала изјава може да буде посебан документ на који упућује годишњи извештај. У пракси јавних акционарских друштава, која се налазе на *Prime* односно *Standard* листингу Београдске берзе ситуација у вези са објављивањем изјава или одступањем од примене кодекса корпоративног управљања се различито манифестују, чак и у друштвима која по својим перформансама на тржишту капитала имају највиши рејтинг у трговању.

<sup>323</sup> Закон о тржишту капитала, члан 23 став 1 и 3.

<sup>324</sup> Закон о рачуноводству, *Службени гласник РС*, бр. 62/2013, члан 29, став 2.

<sup>325</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 368, став 1, члан 369.

<sup>326</sup> Закон о рачуноводству, члан 29, став 2.

Табела 3: Примене кодекса корпоративног управљања код листираних компанија

Јавно акционарско друштво	Изјава о примени кодекса корпоративног управљања	Кодекс корпоративног управљања
<b>Prime listing</b> Београдске берзе а.д. Београд		
Аеродром Никола Тесла а.д. Београд	Друштво је у годишњем извештају за 2015.годину <b>објавило информацију о примени кодекса корпоративног управљања</b> и месту где се може извршити увид	Кодекс ПКС
Енергопројект Холдинг а.д. Београд	Друштво је у годишњем извештају за 2015.годину <b>објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b> у форми посебног документа, интегрисаног у годишњи извештај	Кодекс корпоративног управљања Енергопројект Холдинг а.д., Београд, од 26.01.2011.године, <a href="http://www.energoprojekt.rs">www.energoprojekt.rs</a>
НИС а.д. Нови Сад	Друштво је у годишњем извештају за 2015.годину <b>објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b> у посебном делу годишњег извештаја о корпоративном управљању, као саставни део извештаја	Кодекс корпоративног управљања НИС а.д. Нови Сад, од 27.01.2014.године, <a href="http://www.nis.rs">www.nis.rs</a>
Сојапротеин а.д. Бечеј	Друштво у годишњем извештају за 2015.годину <b>није објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b>	Кодекс корпоративног управљања Сојапротеин а.д. Бечеј од 12.06.2017.године, <a href="http://www.sojaprotein.rs">www.sojaprotein.rs</a>
<b>Standard</b> листинг Београдске берзе а.д. Београд		
Алфа плам а.д. Врање	Друштво у годишњем извештају за 2015.годину <b>није објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b>	Кодекс корпоративног управљања Алфа плам а.д. Врање, <a href="http://www.alfaplam.rs">http://www.alfaplam.rs</a>
Јединство а.д. Севојно	Друштво је у годишњем извештају за 2015.годину <b>објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b> у форми посебног документа, интегрисаног у годишњи	Кодекс корпоративног управљања МПП Јединство а.д. Севојно, <a href="http://www.mppjedinstvo.co.rs">www.mppjedinstvo.co.rs</a>

	извештај	
Комерцијална банка а.д. Београд	Друштво је годишњем извештају за <u>2015.годину</u> у делу Будући развој, друштвено одговорно пословање, <b>објавило информацију о примени кодекса корпоративног управљања</b> и месту где се може извршити увид	Кодекс ПКС
Металац а.д. Горњи Милановац	Друштво је у годишњем извештају за 2015.годину у делу Корпоративно управљање, потврдило постојање кодекса корпоративног управљања, али <b>није објавило изјаву о примени кодекса корпоративног управљања</b>	Кодекс корпоративног управљања „Металац“ а.д. Горњи Милановац, септембар 2007.године, <a href="http://www.metalac.com">www.metalac.com</a>

Извор: Београдска берза а.д. Београд

На основу дате Табеле 3, утврдили смо да три друштва од осам нису објавила изјаву о примени кодекса корпоративног управљања, два су објавила информацију у вези са корпоративним управљањем, а од компанија које су објавиле изјаве, ниједна није одступила од примене кодекса корпоративног управљања.

Посебну пажњу законодавац посвећује једнаком третману акционара исте класе власничких хартија од вредности и обавезама јавног друштва у погледу информисања ради остваривања права акционара. Јавно друштво, чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту, односно МТП у обавези је да:

- 1) обавести акционаре о одржавању скупштине акционара у складу са законом који уређује привредна друштва;
- 2) достави изјаву о пуномоћнику, заједно са обавештењем о одржавању скупштине;
- 3) одреди кредитну институцију преко које извршава своје финансијске обавезе према акционарима (исплата дивиденде);

- 4) објави или достави обавештење о додели акција на основу исплате дивиденде, самој исплати дивиденде или друге информације у вези са акцијама (нова емисија акција, додела, упис, поништај, замена).<sup>327</sup>

Акционари могу бити информисани редовним или електронским путем, уколико су испуњени одређени услови. Наиме, потребно је да су акционари упознати са таквом одлуком и да су је усвојили на скупштини акционара, те да су испуњени услови у погледу безбедног достављања, осигурана процедура идентификације акционара, прихваћен такав начин достављања и да је јавно друштво утврдило трошкове у вези са достављањем информација електронским путем, сходно принципу једнаког третмана акционара.<sup>328</sup>

Новину у српском праву представља Фонд за заштиту инвеститора (Фонд), који је уведен Законом о тржишту капитала. Законодавац је на основу комунитарних стандарда у домену заштите инвеститора, преузео одређена решења из Директиве о компензационим шемама за инвеститоре 97/9/ЕЗ.<sup>329</sup> Тако се у српском праву, заштита инвеститора од ризика за случај стечаја инвестиционог друштва, кредитне институције или друштва за управљање које обављају инвестиционе услуге или активности, обезбеђује кроз установу Фонда, који гарантује компензацију до износа од 20.000 евра у динарској противредности, што је уједно и минимум компензације која се захтева од држава чланица и прописана је Директивом о компензационим шемама за инвеститоре.<sup>330</sup> Имајући у виду сложеност финансијског тржишта, као и услуга и производа, те промењивост тржишних услова, заштиту корисника финансијских услуга је потребно регулисати на системски начин, што је прихваћено од стране српског законодавца.<sup>331</sup>

---

<sup>327</sup> Закон о тржишту капитала, члан 65, став 2.

<sup>328</sup> Закон о тржишту капитала, члан 65, став 3.

<sup>329</sup> Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes – Директива о компензационим шемама за инвеститоре. Европска комисија је усвојила предлог измене директиве у 2010. години, у коме је предложено, између осталог, повећање минималног износа компензације инвеститору са 20.000 евра, на 50.000 евра. Предлог је повучен из процедуре 2015. године. Више о томе <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/LSU/?uri=CELEX:31997L0009> дана 07.12.2016. године.

<sup>330</sup> Закон о тржишту капитала, члан 134, став 1 и члан 140, став 1.

<sup>331</sup> Његомир, В., & Тирић, Ј. (2012). Заштита корисника финансијских услуга: случај осигуравајућих друштава и инвестиционих фондова. *Маркетинг*, 43(4), 288-299, стр.289.

#### 4.4. Основна права мањинских акционара

У овом делу рада, првенствено ћемо анализирати различите врсте и критеријуме поделе права акционара, полазећи од поделе на чланска и имовинска права, преко додатних поткатегорија које се огледају у издвајању административних права, преко класификације из Г20/ОЕЦД Принципа из 2015.године, до теоријске поделе и законског нормирања конкретних права свих и мањинских акционара.

Имајући у виду дати преглед основних права акционара, обрадићемо их почевши од реализације права на учествовање у раду скупштине и гласање, где ћемо указати на ситуацију неодржавања редовне или ванредне скупштине, неуважавање предлога акционара за допуну дневног реда, те одређене специфичности приликом гласања у односу на начин, представљање или врсту акционара.

Значај права на информисање које се манифестује кроз право акционара да буде информисан од стране друштва, као и да му друштво, на његов захтев омогући приступ информацијама. Анализирајући право на информисање, скренућемо пажњу поред компанијских прописа и на прописе који регулишу тржиште капитала, који јавним акционарским друштвима постављају захтев за континуираним, правовременим и поузданим информисањем. Ова димензија информисања је консеквентно од значаја за инвеститоре и утиче на тржишну цену акција, као и заштиту имовинских права мањинских акционара, како у поступку преузимања, тако и у сваком случају исплате акција од стране друштва, односно већинског акционара. У раду ће се указати на одређену „двостепеност“ у заштити права акционара, при чему ће у већини случајева постојати обавеза акционара да се обрати друштву ради разрешења настале ситуације и повреде права, као предуслов за покретање различитих видова судске заштите.

Кроз посебно поглавље, обрадићемо обавезе чланова управе, менаџера и других лица која имају посебне дужности према друштву, као из разлога



разумевања забране одређеног понашања при редовном пословању друштва или приликом преузимања акционарског друштва, као и могућност мањинских акционара, да поднесу индивидуалну или деривативну тужбу или користе друге механизме заштите, ради остваривања права у грађанском или кривичном судском и поступку, о чему ће бити више речи у петом делу рада.

#### 4.5. Класификације основних и мањинских права акционара

Генерално, ефикасни правни оквир корпоративног управљања је конципиран тако да обезбеди једнак третман за све акционаре,<sup>332</sup> укључујући мањинске и стране акционаре, као посебне категорије, због гарантованих права или посебног правног режима коме припадају.

Правна наука не класификује на јединствен начин основна права свих акционара. Међутим, полазећи од основног начела равноправног третмана акционара, постигнут је консензус око садржине права акционара, који је у већини јурисдикција формулисан *numerus clausus*.

Поједини аутори категоризују права акционара на чланска и права мањинских акционара, од којих се чланска даље деле на имовинска и административна, која је тема већ обрађена.<sup>333</sup> У имовинска права, између осталог, спада и право на принудну продају (енг.*squeeze out*), док у административна права спадају право на информисање, право гласа и право на подношење тужбе, где се разликује више врста утужења према субјекту (тужба против органа друштва, самог друштва и против одлука скупштине).<sup>334</sup>

У правној теорији и пракси срећемо се са поделом према којој у основна права акционара спадају право на дивиденду, право на остатак ликвидационе

---

<sup>332</sup> Leipziger, D. (2016). *The Corporate Responsibility Code Book* (3rd Ed.). Sheffield, UK: Greenleaf Publishing Limited, p.385.

<sup>333</sup> Stohlmeier, Th. (2002). *German Public Takeover Law*. The Hague-London-New York: Kluwer Law International, p.22.

<sup>334</sup> *Ibid.*, pp.22-24.

односно стечајне масе и право гласа на скупштини акционара,<sup>335</sup> о чему је већ било речи у претходном делу рада.

Према српском законодавству и јуриспруденцији, основна права акционара су лична права и то право учествовања и гласања на скупштини акционара, као и имовинска права и то право на исплату дивиденде, право на учешће у расподели ликвидационог остатка или стечајне масе, право пречег стицања обичних акција и других финансијских инструмената заменљивих за обичне акције из нових емисија и друга права у складу са законом и статутом.<sup>336</sup>

#### 4.5.1. ОЕЦД и IFC/ECODА класификација

Имајући у виду да се ОЕЦД сматра једном од најважнијих институција која се бави материјом корпоративног управљања директно и у сарадњи са другим међународним организацијама,<sup>337</sup> то ОЕЦД Принципи из 2004.године и Г20/ОЕЦД Принципи из 2015.године представљају есенцију много шире платформе корпоративног управљања, засноване на искуствима и најбољој пракси најразвијених држава света, те свакако смерницу према којој ћемо се руководити у даљој елаборацији права акционара.

ОЕЦД Принципи из 2004.године обухватају пет основних области корпоративног управљања, у домену заштите права акционара и то кључне власничке функције у компанији, равноправан третман акционара, адекватну улогу интересних група, обелодањивање података и транспарентност и одговорност одбора.<sup>338</sup>

ОЕЦД Принципи из 2004.године препоручују да оквир корпоративног управљања треба да обезбеди ефикасну правну заштиту у случају повреде права

---

<sup>335</sup> Varrenti, A., & Cuevas, F., & Hurlock, M. (2011). *Shareholders' Rights: Jurisdictional Comparisons*. London, UK: The European Lawyer Futurelex Limited, p.261.

<sup>336</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 251.

<sup>337</sup> ОЕЦД је са Светском банком (World Bank) основао Глобални форум о корпоративном управљању (Global Forum on Corporate Governance) 1999.године, са седиштем у оквиру IFC, док је последња верзија принципа корпоративног управљања израђена у сарадњи са Г20, групацијом најразвијених држава на свету.

<sup>338</sup> ОЕЦД Принципи (2004), стр.21-22. Одбор је дефинисан тако да означава и управни, односно одбор директора и надзорни одбор, обухватајући тако и једнодомни и дводомни систем корпоративног управљања.

акционара и мањинске акционаре заштити од злоупотреба извршених од стране, или у интересу већинских акционара, директно или индиректно. Као основни начин заштите мањинских акционара, предвиђа се обелодањивање структуре власништва, да би се на тај начин спречила контрола компаније посредно или преко пирамидалног власништва. Други начин заштите јесте инситирање на поступању у складу са обавезом лојалности чланова одбора (одбора директора и надзорног одбора).

У ОЕЦД Принципима из 2004.године се истиче да се имплементација појединих одредаба у национална законодавства показала делотворно. Најефикаснија заштита се пружа обезбеђивањем права прече куповине нових емисија акција, квалификоване већине за доношење одређених одлука, могућност примене кумулативног гласања и исплату вредности акција од стране већинског акционара у складу са независном проценом у случају искључења акција (делистирања) са берзе. У случају немогућности остварења права другим путем, препоручено је омогућавање мањинским акционарима остварења права путем покретања парничног поступка подношењем деривативних и колективних тужби.

339

Сходно наведеном, ОЕЦД Принципи из 2004.године дефинишу да основна права акционара треба да обухвате следеће категорије:

- 1) сигурне методе регистрације власништва;
- 2) пренос акција;
- 3) правовремено и редовно добијање релевантних информација о компанији;
- 4) учешће и гласање на генералној скупштини акционара;
- 5) избор и смена чланова одбора и

---

<sup>339</sup>ОЕЦД Принципи (2004), стр.21-22.

б) удео у добити компаније.<sup>340</sup>

У оквиру ОЕЦД-а је у току 2014/2015 приступљено ревизији ОЕЦД Принципа из 2004.године, а на основу утврђених закључака израђени су 2015.године ревидирани принципи у сарадњи са Г20, те је назив ових принципа Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања (*G20/OECD Principles of Corporate Governance*).<sup>341</sup> У последњој верзији Г20/ОЕЦД Принципа се полази од истих темељних вредности и елемената корпоративног управљања, који се затим надограђују и проширују имплементирајући најновија искуства.

Г20/ОЕЦД Принципи обухватају шест главних области, јер је поред раније дефинисаних принципа, додат још један који се односи на институционалне инвеститоре, тржишта капитала и друге посреднике,<sup>342</sup> што је изузетно важно и за питање заштите мањинских акционара, јер су институционални инвеститори, често мањински акционари у компанији. Питање учешћа и значаја институционалних инвеститора је постало битно те је овај феномен захтевао посебан осврт на последице таквог типа акционарства. У том смислу Г20/ОЕЦД Принципи препоручују да институционални инвеститори обелодане своје инвестиционе политике у вези са коришћењем права гласа у своје име или име крајњих власника акција. Свакако, институционални инвеститори који имају фидуцијарну дужност и то најпре пензијски фондови, су у обавези да врше своје право гласа, док се од других институционалних инвеститора то не очекује, због чега је потребно да потенцијални инвеститори унапред знају која права поседују у домену учествовања у корпоративном управљању, у компанији у којој поседују акције. Важност овог питања се препознаје кроз тенденције држава да усвоје кодексе о управљању (енг.*stewardship codes*) и апелују на институционалне инвеститоре да им приступе на добровољној основи. Некоришћење права гласа од стране институционалног инвеститора, може довести до директне или индиректне штете за инвеститора,

---

<sup>340</sup> ОЕЦД Принципи (2004), стр.13.

<sup>341</sup> OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, презуето са [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en) дана 15.12.2016.године- Г20/ОЕЦД Принципи

<sup>342</sup> G20/OECD Принципи, стр.29-33.

крајњег власника. Препоручује се, да кастоди инситуцијама, које држе акције за своје клијенте, не буде дозвољено да гласају у име клијената по свим питањима, без изричитих инструкција, односно овлашћења добијених од стране клијената. Г20/ОЕЦД Принципи истичу потребу регулисања инсајдерског трговања и забрану манипулације на тржишту, као и специфичност трговања акцијама у држави различитој од државе седишта или услед дуалног листинга, где је значајно питање надлежне јурисдикције за поступање у случају заштите права акционара.

Сходно класификацији Г20/ОЕЦД Принципа, као што је већ наведено у другом делу рада, у наредној Табели 4 ћемо дати преглед основних права акционара према методологији примењеној у ОЕЦД Принципима из 2004.године, Г20/ОЕЦД Принципима<sup>343</sup> и према методологији IFC-а и ECODA (*European Confederation of Directors' Associations*)<sup>344</sup> за државе чланице Европске уније:

**Табела 4:** Права акционара према класификацијама међународних организација

Права акционара	ОЕЦД Принципи 2004	Г20/ОЕЦД Принципи 2015	IFC/ ECODA
● сигурне методе регистрације власништва	✓	✓	✓
■ пренос акција	✓	✓	✓
● правовремено и редовно добијање битних информација о друштва	✓	✓	✓
● учествовање и гласање на скупштини акционара	✓	✓	✓
● избор и разрешење чланова одбора	✓	✓	✓
● учешће у добити друштва	✓	✓	✓
■ учествовање и довољна информисаност о одлукама које се односе на фундаменталне корпоративне промене	×	×	✓

<sup>343</sup> Иста класификација основних права акционара је присутна и у ОЕЦД Принципима из 2004.године.

<sup>344</sup> IFC/ECODA. (2015). *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington, DC: International Finance Corporation, p.41.

<ul style="list-style-type: none"> <li>● снабдевеност довољним и правовременим информацијама које се тичу датума, локације и дневног реда скупштине акционара, као и правовремено информисање у вези са питањима о којима ће се одлучивати на скупштини</li> </ul>	x	x	✓
<ul style="list-style-type: none"> <li>● могућност да се поставе питања одбору директора, да се ставе додатне тачке на дневни ред скупштине акционара и предложе одлуке</li> </ul>	x	x	✓
<ul style="list-style-type: none"> <li>● учествовање у доношењу главних одлука из домена корпоративног управљања, као што су именовање и избор чланова одбора</li> </ul>	x	x	✓
<ul style="list-style-type: none"> <li>● могућност да акционари изнесу своје ставове у вези са политиком накнада за чланове управе и кључних директора</li> </ul>	x	x	✓
<ul style="list-style-type: none"> <li>● могућност акционара да гласа у одсуству, тако да гласање у одсуству (<i>in absentia</i>) има исту снагу као и лично гласање</li> </ul>	x	x	✓

Извор: ОЕЦД Принципи (2004), Г20/ОЕЦД Принципи и методологија IFC/ECODA

Из Табеле 4 се може утврдити да су у студији IFC/ECODA разложена посебна права у вези са учествовањем и гласањем на скупштини, на који је начин у пракси *acquis communitare* проширен корпус основних права акционара.

За потребе овог рада, на основу наведених теоријских и институционалних класификација, даћемо сопствени преглед класификације права акционара која се заснива на врсти самог права, значају које то право има у делу посебног нормирања и методологији обраде која се користи у овом раду.

**Табела 5:** Класификација права акционара према аутору

Основна права акционара	Опис права
1.Лична права	1.1. Право на регистрацију власништва
	1.2. Право на пренос власништва

	1.3. Право на информисање
	1.4. Право на учествовање и гласање у раду скупштине
<b>2.Имовинска права</b>	2.1. Право на дивиденду
	2.2. Право на упис акција нових емисија
	2.3. Право на део ликвидационе и стечајне масе
	2.4. Право на (правичну) новчану накнаду у случају несагласности, <i>squeeze-out</i> и <i>sell-out</i> , делистирања.
<b>3.Право на судску заштиту</b>	3.1. Право на предлагање допуне дневног реда, давање одговора и одржавање скупштине по налогу суда
	3.2. Право на приступ актима и документацији
	3.3. Право на спровођење посебне или ванредне ревизије
	3.4. Право на побијање одлука скупштине
	3.5. Право на реализацију права на откуп акција и/или правичне цене од несагласних акционара, код принудног откупа и права на продају
	3.6. Право на подношење директне (индивидуалне и колективне) и деривативне тужбе

#### 4.5.2. Класификација права мањинских акционара у српском законодавству

Појам мањински акционари у већини јурисдикција није термилошки дефинисани посебно, већ се дефинише посредно кроз одређени контекст који подразумева да акционар нема довољан степен контроле да утиче на пословање акционарског друштва.<sup>345</sup>

При сагледавању права мањинских акционара, определили смо се за методолошки приступ анализе основних права акционара која у себи интегришу и посебна права за заштиту мањинских акционара. Поред наведеног, у корпус права мањинских акционара спадају и сва права акционара којима је пружена судска заштита, из разлога што већински власник спроводи контролу и управљање над компанијом, те је претпоставка да се све одлуке и пословне активности обављају уз његову сагласност.

<sup>345</sup> Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers, Final Report, p.6.

У претходној анализи права акционара уопште и права мањинских акционара, утврдили смо да су иста нормирана у прописима различите правне снаге, обавезујућих и необавезујућих, компанијским, прописима којима се уређују хартије од вредности и тржиште капитала, као и преузимање акционарских друштава, до специјализованих као што је приватизација и стечај. Имајући у виду да су наведена права мањинских акционара према класификацијама релевантних међународних организација, као и да ће свако од тих права, укључујући и права мањинских акционара у поступку преузимања, бити детаљно обрађена у даљем раду, на овом месту ћемо дати преглед мањинских права према српском законодавству, које је у највећој мери преузело решења комунитарног права.

Сходно наведеном, права мањинских акционара у националном законодавству се могу дефинисати на следећи начин:

- 1) право у вези са сазивањем редовне и ванредне седнице скупштине (члан 339);<sup>346</sup>
- 2) право у вези са допуном дневног реда скупштине (члан 338);
- 3) право на постављање питања и добијање одговора (члан 343);
- 4) право на захтевање седнице скупштине одређене класе акција;
- 5) право на судску заштиту;
- 6) право на продају акција друштву;
- 7) право на захтевање посебне или ванредне ревизије (члан 456);
- 8) право на подношење захтева за ликвидацију друштва и тражење привремених мера (члан 469);
- 9) права у случају преузимања јавних акционарских друштава;

---

<sup>346</sup> Чланови се односе на Закон о привредним друштвима (2011).



- 10) права приликом принудне продаје (*squeeze-out*) и принудне куповине акција (*sell-out*),<sup>347</sup>
- 11) права у случају делистирања и
- 12) остала права мањинских акционара.

Из наведеног прегледа основних и права мањинских акционара, може се утврдити да је српско законодавство прихватило у потпуности регулаторне стандарде којима се штите општа и нарочито мањинска права акционара. Поред стандарда постављених у ОЕЦД Принципима из 2004.године и Г20/ОЕЦД Принципима из 2015, наше законодавство је инкорпорисало и стандарде који гарантују права мањинских акционара и из релевантних директива.<sup>348</sup>

## 5. РЕАЛИЗАЦИЈА ПРАВА АКЦИОНАРА

### 5.1. Право учествовања и гласања на скупштини

Скупштина акционарског друштва је највиши, суверени орган у друштву, одговоран за доношење најважнијих одлука у друштву, почев од избора других органа у једнодомном и дводомном систему, измена и допуна оснивачког акта односно статута, до издавања нових акција, смањења капитала, продаје имовине велике вредности, усвајања финансијских извештаја, планирања дугорочне политике и циљева друштва, али и престанка постојања друштва (ликвидација, стечај, спајање). Сходно наведеном, право на учешће у раду скупштине је основно право акционара из ког деривирају друга права с тим у вези, као што су право присуствовања скупштини, право постављања питања, право подношења предлога и право тражења одговора.<sup>349</sup>

Акционарска друштва имају обавезу да једном годишње одрже редовну скупштину акционара, најчешће у року од шест месеци од завршетка пословне

---

<sup>347</sup> Васиљевић, М., (2015) *op.cit.*, стр.304-323.

<sup>348</sup> Стандарди који се односе на права акционара и мањинских акционара су имплементирани, с једним изузетком који се односи на дивиденде, односно обавезу исплате одређеног процента од утврђене добити, након покрића губитка и резерви.

<sup>349</sup> Васиљевић, М., (2006) *op.cit.*, стр.534-535.

године.<sup>350</sup> Поред редовне седнице скупштине, акционари могу сазвати и ванредну седницу на којој се расправља о појединим питањима или када је то у складу са законом или статутом друштва.<sup>351</sup>

Стандардна регулатива компанијског права, даје могућност да се скупштина акционара може одржати са или без сазивања. У јавним акционарским друштвима, сазивање представља формалну и обавезну фазу која претходи одржавању скупштине.

Поред власника обичних акција право на учествовање на седници скупштине имају и власници преференцијалних акција. Ова врста акционара, може гласати на редовној и на посебној седници скупштине класе преференцијалних акција, која може такође бити редовна или ванредна.<sup>352</sup>

Право на учествовање у раду скупштине је иманентно право сваког акционара и у потпуности је одвојиво од права акционара да гласа на скупштини. Наведени правни институти се могу посматрати одвојено, имајући у виду да акционар може присуствовати скупштини, иако му је забрањено право гласа и *vice versa*, да може гласати, без личног присуства, у случају гласања у одсуству, што ће бити прецизно елаборирано у наставку рада.<sup>353</sup>

## 5.2. Сазивање и одржавање скупштине акционара

Сазивање скупштине акционара захтева претходно утврђивање одређених чињеница, а једна од њих је својство акционара на одређени дан, који претходи дану одржавања скупштине акционара. Дан који се узима као релевантан за утврђивање списка акционара који ради позивања или гласања, назива се „даном

---

<sup>350</sup> На пример, Компанијски закон из 2006, предвиђа да се годишња скупштина мора одржати у року од шест месеци од дана завршетка финансијске године, којом је одредбом измењено решење да се годишња скупштина мора одржати у року не дужем од 15 месеци од дана одржавања претходне годишње скупштине.

<sup>351</sup> Српско право прописује да ће се ванредна скупштина акционара обавезно одржати, уколико се приликом израде годишњих или других финансијских извештаја које друштво израђује, утврди да исто послује са губитком који умањује вредност нето имовине, тако да је њена вредност мања од 50% основног капитала друштва. Закон о привредним друштвима (2011), члан 364, став 1.

<sup>352</sup> Васиљевић, М., (2015) *op.cit.*, стр.330.

<sup>353</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., (2012) *op.cit.*, стр.184.

акционара“ (енг. *record date*). Дан акционара се утврђује компанијским законом или интерним компанијским документом.

Директива о правима акционара<sup>354</sup> је дефинисала обавезу утврђивања истог дана за све акционаре друштва, уз одређене изузетке.<sup>355</sup> Рок у коме се утврђује дан акционара је дефинисан оквирно и креће се у распону од најдуже 30 и најмање осам дана, пре одржавања скупштине, уз диспозицију да државе чланице својим националним законодавствима другачије дефинишу ове рокове.<sup>356</sup> Нормативно је забрањено регулисање било каквих условљавања у погледу ограничења располагања акцијама или обавеза преноса акција на друго физичко или правно лице, ради учествовања на скупштини акционара.<sup>357</sup>

Дан акционара се према српском законодавству дефинише као дан када се утврђује списак акционара на основу извода из евиденције Централног регистра, који имају право на учешће у раду седнице скупштине и пада на десети дан пре дана одржавања те седнице.

Директива о правима акционара је дефинисала минимум неопходних информација за акционаре у вези са сазивањем скупштине.<sup>358</sup> Тако, позив мора садржати прецизне податке о томе када и где се одржава скупштина, уз предложен дневни ред, јасан опис процедуре које акционари треба да се придржавају да би могли да учествују и гласају на скупштини акционара (право на допуну дневног реда, право на постављање питања и рокови у оквиру којих се може користити ово право или инструкцију да ће детаљна процедура остваривања права бити

---

<sup>354</sup> Компанијски закон (2006), члан 5(3), (а-е).

<sup>355</sup> *Ibid.*, стр.185-186. Прво правило се односи на обавезност утврђивања дана акционара, осим уколико је акционарско друштво у могућности да идентификује акционаре из регистра у коме се воде хартије од вредности, директно на основу података из регистра, на дан седнице скупштине. Друго правило утврђује принцип идентичног дана акционара за све акционаре друштва, осим за државе чланице у којима је дозвољено издавање акција на име и на доносиоца, када за дан акционара може бити узет у обзир и други дан у односу на дан који се односи на акционаре обичних акција.

<sup>356</sup> Directive 2007/36/EC of European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *Official Journal of European Union*, L 182/19– Директива о правима акционара, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32007L0036> дана 15.12.2016.године, члан 7(3).

<sup>357</sup> Компанијски закон (2006), члан 7(1), (а-б).

<sup>358</sup> Компанијски закон (2006), члан 5(3), (а-е).

постављена на интернет страни друштва, процедуру за гласање путем пуномоћја, као и образац пуномоћја, инструкције о гласању електронским путем и др.). Поред наведеног, позив треба да садржи и информацију о дану акционара, информацију о томе где се и како може преузети комплетан материјал за скупштину<sup>359</sup> и адресу интернет стране друштва.

Постоје два теоријска модела информисања акционара у вези са материјалом за седницу скупштине, “pull“ и “push“ при чему законодавна пракса познаје оба решења, као и комбинацију истих.<sup>360</sup> Према првом методу друштво је у обавези да акционарима учини доступним материјал, у одређено време на одређеном месту, што захтева одређени проактиван однос акционара, док други модел подразумева достављање материјала акционару.

Српски Закон о привредним друштвима, прописује да се правила о сазивању скупштине примењују на сва акционарска друштва, независно од врсте организације управљања.<sup>361</sup> Садржина позива је преузета из Директиве о правима акционара, уз имплементирање комбинованог модела достављања материјала, тако што је друштво у обавези да обавести акционара где може преузети материјал, односно мора га ставити на располагање акционарима истовремено са слањем позива, тако што се исти може лично или преко пуномоћника преузети у седишту друштва или на интернет страници друштва, а статутом се могу прописати и

---

<sup>359</sup> Припрема материјала за седницу скупштине подразумева да одбор директора, односно извршни одбор, након утврђивања предлога од стране надзорног одбора код дводомног управљања, акционарима стави на располагање одређене документе и информације, за потребе скупштине, који обухватају финансијске извештаје са мишљењем ревизора, уколико је ревизија финансијских извештаја обавезна, предлоге одлука са образложењем, детаљан опис сваког питања које се предлаже за расправу, са коментаром или изјашњењем одбора директора, односно извршног одбора и надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно, а код јавног акционарског друштва и извештај одбора директора, односно извршног одбора о стању и пословању друштва (годишњи извештај о пословању), као и консолидовани годишњи извештај о стању и пословању друштва (консолидовани годишњи извештај о пословању), као и извештај надзорног одбора о пословању друштва и спроведеном надзору над радом извршног одбора, ако је управљање друштвом дводомно. Закон о привредним друштвима (2011), члан 367, став 1 и 2.

<sup>360</sup> Zetzsche, D. (2008). Shareholder passivity, cross-border voting and the Shareholder Rights Directive. *Journal of Corporate Law Studies*, 8(2), 289–336, преузето са [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1120915](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1120915), дана 16.12.2016.године; Радовић, В. (2010). Информисање акционара пре седнице скупштине акционарског друштва. *Правни живот*, 11/2010, 117-144, стр.130.

<sup>361</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 327.

додатни начини за стављање на располагање материјала за седницу.<sup>362</sup> Позив се доставља на адресе акционара или објављује на интернет страници друштва и регистра привредних субјеката, док су јавна акционарска друштва у обавези да позив објаве и на интернет страници регулисаног тржишта, односно МТП где су укључене акције, а објаву увек врши и на својој интернет страници.<sup>363</sup> Позив за редовну седницу се упућује најкасније 30 дана пре дана одржавања седнице, а за ванредну 21 дан пре одржавања.<sup>364</sup> Минимални рок за одржавање скупштине се може продужити компанијским интерним актом, без обзира што га је законодавац прописао.<sup>365</sup>

Принцип једнакости акционара се рефлектује и на право свих акционара на учествовање, гласање и расправљање о питањима која су на дневном реду скупштине. Изузетак од личног учествовања постоји када друштво има велики број акционара, на тај начин што се ограничава могућност личног учествовања, гласања и расправљања, поседовањем минималног броја акција у проценту од 0,1 укупног броја акција одговарајуће класе. Ограничења овакве врсте се најчешће спроводе због смањења трошкова организације скупштине акционара или због обезбеђивања и одржавања реда на седници скупштине.<sup>366</sup>

Акционар може утицати на информисање у вези са одржавањем скупштине. *Ex ante* утицај се огледа у усвајању одређеног текста интерних аката друштва, којима се регулише право на информисање, при чему су акционарима гарантована већа права од оних гарантованих императивним законским одредбама. *Ex post* утицај се остварује након одржане седнице скупштине, када акционари могу заштити своја права судским путем.<sup>367</sup> Управо кршење одредаба које се односе на сазивање и одржавање скупштине, односно адекватно информисање, може

---

<sup>362</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 335, став 6, 9 и 10.

<sup>363</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 335 став 3 и 4.

<sup>364</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 365 став 1,2 и члан 373.

<sup>365</sup> Арсић, З. (2013). Сазивање Скупштине акционаског друштва према Закону о привредним друштвима из 2011 год. *Зборник радова Правног факултета Нови Сад*, 47(2), 93-106, преузето са doi:10.5937/zrpfns47-4356 дана 16.12.2017.године.

<sup>366</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 328 став 3, тачка 5.

<sup>367</sup> Радовић, В. (2010), *op.cit.*, стр.118.

представљати валидан правни основ за заштиту права акционара подношењем тужбе за побијање скупштинских одлука и евентуално покретање других поступака, о чему ће у наставку рада бити више речи.<sup>368</sup>

### 5.3. Право акционара на сазивање скупштине

Сазивање се може спровести у складу са законским одредбама и интерним актима и на иницијативу круга овлашћених лица. Уколико се сазивање врши на иницијативу овлашћених акционара, може бити спроведено добровољно и принудно, односно судским путем. Законодавац прави разлику у квалификацији овлашћеног акционара за иницирање сазивања, тако што код принудног сазивања редовне скупштине, то може бити сваки акционар,<sup>369</sup> без обзира на евентуална статутарна ограничења која се односе на рестрикције личног учествовања у раду скупштине, док се код ванредног сазивања тражи минимални капитални цензус од 5% од укупног броја акција.<sup>370</sup>

Захтев надлежном суду за сазивање скупштине, акционари могу поднети по испуњењу одређених формалних претпоставки. Тако је српски законодавац омогућио мањинским акционарима судску заштиту у ванпарничном поступку уколико наступе следеће ситуације:

- 1) друштво не сазове и не одржи редовну годишњу скупштину акционара у законском року;
- 2) друштво пропусти да донесе одлуку по захтеву акционара за сазивање ванредне седнице у року од осам дана од дана пријема захтева;
- 3) друштво одбије захтев акционара за сазивање ванредне скупштине и не обавести га у року од осам дана;

---

<sup>368</sup> *Ibid.*

<sup>369</sup> Поред акционара, захтев за сазивање редовне скупштине која није одржана у законском року могу поднети и директор или члан надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно. Закон о привредним друштвима (2011), члан 339, став 1.

<sup>370</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 339, став 1 и 2, члан 372, став 1, тачка 2.

- 4) друштво не обавести акционара који је поднео захтев за сазивање ванредне скупштине о својој одлуци у року од осам дана и
- 5) ванредна седница се не одржи у року од 30 дана од дана пријема захтева акционара за одржавање ванредне скупштине.

Захтев се подноси у писаној форми директно надлежном суду, у року од три месеца од истека рока за одржавање редовне седнице којим се тражи да суд у ванпарничном поступку наложи одржавање редовне седнице, односно у року од 30 дана од дана истека наведених рокова за усвајање, одбијање, достављање одговора или организовања ванредне скупштине од стране друштва.<sup>371</sup>

Законодавац посебно утврђује и датум пријема, тако што ће се сматрати да је захтев примљен од стране друштва по истеку три дана од дана слања захтева, ако је послат на седиште друштва препорученом поштом. Утврђивање датума пријема је релевантно због могућности злоупотребе и одбијања пријема захтева, као и због утврђивања протеча рокова. Суд је овлашћен да по хитном поступку, у року од осам дана донесе одлуку, која треба да поседује све елементе да би била извршива.

#### **5.4. Право на предлагање допуне дневног реда**

Скупштина акционара може одлучивати само о питањима која су обухваћена дневним редом скупштине, обезбеђујући на тај начин концептуално уређену расправу и ток скупштине. Анализом упоредних законодавстава, може се утврдити да постоје разлике у уређењу права акционара у вези са дневним редом, у погледу обима коришћења права, евентуалних ограничења и заштите.<sup>372</sup>

Право на предлагање додатне тачке дневног реда у себи инкорпорише два посебна права и то право на проширење дневног реда додавањем нове тачке и право на предлагање одлука.<sup>373</sup> Право на предлагање допуне дневног реда може користити један или више акционара који поседују најмање 5% акција са правом

---

<sup>371</sup> Закон о привредним друштвима (2011), став 1, члан 372, став 1.

<sup>372</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.195.

<sup>373</sup> *Ibid.*

гласа. Овлашћени акционар, може надлежном органу предложити додатне тачке за дневни ред седнице за расправљање, као и додатне тачке о којима скупштина доноси одлуку, под условом да образложи тај предлог или достави текст одлуке коју предлаже.<sup>374</sup> Уколико се уз предлог нове тачке дневног реда достави предлог одлуке, акционар није у обавези да достави образложење, јер се сматра да предлог одлуке конзумира образложење разлога за стављање одређене тачке на дневни ред.<sup>375</sup>

Формални услов за коришћење овог права мањинских акционара је постојање утврђеног и објављеног дневног реда. Садржински услов за коришћење права на судску заштиту, зависи од врсте скупштине у вези са чијим се дневним редом предлажу додатне тачке. Такође, одређене тачке дневног реда се не могу предложити као допуна дневног реда ванредне скупштине, јер се о појединим тачкама може одлучивати само на редовној скупштини акционара, као што су одређена финансијска питања и извештаји (годишњи и консолидовани годишњи извештај, дивиденде и ревизије).

Имајући све то у виду, право акционара на предлагање додатних тачака дневног реда на самој скупштини, представља индивидуално, статусно право и уједно противтежу овлашћењима надлежних органа за сачињавање дневног реда и релевантних одлука.<sup>376</sup>

Према Директиви о правима акционара, опција проширења дневног реда и подношења предлога одлука је дозвољена појединачном акционару или групи акционара, без прописивања минималног капиталног цензуса, као генерално правило, с тим да националне државе могу захтевати да подносилац оваквог предлога сам или са осталим акционарима, поседује до 5% у акцијском капиталу, што омогућава мањинским акционарима да се користе овим правом.<sup>377</sup> Нормативно је регулисано да акционари појединачно или групно имају право да ставе додатне

---

<sup>374</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 337, став 1.

<sup>375</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.195.

<sup>376</sup> *Ibid.*, стр.194.

<sup>377</sup> Директива о правима акционара, члан 7(3), члан 6(2).



тачке на дневни ред скупштинне, а национална законодавства се могу определити да ово право буде искључиво везано за годишњу, односно редовну скупштину акционара, тако што ће се након подношења наведеног предлога, обезбедити сазивање скупштине која није редовна, са дневним редом, који укључује најмање све предложене тачке дневног реда тражене захтевом од стране акционара.<sup>378</sup> Предлог за проширење дневног реда се подноси у унапред дефинисаним роковима, управо ради поштовања принципа благовременог обавештавања осталих акционара о измењеном дневном реду.

Српско законодавство прописује да се предлог подноси писаним путем, уз навођење података о подносиоцима захтева, а може се упутити друштву најкасније 20 дана пре дана одржавања редовне седнице скупштине, односно десет дана пре одржавања ванредне седнице скупштине.<sup>379</sup> Јавно акционарско друштво је у обавези да предлог објави на интернет страници друштва одмах, односно најкасније наредног радног дана од дана пријема предлога.

По преспењу предлога, друштво исти може да прихвати или не прихвати.<sup>380</sup> Наиме, уколико надлежни орган прихвати предлог за допуну дневног реда, у обавези је да достави акционарима нови, допуњени дневни ред на исти начин на који им је доставило позиве.<sup>381</sup> Уколико надлежни орган акционарског друштва не прихвати предлог за допуну дневног реда у року од три дана од дана пријема предлога, подносилац предлога има право да у даљем року од три дана захтева да надлежни суд у ванпарничном поступку наложи друштву да предложене тачке стави на дневни ред скупштине.

## **5.5. Право на постављање питања**

Право акционара на постављање питања је део права акционара на информисање и представља статусно, неимовинско право акционара. Директива о

---

<sup>378</sup> Директива о правима акционара, члан 6(1).

<sup>379</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 337, став 2-3.

<sup>380</sup> Законодавац користи формулацију прихвати ли не прихвати уместо усвоји или одбије, док у вези са захтевом за одржавање скупштине, користи терминологију усвајања захтева.

<sup>381</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 337, став 4.

правима акционара, је утрла пут наведеном праву, имајући у виду да је право на постављање питања било неконзистентно уређено националним правима држава Европске уније. У појединим државама (Велика Британија, Француска, Холандија) ово право није идентификовано као посебно право, док су с друге стране неке државе (Немачка) детаљно регулисале наведено право.<sup>382</sup>

Предметно питање је у Директиви о правима акционара регулисано тако да је наведено право на постављање питања дефинисано као право акционара, што је у корелацији са обавезом друштва да одговори на постављено питање.<sup>383</sup> Међутим, иако је овај институт званично уведен у комунитарно право, националним законодавцима је дозвољено да пропишу сет мера којима би се коришћење наведеног права прецизно дефинисало и делимично ограничило. Директива о правима акционара не прописује тачне смернице у вези са начином постављања питања и роком или начином давања одговора, осим у делу у коме даје могућност државама чланицама да пропишу да друштво може на више питања истог садржаја дати један одговор, као и изоставити одговор на питање, уколико сматра да је на исто одговорено.

У нашем праву је наведени институт регулисан одредбама компанијског закона. Сваки акционар који има право на учешће у раду скупштине овлашћен је да директорима и члановима надзорног одбора, ако је управљање друштвом дводомно, постави питања која се односе на тачке дневног реда седнице, као и друга питања у вези са друштвом, али само ако се односе на тачке дневног реда седнице,<sup>384</sup> што следствено ограничава садржину самог питања. Законодавац је прихватио решења из Директиве о правима акционара, омогућивши друштву да статутом или пословником о раду скупштине уреди поступак за постављање питања, ради идентификације акционара, одржавања реда на седници, одговарајуће

---

<sup>382</sup> Noack, U. (2008). Die Aktionarsrechte-Richtlinie, преузето са [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1138735](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1138735), p.12, наведено према Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.198.

<sup>383</sup> Директива о правима акционара, члан 9(1).

<sup>384</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 342, став 1.

припреме седнице, као и заштите пословне тајне и пословних интереса друштва.<sup>385</sup> С друге стране, обавеза давања одговора на питања, се експлицитно искључује у појединим ситуацијама. Друштво неће одговорити на питања, ако би се тиме могла нанети штета друштву или са њим повезаном лицу, ако је учињено кривично дело или је одговарајућа информација већ доступна на интернет страници друштва у форми питања и одговора најмање седам дана пре дана одржавања седнице.<sup>386</sup> У случају ускраћивања одговора на постављено питање, та чињеница и разлог за ускраћивање одговора се уносе у записник са седнице скупштине.<sup>387</sup>

Овом праву акционара је такође пружена судска заштита. Акционар коме је ускраћен одговор на питање или сваки акционар који је на записник изјавио да сматра да је одговор неоправдано ускраћен, има право да у року од осам дана од дана одржавања седнице, захтева да надлежни суд у ванпарничном поступку наложи друштву да му достави одговор на постављено питање.<sup>388</sup>

## 5.6. Заступање акционара

Учествовање и гласање акционара на скупштини је директно повезано и са заступањем акционара, нарочито када су у питању институционални инвеститори и прекограничне инвестиције. Заступање акционара је важна тема, из разлога из којих је битно да акционари гласају, односно реализују своја права и умање могућност да већина злоупотреби свој утицај у друштву.

У пракси су виђени бројни примери демотивисања акционара да присуствују и гласају на скупштини, као што је заступање од стране кастодијана, касно информисање, одржавање скупштине на локацијама које је тешко пронаћи и др.<sup>389</sup>

---

<sup>385</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 342, став 1.

<sup>386</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 342, став 3.

<sup>387</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 342, став 7.

<sup>388</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 343, став 1-2.

<sup>389</sup> OECD. (2015), p.21.

Како се под заступањем акционара пре свега подразумева заступање на скупштини акционара и гласање преко пуномоћника, овај институт ће детаљније бити обрађен у наредном поглављу о гласању акционара.

## **5.7. Гласање акционара**

### **5.7.1. Гласање преко пуномоћника, *in absentia* и електронским путем**

Право акционара да учествује у раду скупштине, као и могућност да то право реализује без директног и непосредног присуства, односно гласањем у одсуству (*in absentia*), је заштићено законом. Гласање у одсуству супсумира три сепаратна права акционара и то право на гласање преко пуномоћника, гласање писаним путем и гласање електронским путем.<sup>390</sup>

#### **5.7.1.1. Гласање преко пуномоћника**

На нивоу комунитарног права, загарантовано је право акционара да гласа преко пуномоћника, електронским и писаним путем.<sup>391</sup> Приступ регулатора је био свеобухватан и афирмативан у делу регулисања гласања преко пуномоћника. Интенција је била да се отклоне све административне, законске и друге баријере за гласање преко пуномоћника у националним законодавствима, али да се успоставе и механизми који ће обезбедити правну заштиту акционарима.

Повећање броја прекограничних трансакција и инвеститора, на око 40 процената у тржишној капитализацији,<sup>392</sup> довело је до тога да страни инвеститори као мањински акционари у континенталној Европи, морају да се изложе значајно већим трошковима да би користили своја права на учествовање и гласање, без бенефиција које економија обима доноси власницима са већинским или концентрисаним власништвом.<sup>393</sup> Структура трошкова које страни инвеститори

---

<sup>390</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.201.

<sup>391</sup> Директива о правима акционара, члан 8, члан 10-12.

<sup>392</sup> Federation of European Securities Exchanges (FESE). (2008), p.12 Тачан проценат учешћа страног капитала у тржишној капитализацији европских компанија за 2007.годину, износи 37%.

<sup>393</sup> Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2015). Shareholder Engagement at European General Meetings. *Working paper*. p. 6, преузето са [http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper\\_817.pdf](http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper_817.pdf) дана 27.12.2016.године.

имају у прекограничном коришћењу својих права, укључују процедуралне, информационе и трошкове доношења одлуке (енг. *decision-making costs*).<sup>394</sup>

Гласање *in absentia*, страним инвеститорима отежава ситуацију, јер се често гласање обавља преко глобалног кастодијана или њихових пуномоћника (енг. *proxy vendors*), који морају ангажовати локалне пуномоћнике, посредством локалних поткастодијана (енг. *subcastodians*), тако да укупни трошкови гласања на скупштинама преко пуномоћника износе двоструко више од трошкова које у истој ситуацији имају домаћи инвеститори.<sup>395</sup> Професионални и институционални инвеститори у сврху прекограничног гласања користе услуге професионалних пуномоћника (енг. *proxy advisors*).

Максимална ограничења која национална законодавства могу поставити на основу Директиве о правима акционара у вези са пуномоћницима, поред поседовања правне способности, односе се на број особа које могу заступати акционара и на спречавање евентуалног сукоба интереса између акционара и пуномоћника.<sup>396</sup>

Директива о правима акционара дозвољава државама чланицама да ограниче број пуномоћника по акционару, осим у случају када се акције акционара воде на више рачуна хартија од вредности, у ком случају акционар може имати онолико пуномоћника, колико рачуна хартија од вредности поседује. У конкретном случају, поставља се питање да ли пуномоћници могу различито гласати уколико заступају истог акционара. Директива о правима акционара препушта могућност националним законодавствима да уведу или задрже правило о забрани акционара да различито гласају по основу својих акција у истом акционарском друштву.<sup>397</sup> С друге стране, пуномоћнику се експлицитно дозвољава да заступа више акционара,

---

<sup>394</sup> *Ibid.*

<sup>395</sup> *Ibid.*

<sup>396</sup> Директива о правима акционара, члан 10(2-3).

<sup>397</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.203.

без икаквог ограничења, што је чест случај код кастоди банака, уз могућност различитог гласања за више акционара које заступају.<sup>398</sup>

Домаће законодавство признаје право акционару да гласа преко пуномоћника. Забрањује се акционарским друштвима да прописују посебне услове за пуномоћнике кроз ограничавање њиховог броја, али се прописују правила за утврђивање пуноважности пуномоћја у случају конкуренције више пуномоћја.<sup>399</sup> Пуномоћје је непреносиво, уз изузетке који се односе на правно лице и може важити за једну седницу или до опозива. Пуномоћје се може дати у слободној форми или на формулару, када мора садржати тачне инструкције за гласање по свакој тачки дневног реда.

Акционар има права да изврши измену или опозив пуномоћја у сваком тренутку до дана одржавања седнице писаним путем, под условом да о томе до дана одржавања седнице обавести пуномоћника и друштво, у истој процедури која се односи и на давање пуномоћја.<sup>400</sup> Међутим, уколико акционар лично приступи седници скупштине, постоји законска претпоставка да је предметно пуномоћје опозвано.

Пуномоћник је одговоран за штету акционару уколико гласа супротно инструкцијама за гласање, односно не гласа савесно и у најбољем интересу властодавца. Одговорност за штету се утврђује на основу општих правила облигационог права и посебне заштите корисника финансијских услуга, и не може се унапред или накнадно ограничити или искључити.<sup>401</sup>

### 5.7.1.2. Гласање писаним путем

Гласање писаним путем (енг. *voting by correspondence*) је један од начина гласања, поред непосредног (лично или преко пуномоћника) и гласања

---

<sup>398</sup> Директива о правима акционара, члан 10, тачка 5.

<sup>399</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 344-345. Законодавац је у члану 348, став 1-2 прописао посебна права за банке које воде збирне или кастоди рачуне за акционаре, руководећи се потенцијалним проблемима који могу настати за иностране инвеститоре, а који су препознати у Директиви о правима акционара.

<sup>400</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 349.

<sup>401</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 344, став 14-15.

електронским путем. Због могућности злоупотребе овог типа гласања, поједине јурисдикције забрањују, односно ограничавају примену гласања писаним путем.<sup>402</sup>

Правна теорија разликује три законодавне технике уређења питања гласања писаним путем и то: (1) законодавац оставља могућност таквог начина гласања, с тим да свако друштво оптира да ли ће прихватити или не, гласање писаним путем; (2) законодавац не претпоставља могућност гласања писаним путем, али даје опцију друштву да такав начин гласања уведе и (3) законодавац може императивним путем обавезати друштво да акционару понуди као могућност гласање писаним путем.<sup>403</sup>

Српски законодавац се определио за трећу опцију, с тим што је наведени институт назвао гласање у одсуству, на тај начин што је прописао да акционари могу да гласају писаним путем без присуства седници, уз оверу свог потписа на формулару за гласање, при чему се статутом може искључити обавеза овере потписа.<sup>404</sup> Уколико акционар гласа у одсуству, примењује се законска пресумпција да се акционар сматра присутним на седници приликом одлучивања о тачкама дневног реда по којима је гласао путем формулара, односно писаним путем.<sup>405</sup>

### 5.7.1.3. *Електронско гласање*

Гласање електронским путем представља право акционара, који није лично присутан на седници скупштине, да гласа у вези са тачкама дневног реда седнице скупштине, уз помоћ електронских средстава, тако да сва лица која су присутна седници скупштине могу да имају двосмерну комуникацију са њим у реалном времену.

---

<sup>402</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.205-206. Државе које су у оквиру Европске уније дозвољавале гласање писаним путем су Француска, Белгија и Италија, док је такав начин гласања био забрањен у Аустрији, Немачкој, Холандији и Хрватској, док у Великој Британији има сужено поље примене. С друге стране у појединим јурисдикцијама, ово питање није уређено прописима, тако да се не може са сигурношћу утврдити домет истог (Луксембург).

<sup>403</sup> *Ibid.*, стр.20.

<sup>404</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 340, став 1-2.

<sup>405</sup> Закон о привредним друштвима (2011), став 3.

Ово право је уведено као стандард Директивом о правима акционара, чија је интенција била да омогући акционарима, нарочито онима који се налазе ван јурисдикције седишта акционарског друштва, да лично користите своје право гласања на скупштини, без излагања додатним трошковима доласка или ангажовања професионалног пуномоћника. Државе чланице треба да дозволе друштвима, да понуде својим акционарима неки од облика учествовања на скупштинама акционара електронским путем, без лимитирања и то: (1) преносом седнице скупштине у реалном времену; (2) двосмерним преносом седнице скупштине у реалном времену, којим се омогућава акционарима да присуствују седници са удаљене локације и (3) механизмом за гласање пре или после одржане скупштине, без потребе именована пуномоћника који ће бити физички присутан на седници.<sup>406</sup>

Афирмација гласања електронским путем је присутна и у САД-у, имајући у виду да је SEC у 2007.години усвојила одређене измене и допуне прописа о гласању електронским путем,<sup>407</sup> у правцу промовисања оваквог начина гласања.

Закон о привредним друштвима такође дозвољава могућност учешћа у раду скупштине и електронским путем, уз навођење поменуте три могућности,<sup>408</sup> с том разликом што су исте у Директиви о правима акционара дате *exempli causa*, док их је наш законодавац преузео као *numerus clausus* могућности за учешће у раду скупштине електронским путем.

### 5.7.2. Гласање професионалних пуномоћника

Сукоб интереса је питање које се у вези са гласањем, јавља на релацији институционалних и других професионалних инвеститора с једне стране и њихових професионалних пуномоћника (енг.*proxy advisors*).<sup>409</sup> Имајући у виду да су

---

<sup>406</sup> Директива о правима акционара, члан 8, (1, а-с)

<sup>407</sup> SEC Release No.34-57172: Electronic Shareholder Forums, преузето са, [forum.com/Reference/20080118\\_SEC-rules.pdf](http://forum.com/Reference/20080118_SEC-rules.pdf)

<sup>408</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 341, став 1, тачка 1-3.

<sup>409</sup> Директива о правима акционара члан 10, тачка 3, став 2, (i)-(iv). Имајући у виду да је бројност заступања од стране професионалних инвеститора у порасту, постоји потреба да се дефинишу и услови и процедуре под којима професионални инвеститор може заступати интересе акционара и/или своје интересе, уколико у



институционални и други професионални инвеститори често у улози мањинских акционара или блокхолдера у јавним акционарским друштвима, то сукоб интереса са консултантима може довести до умањења, некоришћења или злоупотребе права ове категорије мањинских акционара, што је од стране професионалне јавности и европских регулатора, уочено као потенцијални проблем.

Професионални пуномоћници представљају трећу страну између институционалних инвеститора и акционарских друштава. Својим саветима они креирају став институционалних и других професионалних инвеститора у вези са гласањем о корпоративним питањима, обезбеђујући им независна истраживања и препоруке за гласање. Сходно наведеном, у обавези су да поступају у најбољем интересу својих клијената и избегавају конфликт интереса.

Индустрија професионалних пуномоћника је последњих 25 година расла експоненцијално, због конвергенције тржишта капитала и регулаторног развоја, као и значајног повећања броја институционалних инвеститора и удела њиховог власништва у капиталу.<sup>410</sup> Имајући у виду да се у пракси показало да у наведеној индустрији нема довољно конкуренције, као и да поједини модели давања препорука нису довољно транспарентни, те могу довести до сукоба интереса, наведено питање је скренуло пажњу и европском регулатору ESMA. Спроведена је свеобухватна анализа уз консултације са свим интересним групама, у вези са улогом индустрије професионалних пуномоћника као пружалаца услуга институционалним инвеститорима у европским листираним компанијама. Закључке донете након спроведене процедуре, ESMA је формулисала у Финалном извештају са повратним информацијама о консултацијама у вези са улогом индустрије професионалних пуномоћника (*Final report and Feedback Statement on*

---

конкретном случају, постоји потенцијални сукоб интереса. Потенцијални сукоб интереса може настати у случају када је пуномоћник већински акционар у друштву или је то друштво које већински акционар контролише или је у питању члан административног, одбора директора или надзорног одбора у акционарском друштву или друштву већинског акционара или трећем друштву које контролише већински акционар или запослени или ревизор друштва или већинског акционара или компаније коју контролише већински акционар или пак пуномоћник има родбинских веза са физичким лицем које има одређених веза са већинским акционаром и наведеним лицима.

<sup>410</sup> Li, T. (2013). Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry. *ECGI Finance Working Paper*, 389, p.3.

*the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*, Финални извештај).<sup>411</sup> У Финалном извештају је истакнуто да не постоје јасни докази о проблемима на тржишту који су настали као последица евентуалног сукоба интереса професионалних пуномоћника и инвеститора и емитената, због чега се сматра да увођење обавезујућих мера није оправдано, при чему у области транспарентности и обелодањивања, има места за побољшања, кроз сачињавање кодекса управљања за професионалне пуномоћнике, чију полазну основу би чинили принципи које је поставила ESMA.

Финални извештај истиче да у вези са гласањем, професионални пуномоћници као и остали финансијски посредници, могу доћи у конфликт интереса, због чега треба да идентификују, обелодане и управљају конфликтима како би осигурали независност датог савета. *Прва* ситуација је када професионални пуномоћник пружа услуге заступања и инвеститору и емитенту (јавном акционарском друштву), а *друга* када је професионални пуномоћник у власништву институционалног инвеститора или листиране компаније којој пружа своје савете.

Иницијатива ESMA је резултирала формирањем групе сачињене од представника индустрије, која је усвојила Најбоље принципе за пружаоце услуга истраживања и анализе за гласање (*Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research&Analysis*), који су постали саставни део праксе потписница ових принципа на бази “*comply or explain*“ правила.<sup>412</sup> Ови принципи се могу систематизовати на следећи начин: (1) услуге које пружају саветници треба

---

<sup>411</sup> ESMA. (2013). ESMA Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry, преузето са <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf> дана 25.12.2016.године.

<sup>412</sup> BPPG. (2014). Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research&Analysis, developed by the Best Practice Principles Group under the Chairmanship of Dr. Zetsche, преузето са <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf> дана 25.12.2016.године. У марту 2012.године ESMA је објавила документ под називом ‘An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options’, тражећи додатне информације од учесника на тржишту. Након објављивања завршног документа под називом ‘ESMA Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry’ (“ESMA Final Report”), који је објављен 2013, ESMA је позвала учеснике да дају свој допринос путем саморегулативе. Ова иницијатива је довела до оснивања Best Practice Principles Group (“BPPG”) која је развила ове принципе, а чији су потписници, били у обавези да их даље примењују по принципу примени или објасни “comply-or-explain” <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>

да буду квалитетне; (2) конфликтом интереса је потребно управљати и (3) неопходно је да професионални инвеститори имају објављену политику комуницирања са издаваоцима, акционарима предлагачима (енг.*shareholders proponets*), другим интересним групама, медијима и јавношћу.<sup>413</sup>

Потреба за ограничењем утицаја професионалних пуномоћника и афирмацијом директног учествовања акционара у коришћењу својих права наступила је и у САД-у, после светске економске кризе. Регулаторна решења су пратила развој праксе и предлоге решења везано за професионалне пуномоћнике, нарочито у области (1) промене начина гласања при избору директора из кумулативног у већинско гласање; (2) захтевима из *Dodd-Frank* закона у вези са гласањем о накнадама директорима (“*say-on-pay*“ гласање); (3) укидања права брокера да гласају код избора директора (енг.*uncontested director election*) или о накнадама директорима.<sup>414</sup>

### 5.7.3. Посебна правила о гласању

Према ставу правне доктрине, регулисање питања већине за одлучивање на скупштини акционарског друштва у директној је вези и са питањем заштите права мањинских акционара. Питање које претходи разумевању већине за гласање, јесте постојање и утврђивање кворума за одржавање скупштине.

Системи корпоративног управљања се разликују по томе како уређују институт кворума. У англосаксонској пракси је напуштен концепт кворума и два

---

<sup>413</sup>*Ibid.* Спроведене анализе су показале да би било велике користи за тржиште капитала, када би професионални пуномоћници спроводили следеће активности: *Прво*, откривали и јавности и својим клијентима инвеститорима, методологију и природу извора специфичних информација које користе сачињавајући своје препоруке за гласање и како се њихове гласачке политике и смернице примењују у сачињавању препорука за гласање. *Друго*, професионални пуномоћници би требало да буду свесни локалног тржишта, правних и регулаторних услова којима је подвргнут емитент и обелодане да ли / како су ови услови, уз дужну пажњу, узети у обзир у савету професионалног пуномоћника. *Треће*, професионални пуномоћници би требало да информишу инвеститоре о својој комуникацији са емитентима, као и природи тог дијалога.

<sup>414</sup> Више о томе: Li, T., *op.cit.* p.3. У индустрији професионалних пуномоћника доминирају две компаније и то Institutional Shareholder Services, Inc (ISS) и Glass, Lewis&Co. (Glass Lewis).

акционара могу чинити кворум, док се у континенталном систему строже уређује питање кворума и нормативно обезбеђује заштита права мањинских акционара.<sup>415</sup>

Као што је претходно наведено, акционари могу гласати лично или преко пуномоћника, као и писаним и електронским путем, уколико је акционарско друштво обезбедило такву могућност својим акционарима. У том смислу, кворум се утврђује посебно за сваки начин гласања, од стране председника скупштине односно комисије за гласање.

Основни принцип, који се протежира у пракси континенталног и комунитарног права, јесте да акционари гласају у складу са принципом пропорционалности, односно сразмерно номиналној или рачуноводственој вредности акција, при чему свака обична акција даје право на један глас (*one share-one vote*).<sup>416</sup> Економска теорија и емпиријске студије су доказале да акционари који имају већа гласачка права од своје економске изложености, могу гласати неутемељено и ризично.<sup>417</sup> Сходно наведеном, треба поћи од претпоставке да ће акционари гласати оптимално у односу на инвестирани капитал.<sup>418</sup>

Принцип пропорционалности има бројне изузетке, који се могу сагледати кроз два супротна механизма. *Први* лимитира право гласа умањујући га, постављањем ограничења максималног броја гласова за појединачног акционара (у гласовима или процентима) које може користити при гласању, омогућавајући мањинским акционарима, да са мањим процентом гласова остваре већи утицај на гласање и управљање у друштву. Поред наведеног максималног, постоји и степенасто право гласа, када се право гласа лимитира одређеним бројем акција.<sup>419</sup> *Други* механизам увећава право гласа, односно омогућава одређеним акционарима

---

<sup>415</sup> Васиљевић М. (2006), *op.cit.*, стр.567-568.

<sup>416</sup> *Ibid.*

<sup>417</sup> Gilson, R. & Black, B. (1995). *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (2nd Ed.). New York, NY: Foundation Press, p.249.

<sup>418</sup> Ringe, W.G. (2016). *The Deconstruction of Equity: Activist Shareholders, Decoupled Risk and Corporate Governance*. Oxford, UK: Oxford Press, p.91.

<sup>419</sup> Васиљевић М. (2006), *op.cit.*, p.569.

да контролишу већи број гласова од њиховог реалног удела у правима,<sup>420</sup> односно власништву и управљачким правима.

Механизми којима се увећава право гласа које није у сразмери са власничким правима зову се „механизми за повећање контроле“ (енг.*control-enhancing mechanism, CEMs*).<sup>421</sup> Пракса и законодавство других држава показују и бројне друге изузетке од наведеног принципа „једна акција-један глас“. Овакви изузеци се најпре могу срести у случају када национално законодавство дозвољава постојање класа акција са различитим правом гласа, пирамидалну структуру, унакрсно власништво и др. Диспропорција између броја акција и права гласа сразмерно броју акција, представља уједно и диспропорцију између *cash flow-a* и ефективног права гласа на основу акција.<sup>422</sup> Према студији која је спроведена у 464 компаније у Европи од стране *Institutional Investor Services* у 2007.години,<sup>423</sup> утврђено је да компаније користе 13 механизма који представљају одступање од правила једна акција-један глас, од чега се најчешће примењује пирамидални механизам (27%) и различите класе акција (енг.*dual-class shares*) (24%).<sup>424</sup>

---

<sup>420</sup> Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, 12, 51-91, p.51, преузето са doi: 10.1093/rof/rfn003

<sup>421</sup> Ringe, W.G., *op.cit.*, p.75.

<sup>422</sup> Adams, R., & Ferreira, D., *op.cit.*, pp.54-55.

<sup>423</sup> *Ibid.*

<sup>424</sup> Више о томе European Commission. (2006). *Report on the Proportionality Principle in the European Union.*, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/study/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf) дана 26.12.2016.године. Правни оквир поред МПК наведених у Табели 6, препознаје још и одредбе о супервећини и ортаклуку лимитираном акцијама (енг.*partnership limited by shares*), као и узајамно власништво (енг.*cross-shareholdings*). Студија такође потврђује да су МПК механизми виђени као негативни од стране инвеститора који су учествовали у студији и то нарочито приоритетне акције, златне акције, лимитирање у гласачким правима, као и пирамидалне структуре.

Табела 6: Преглед механизма за повећање контроле у Европској унији<sup>425</sup>

Тип МРК	Државе највишим нивоом МРК	Државе најнижим нивоом МРК
Увећано право гласа	Шведска	Велика Британија
Преференцијалне акције	Велика Британија	Белгија, Француска
Пирамидалне структуре	Шведска	Велика Британија
Приоритетне акције	Холандија	Белгија, Француска, Велика Британија
Депозитарне потврде	Холандија	Белгија
Ограничење у максималном праву гласа	Шпанија	Белгија, Холандија
Ограничење у власништву	Грчка	Белгија, Шпанија
Златне акције	Италија	Белгија, Холандија
Уговори акционара	Италија	Немачка

Извор: *Report on the Proportionality Principle in the European Union (2006)*

Од одступања од правила „једна акција-један глас“, треба разликовати уговоре о гласању, којима се изузима право акционара који су закључили уговор да самостално и мимо уговорених инструкција гласају за одређене скупштинске одлуке. Оваквим уговорима се акционари унапред обавезују да гласају на одређени начин у вези са доношењем одређених одлука, без могућности накнадне промене ових одредаба. Упоредноправно, у англосаксонској пракси сматра се да су овакви уговори о гласању валидни, уколико су у складу са општим правилима уговорног права, док се у другим законодавствима или судској пракси (Француска, Данска) признаје ограничена или рестриктивна пуноважност уговора односно клаузула о гласању.<sup>426</sup> Повреда уговора о вршењу права гласа, односно гласање супротно уговорним одредбама, нема за последицу ништавост гласа нити се одлука која је на

<sup>425</sup> Belcredi, M., & Ferrarini, G. (Eds.). (2013). *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*. Cambridge: Cambridge University Press.

<sup>426</sup> Васиљевић, М. (2006), *op.cit*, стр.573.

тај начин изгласана може побијати по том основу, већ евентуално проузрукује право на накнаду штете.<sup>427</sup>

Домаћа регулатива признаје могућност акционарима да закључе уговор (уговор акционара, уговор у вези са друштвом) којим могу уредити начин гласања по одређеним или свим питањима, односно одлукама на скупштини друштва.<sup>428</sup> Уговор акционара има обавезну писану форму (*ad solemnitatem*) и производи дејство само између акционара који су га закључили (*inter partes*). У нашем праву је ништав уговор о гласању, којим се акционар или његов пуномоћник обавезује да ће гласати по предлозима или упутствима друштва или управе или којим се обавезује да ће користити право гласа на одређени начин или да неће гласати, у замену за погодности или друге услуге које му одобри друштво. Уводећи ништавост као санкцију, законодавац је покушао да заштити остале акционаре од механизма злоупотребе и принуде, које може применити управа друштва.

#### 5.7.4. Апсентизам и ангажовање акционара

Наднационална и национална регулатива, немају јасно решење проблема, који се дефинише као некоришћење права акционара да присуствују и гласају на скупштини. И поред дефинисања минималних стандарда за заштиту права акционара, апсентизам акционара је питање којим се бави правна теорија и пракса у покушају да наведену тенденцију смањи и мотивише акционаре да се ангажују у друштву (енг. *shareholders engagement*), ради реализације дугорочних циљева.

У новије време, а нарочито након последње светске економске кризе, у више главних јурисдикција везано за корпоративно управљање (САД, Велика Британија, Европска унија), повела се расправа на тему да ли је могуће и како, центар моћи померити са одбора директора ка акционарима.<sup>429</sup> Превагу је однео тренд који подржава јачање и укључивање акционара у разматрање појединих питања од

---

<sup>427</sup> *Ibid.*

<sup>428</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 15, став 3, тачка 3.

<sup>429</sup> Anabtawi, I. (2005). Some skepticism about increasing shareholder power. *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, 05(16), преузето са [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=783044](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=783044) дана 26.12.2016.године.

значаја за пословање друштва, почев од “say on pay“ принципа. У склопу наведеног тренда, на нивоу Европске уније Директива о правима акционара је поставила темеље у правцу реализације ангажовања акционара (енг.*shreholders engagement*), уклањајући препреке у вези са гласањем и уводећи додатне могућности којима се афирмише учествовање у гласању на скупштини. С друге стране, у САД-у је усвојен 2012.године *Dodd-Frank* закон,<sup>430</sup> који у светлу последње финансијске кризе, коригује однос акционара према директорима и њиховим накнадама, уводећи заокрет од модела корпоративног управљања који је фокус имао на одбору директора (управљачки, менаџерски тип корпоративног управљања), ка акционарски оријентисаном моделу.<sup>431</sup>

Емпиријску основу за формирање става о потреби већег ангажовања акционара, пружиле су спроведене студије о проценту учествовања у гласању на скупштинама акционара. Утврђено је да присуство акционара на скупштинама варира од 40% до 52%, као и да је акционарски активизам мањи у континенталном делу Европе,<sup>432</sup> због традиционално концентрисаног типа власништва. Такође је утврђено, да постојање доминантних акционара, „изазива апатију“ код мањинских

---

<sup>430</sup>*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Принципи корпоративног управљања који су имплементирани у Dodd-Frank Закону следећи: (1) принцип “say on pay” који захтева од акционара периодично изјашњавање о накнадама; (2) обавеза да комисија за накнаде треба да буде независна и има одређена надзорна овлашћења; (3) смернице регулатору тржишта капитала да захтева од компанија додатна извештавања о накнадама за директоре; (4) правила у вези са повраћајем исплаћених накнада директорима (енгл.*clawbacks*); (5) одредбе у вези са заступањем (*proxy statement*); (6) обавеза за компаније да обелодане уколико једна особа држи позицију CEO и председника одбора директора, као и разлоге због чега је то тако, односно није тако и (7) увођење изузетка од правила везано за мале издаваоце у вези са захтевом за ревизорском потврдом из члана 404(v) *Srbanes-Oxley Act*. Више о томе [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1698898](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1698898) дана 26.12.2016.године.

<sup>431</sup> Bruner, C. (2011). Corporate governance reform in a time of crisis. *Journal of Corporation Law*, 36 (2) 309, преузето са: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1617890](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1617890)

<sup>432</sup> Више о томе: OECD, Hewitt, P. (2011). *The Exercise of Shareholder Rights: Country Comparison of Turnout and Dissent*. OECD; Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2015). Shareholder engagement at European general meetings. Working paper. p.5, Студије су показале да је проценат присуства акционара на скупштини акционара у тржишно оријентисаном режиму корпоративног управљања, у Великој Британији и просечно 68%, у случају када се слободним акцијама (акције које не поседују менаџери, директори или контролни акционар) тргује у проценту између 40-52%, док у у режимима корпоративног управљања који су више оријентисани ка стејколдерима, у континенталној Европи акционари много мање учествују у раду скупштине, у просеку око 60% и то у појединим државама (Белгији, Данској, Норвешкој и Швајцарској) у проценту мањем од 50%, уз веома низак проценат слободног промета акцијама (*free float*) у појединим државама, на пример у Француској 17%, Немачкој 10%, а Италији само 4%. Више о томе [http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper\\_817.pdf](http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper_817.pdf) преузето дана 26.12.2016.године.



акционара, који сматрају да њихов глас неће имати много утицаја на доношење скупштинске одлуке.<sup>433</sup>

Апатија мањинских акционара с једне стране, недостатак знања, стратегије и ресурса ствара и “*free-ride*“ проблем пасивног понашања и гласања у складу са гласањем већих институционалних инвеститора, што не представља увек најбољу опцију за мањинске акционаре.

Поједине студије су показале да поред мерљиве, формалне активности акционара на скупштинама, постоји и неформална, која често претходи формалној. Институционални инвеститори, који су по дефиницији заинтересованији за управљање компанијом, често воде неформалне разговоре са одбором директора, при чему, само уколико исти не резултирају договором, долази до активирања других механизма, као што је стављање одређених питања на дневни ред у вези са преиспитивањем рада и сменом одбора директора. Активност акционара се огледа кроз предлагање одлука које се односе на смену одбора директора, а утврђено је да је највише таквих предлога резултирало сменом генералног директора (енг. *chief executive officer, CEO*), при чему је реакција тржишта била позитивна на такву врсту промена у управљању друштвом.<sup>434</sup>

## 5.8. Именовање и избор чланова одобра од стране мањинских акционара

Једно од иманентних права акционара, је право утицаја на избор чланова управе (одбора директора или надзорног одбора). Рефлексија овог права се манифестује кроз два аспекта, као право на номинацију кандидата и право на гласање за избор чланова одбора.

У праву Европске уније, правило да листиране компаније морају имати комисију за именовање је уведено кроз Препоруку о улози неизвршних или надзорних директора у листираним компанијама и комисијама (надзорног) одбора

---

<sup>433</sup> Zetsche, D., *op.cit.*

<sup>434</sup> Buchanan, B., & Netter, J., & Poulsen, A., & Tina, Y. (2012). Shareholder proposal rules and practice: Evidence from a comparison of the US and the UK. *American Business Law Journal*, 49(4), 739-803.

из 2005.године,<sup>435</sup> којом се државама чланицама препоручује да предузму одређене мере у вези са улогом неизвршних директора и комисија (надзорног одбора). Препоручено је наведене мере увести кроз принцип „примени или објасни“. У вези са формирањем комисија, поред комисије за накнаде и надзор, препоручује се формирање комисије за именовање.<sup>436</sup> Поред постојања независне комисије за именовање, при номинацији директора, потребно је водити и рачуна о равномерној родној заступљености, имајући у виду да акционари у пракси недостатак родне заступљености могу санкционисати.<sup>437</sup>

Према Закону о привредним друштвима, директоре именује скупштина, а предлог кандидата може дати директор, односно одбор директора, комисија за именовање, ако постоји, као и акционари који имају право на предлагање дневног реда седнице скупштине, односно акционари који имају најмање 5% основног капитала друштва односно најмање 5% акција у оквиру класе која има право да гласа или нижи проценат, ако је тако предвиђено статутом. У јавном акционарском друштву су овлашћени предлагачи искључиво комисија за именовање и акционар који има право на предлагање дневног реда.<sup>438</sup>

Основни начин за вршење утицаја на избор управе и самим тим на управљање у друштву јесте путем гласања, односно избором кандидата мањинских акционара у одбор друштва. Избор кандидата мањинских акционара може бити постигнут на више начина:

---

<sup>435</sup>European Commission: Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005/162/EC), преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32005H0162> дана 27.12.2016.године.

<sup>436</sup>Commission Recommendation (2005/162/EC), Article 5.

<sup>437</sup> Више о томе: European Commission. (2012a). Women on boards: Commission proposes 40% objective. Press Release IP/12/1205 (November 14); and “Questions and answers: Proposal on increasing gender equality in the boardrooms of listed companies” Press Release MEMO/12/860 (November 14). Brussels: European Commission. European Commission. 2012b. “Women in economic decision-making in the EU.” Progress Report. Brussels: European Commission. Приликом гласања о предложеним директорима у компанији Гленцоре Хтрата из Швајцарске и Велике Британије, на годишњој скупштини акционара одржаној маја 2014.године, 10% акционара није подржало именовање Тону Наувард-а за председника одбора, јер компанија није именovala ни једну жену као члана одбора директора, IFC/ECODa, *op.cit.* p.12.

<sup>438</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 384.

- 1) нормативно постављена обавеза да један или више чланова одбора буду представници мањинских акционара;
- 2) нормативно је дефинисано да друштво може предвидети аутономно (општим актом и/или статутом акционарског друштва) да један или више чланова буде представник мањинских акционара и
- 3) кумулативним гласањем.

У вези са кумулативним гласањем разликујемо обавезно и добровољно, у зависности од нормативног уређења овог питања.<sup>439</sup> Уколико је кумулативно гласање за директоре уређено као добровољно, односно остављено друштвима да одлуче да ли ће оптирати за ову могућност, ова могућност је најчешће искључена. Уколико је пак кумулативно гласање за одбор директора императивно постављено, у пракси постоји тенденција избегавања последица оваквог нормативног решења, кроз увођење „каскадних одбора“ у којима се трећина чланова мења годишње, или смањења броја чланова одбора, што отежава мањинским акционарима кумулацију гласова. Још један начин опструкције наведеног права мањинских акционара је измештање одлучивања из органа у којима се налазе представници мањинских акционара у неке друге органе или комисије.<sup>440</sup>

Тренд у регулисању института кумулативног гласања, се у пракси напушта, иако је на почетку био јако подржан, али се у појединим документима меког права (Г20/ОЕЦД Принципи) кумулативно гласање препознаје као механизам заштите мањинских акционара од злоупотребе већине. У већини законодавстава у Европи, дозвољена је могућност увођења кумулативног гласања, као што је то у Француској, Немачкој или Великој Британији, као и у Јапану и САД-у, с тим што примена овог правила изостаје у општим актима јавних акционарских друштава.<sup>441</sup>

---

<sup>439</sup> Editors, Law Review (1955). Cumulative Voting: Removal, Reduction and Classification of Corporate Boards, *University of Chicago Law Review*, 22 (3), Article 11, преузето са <http://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol22/iss3/11> дана 27.12.2016.године.

<sup>440</sup> *Ibid.*, pp.752-753.

<sup>441</sup> Kraakman, R., et. al. (2004), *op.cit.*, p.91.

Српско законодавство је проблем именовања директора у јавном акционарском друштву разрешило тако што је друштву дата могућност да предвиди статутом кумулативно гласање за кандидате за директоре.<sup>442</sup>

Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије у делу Додатни принципи и препоруке за јавна акционарска друштва, у принципу 34 препоручује да приликом избора и начина гласања за чланове одбора директора, односно надзорног одбора, друштво треба посебно да води рачуна о ограничењима кумулативног гласања, као и о томе да је директно гласање правило, а кумулативно гласање изузетак.<sup>443</sup>

## 5.9. Право на информисање

Потпуна имплементација обавезе информисања акционара, омогућава акционарима правовремено и адекватно стицање увида у све чињенице које су релевантне за доношење инвестиционе одлуке, изласка из инвестиције и/или гласања у вези са одлукама на скупштини акционара. Наведени приступ је препознат и у ОЕЦД Принципима из 2004.године, којима се потврђује да механизми корпоративног управљања треба да обезбеде правовремено и тачно обелодањивање важних чињеница у вези са компанијом, укључујући и финансијску ситуацију, резултате, власништво и управљање компанијом. На тај начин сваки акционар може ефективно спроводити своја права и активно надзирати и

---

<sup>442</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 394, став 4.

<sup>443</sup> Кодексом се препоручује да (1) ако се друштво определи за кумулативно гласање, одбор директора, односно надзорни одбор треба да састави упутство са објашњењем како се на оптималан начин користи право гласа, напоменом о праву акционара при гласању на овај начин, разлике у односу на директно гласање, као и основне негативне последице неоптималног коришћења права гласа и (2) ради заштите права гласа мањинских акционара по основу кумулативног гласања, друштво треба својим актима да онемогући лако укидање кумулативног гласања, као и смањивање броја чланова одбора директора (одредбама о кворуму или већини за одлучивање). Кодексом корпоративног управљања Београдске берзе, чланом 4 је дефинисано да процедура за избор чланова (управног) одбора треба да буде јасно прописана и транспарентна, при чему се мора водити рачуна о одговарајућем учешћу мањинских акционара. Прва препорука друштвима с тим у вези је да друштва избор чланова (управног) одбора врше применом модела кумулативног гласања, уз учешће мањинских акционара у сачињавању листе кандидата. Друга препорука се односи на давање могућности и утврђивање права акционара да изабере свог представника у (управном) одбору друштва, уколико самостално или удружено поседују одређени минимални проценат учешћа у укупним гласачким правима (на пример 5%, 10% или сл.). Кумулацијом наведене две препоруке, пружила би се могућност мањинским акционарима у јавним друштвима да у одбору буду заступљени са једним или више чланова.

управљати компанијом, односно својим улогом. Квалитет информисања је битан не само за акционаре у друштву, већ и за друге интересне групе и учеснике на тржишту (купце, добављаче, инвеститоре), који могу повећати, смањити или на други начин уредити пословне операције са друштвом, у зависности од обелодањених информација. Из перспективе инвеститора, искуствено и кроз бројне студије је доказано да „режим информисања и транспарентност у пословању има директан утицај на привлачење нових инвестиција, стабилност постојећих инвестиција, а тиме и утицај на привредни развој и привредну конкурентност“.<sup>444</sup>

Право на информисање у себи садржи индивидуално право акционара, као и колективно право свих акционара.

*Индивидуално право акционара* на информисање има два аспекта и то право на тражење информација (најпре кроз право на постављање питања) и право увида у пословне књиге и документацију.<sup>445</sup> Сходно наведеном, ово право акционара је ограничено обавезом заштите пословне тајне од стране друштва и забраном злоупотребе самог права од стране акционара, те даљим преношењем сазнате информације.

Српско законодавство је регулисало право акционара на приступ актима и документима друштва, уз претходну идентификацију акционара, назнаку сврхе ради које се тражи увид и податке о трећим лицима којима члан друштва који тражи увид намерава да саопшти тај документ, акт или податак, ако постоји таква намера.<sup>446</sup> На основу добијених података, друштво може ускратити приступ неким или свим траженим актима, уколико сматра да би акционар злоупотребио или отежао пословање друштва и нанео штету истом. Наведено право, обухвата у себи и обавезу акционара да у случају приступа одређеном податку или документу, исти не може објавити или саопштити трећим лицима супротно сврси ради које му је приступ омогућен.<sup>447</sup> Законодавац је на наведени начин покушао да заштити

---

<sup>444</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.108.

<sup>445</sup> *Ibid.*, стр.111.

<sup>446</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 81, став 1-3.

<sup>447</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 82, став 1-4.

пословање друштва од евентуалних злоупотреба од стране појединих акционара који поседују партикуларне и шпекулативне интересе или су пак акционари односно запослени у конкурентном друштву.

Индивидуално право на информисање акционара је регулаторно заштићено. Подносилац захтева по коме друштво није поступило у року од осам дана, може у наредном року од 30 дана тражити од надлежног суда у ванпарничном поступку, да наложи друштву да му омогући приступ актима или документима, у року од осам дана од дана пријема захтева.<sup>448</sup>

*Колективно право* на информисање се огледа кроз обавезе органа друштва да извештавају, како пре, за време и после скупштине, тако и континуирано у случају наступања битних догађаја, односно материјално важних догађаја за пословање друштва.

У вези са јавним акционарским друштвима, која представљају посредну тему истраживања у овом раду, уобичајен је концепт да се захтеви који се односе на информисање и обелодањивање регулишу прописима из области компанијског права и хартија од вредности, који су у високом степену усаглашени са стандардима у овој области и комунитарним правом.

Сходно наведеном, према компанијској регулативи, друштва су начелно у обавези да своје акционаре обавесте на скупштини акционара о пословању кроз годишњи извештај о пословању, који супституише финансијске извештаје, ревизорски извештај и друге битне информације за друштво.

Поред директног информисања о пословању, акционарско друштво је у обавези да скупштину обавести, кроз механизме тражења сагласности на послове са повезаним лицима или у случају располагања имовином веће вредности.

Информисање акционара о структури власништва је раније била једна од важнијих тема, међутим, имајући у виду развој електронског начина пословања, те

---

<sup>448</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 81, став 4-5.

следствено и установљивање регистара привредних друштава и хартија од вредности, наведено питање је делимично изгубило на значају, нарочито када постоји идентитет крајњег и регистрованог власник. С друге стране, због умножавања броја посредника и структуре инвестирања код институционалних инвеститора на међународном плану, често се дешава да су у националним регистрима регистровани именовани акционари (банке код којих се воде збирни рачуни), док су крајњи власници непознати.

Поред наведених чињеница, друштво је у обавези да објави информације о политици накнада за чланове одбора директора, као и информације о самим члановима одбора (референце, квалификације, чланство у одборима других компанија и др.), запосленима, политици корпоративног управљања и др.

Јавна акционарска друштва чије су хартије од вредности јавно котиране морају да извештавају своје акционаре и потенцијалне инвеститоре у вези са свим чињеницама и подацима који су прописани законом, као и другим догађајима, односно околностима, које могу да утичу на пословање тог друштва и на цену његових акција.<sup>449</sup>

*Прво*, јавно акционарско друштво је пре свега дужно да објављује финансијске податке. Јавно акционарско друштво је дужно да састави годишњи извештај, објави јавности и достави га Комисији за хартије од вредности, а регулисаном тржишту, односно МТП овај извештај доставља, само уколико су акције укључене у трговање, у року од четири месеца након завршетка сваке пословне године. Обвезници кварталног извештаја су јавна друштва чијим се хартијама од вредности тргује на листингу регулисаног тржишта, који се објављује најкасније 45 дана након завршетка сваког од прва три тромесечја текуће пословне године.

---

<sup>449</sup> Закон о тржишту капитала, члан 50-69. Наведена обавеза не важи само за домаћа правна лица издаваоце, већ и за јавна друштва стране издаваоце, чијим се хартијама од вредности тргује на одређеном сегменту тржишта, при чему је јавно друштво страни издавалац дужно да Комисији за хартије од вредности доставља и објави јавности све додатне информације које је обавезно да обелодани у складу са законима своје матичне државе или прописима своје матичне државе тржишта на коме су његове хартије од вредности укључене у трговање.

*Друго*, поред финансијских података, јавно акционарско друштво је дужно да објави и додатне информације о акцијама, међу које спадају информације у вези са правима из власничких хартија од вредности и промене у правима из хартија од вредности, укључујући и промене у условима које могу посредно утицати на промену у правима тих хартија од вредности, а нарочито промене у вези са условима задуживања и каматном стопом.<sup>450</sup>

*Треће*, јавно акционарско друштво је у обавези да објављује податке о променама у власништву када физичко или правно лице непосредно или посредно достигне, пређе или падне испод пет, 10, 15, 20, 25, 30, 50 и 75% права гласа у акционарском друштву чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту, односно МТП, након пријема тог обавештења од стране тог физичког или правног лица и то одмах, а најкасније у року од три радна дана од дана пријема обавештења.<sup>451</sup>

*Четврто*, јавно друштво је у обавези да пријави стицање сопствених акција које стиче директно или индиректно, као и број тако стечених акција у апсолутном и релативном износу, у најкраћем могућем року.<sup>452</sup>

*Пето*, законодавац је на модификован начин поновио обавезе из компанијског закона везано за једнак третман акционара исте класе, те обезбеђење

---

<sup>450</sup> Закон о тржишту капитала, члан 55, став 1-2.

<sup>451</sup> Закон о тржишту капитала, члан 57, став 3-4, члан 58. Наведене обавезе се односе и на физичко или правно лице када то лице стекне, отуђи, располаже или остварује право гласа у једном од следећих случајева или у комбинацији следећих случајева: (1) право гласа поседује трећа страна са којом је то физичко или правно лице закључило уговор који их обавезује да, заједничким остваривањем права гласа које поседују, усвоје дугорочну заједничку политику управљања тим јавним друштвом; (2) право гласа које је физичко или правно лице на основу уговора привремено и уз накнаду пренело на трећу страну ради остваривања тих права, уколико је такав посао у складу са законом; (3) право гласа које је пренето као средство обезбеђења физичком или правном лицу, када то лице контролише то право гласа и искаже своју намеру остваривања тих права и уколико је такав посао у складу са законом; (4) право гласа из акција за које је у корист физичког или правног лица успостављено право плодуживања; (5) право гласа које поседује или га може остварити, друштво које је контролисано од стране физичког или правног лица; (6) право гласа из акција депонованих код физичког или правног лица, а то право гласа лице може да остварује самостално, на начин како то лице само одреди и уколико нема посебних упутстава од акционара; (7) право гласа из акција које трећа страна држи у своје име, а за рачун физичког или правног лица и (8) право гласа које то лице може остваривати као пуномоћник самостално, на начин како то лице само одреди и уколико нема посебних упутстава од акционара.

<sup>452</sup> Закон о тржишту капитала, члан 63.



и доступност свих информација које су потребне акционарима да остваре своја права уз одговарајућу заштиту целовитости података.<sup>453</sup>

*Шесто*, јавно друштво је у обавези да без одлагања обавести јавност о инсајдерским информацијама које се односе на тог издаваоца, тако да не доведе јавност у заблуду.<sup>454</sup> Коришћење информација које нису јавно доступне сматра се коришћење инсајдерских информација.

Први пут се питање инсајдерских информација појавило у САД-у, 1909.године, у пресуди Врховног суда *Strong v. Repide*, када је утврђено да је директор компаније могао утицати на вредност акција компаније, држећи у тајности своје активности од инвеститора, док је сам продавао своје акције, што се може сматрати преварним поступањем, док је први пропис који је регулисао инсајдерско трговање амерички Закон о хартијама од вредности из 1933.године.<sup>455</sup> До 1980.године, инсајдерско трговање је било забрањено у Великој Британији, док је у Француској правни оквир који регулише ову област изграђен од 1930 до 1980.године.<sup>456</sup>

Комунитарно право је посветило дужну пажњу овој области и регулисало је инсајдерско трговање детаљно, прописима који регулишу тржиште капитала и манипулацију на тржишту. Уредбом о злоупотреби на тржишту и Директивом о злоупотреби на тржишту, уређују се на најшири начин питања унапређења заштите инвеститора, овлашћења националних регулатора, као и административне и кривичне санкције за починиоце.<sup>457</sup>

Инсајдерске информације у српском праву се дефинишу као информације о тачно одређеним чињеницама, које нису јавно објављене и односе се директно или индиректно на једног или више издавалаца финансијских инструмената

---

<sup>453</sup>Закон о тржишту капитала, члан 64.

<sup>454</sup>Закон о тржишту капитала, члан 79.

<sup>455</sup> Thompson, J. (2013). A Global Comparison of Insider Trading Regulations. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(1), p.2.

<sup>456</sup> *Ibid.*, pp.6-7.

<sup>457</sup> Директива и Уредба о злоупотреби на тржишту су истовремено усвојене и отпочеле са применом две године након усвајања од 03.07.2016.године, ради постизања максималног ефекта примене.

(акционарских друштава) или на један или више финансијских инструмената (акција), а које би да су јавно објављене, вероватно имале значајан утицај на цену тих финансијских инструмената (акција) или на цену изведених финансијских инструмената.<sup>458</sup> Изузетак од обавезе објављивања инсајдерске информације постоји у случају када би јавно акционарско друштво нарушило своје оправдане интересе.<sup>459</sup> Апстрактни појам оправданог интереса, ближе прописује Комисија за хартије од вредности,<sup>460</sup> дефинисањем конкретних околности које су дате *exempli causa*. Тако Комисија за хартије од вредности истиче да су такве околности везане за преговоре или елементе преговора који су у току, а посебно у вези са преговорима који омогућавају дугорочни финансијски опоравак јавног акционарског друштва и у вези са одлукама које је донео орган управљања издаваоца или уговорима које је склопио, а који требају одобрење неког другог органа издаваоца како би ступили на снагу.<sup>461</sup> С друге стране, Комисија за хартије од вредности дефинише и скуп чињеница и догађаја које треба узети у обзир приликом процене да ли се ради о инсајдерској информацији, а које се пре свега односе на догађаје и процесе у друштву, почев од промене лица која имају дужност (директори, ревизори и др.), производних процеса, до промена у вези са капиталом и стицања сопствених акција и др.

Јавно акционарско друштво је у обавези да саставља списак лица која могу бити у поседу или поседују инсајдерске информације и то најпре лица која код њих раде на основу уговора о раду или на неки други начин и која имају редовно или повремено приступ инсајдерским информацијама које се непосредно или посредно односе на то јавно друштво,<sup>462</sup> а у случају злоупотребе ових информација, предвиђене су санкције почев од административних мера до кривичних санкција.

---

<sup>458</sup> Закон о тржишту капитала, члан 2, став 1, тачка 46.

<sup>459</sup> Закон о тржишту капитала, члан 81, став 1-3.

<sup>460</sup> Закон о тржишту капитала, члан 81, став 4.

<sup>461</sup> Правилник о објављивању инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и о одређивању оправданих интереса издаваоца у сврху необјављивања, *Службени гласник РС*, бр. 89 од 25. новембра 2011, члан 4.

<sup>462</sup> Закон о тржишту капитала, члан 83.

## 6. ПОСЕБНЕ ДУЖНОСТИ ДИРЕКТОРА

Директори друштва су у обавези да се придржавају посебних дужности у друштву, имајући у виду да управљају имовином акционара, те се налазе у посебном положају из ког проистиче обавеза придржавања посебних дужности.

У правној теорији постоје два става о претежном интересу друштва, који су у вези са посебним дужностима директора. Први став је производ англосаксонског моноинтересног концепта, по коме је интерес привредног друштва, једини непосредни интерес који лица која имају дужност према друштву, морају да задовоље. С друге стране, континентално право заступа мултиинтересни концепт јер полази од става да одговорна лица морају да раде и у корист осталих интересних група (акционара, поверилаца, запослених и др.).

У англосаксонском праву се обавеза одређене категорије лице да ради у интересу друштва означава појмом „фидуцијара“ или „трастија“, док континентално право не познаје овај појам са истим значењем.<sup>463</sup> Британско право је прво увело појам фидуцијарне дужности и на почетку изједначило улогу директора и трастија, односно повереника који ради за туђ рачун, да би са развојем овог института дошло до раздвајања функције директора од трастија, уз задржавање концепта да и директор мора да ради савесно, у најбољем интересу компаније.<sup>464</sup> Наведени институт англосаксонског права је путем „правног транспланта“ преузет у континентално право у општем и посебном смислу. У општем смислу фидуцијарна дужност подразумева обавезу директора да ради у интересу друштва, док у посебном смислу ова дужност подразумева да у случају сукоба интереса директора са друштвом (директно или преко повезаних лица), постоји обавеза директора да поступи у најбољем интересу друштва.<sup>465</sup>

---

<sup>463</sup>Више о томе: Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.124-125. Континентално право познаје фидуцијарну својину, као средство обезбеђења, тзв. “привремену својину“. У римском праву фидуција (фидуција у значењу вера) је била најранији начин обезбеђења, који се заснивао на моралној, а не на правној санкцији, док се фидуцијарни пренос својине на некој ствари састојао у томе што се ствар давала привремено у својину за обезбеђење повраћаја дуга или испуњење неког услова, када се враћала власнику или по споразуму предавала другом лицу (наведено у фусноти 267 наведеног дела).

<sup>464</sup> Schmidt, D. (Ed.) (1999). Oxford: Joly p.154-170, у: *Ibid.*, стр.125

<sup>465</sup> Васиљевић, М. (2015), *op.cit.*, стр.125.

На основу новијих истраживања која су се бавила правним системима и регулативом дужности директора, уврђено је да је регулатива сама по себи и њено нормативно одређивање од секундарног значаја, док је став судске праксе тај који одређује конкретни домашај обавеза директора. Утврђено да кодификација обавеза директора, не утиче директно на степен заштите инвеститора с једне стране, али да нејасноћа у кодификацији, док се не дефинишу судски ставови у тој области, може захтевати време и постојање процедуралних правила који ће омогућити правичан приступ.<sup>466</sup>

Према српским прописима, посебне дужности према привредном друштву имају одређене категорије лица и то акционари који поседују значајно учешће у основном капиталу друштва или контролни акционар и директори, чланови надзорног одбора, заступници и прокуристи.<sup>467</sup> Законодавац је дефинисао и појам контроле као право или могућност једног лица да, самостално или са другим лицима која са њим заједнички делују, врши контролни утицај на пословање другог лица путем учешћа у основном капиталу, уговора или права на именовање већине директора, односно чланова надзорног одбора, док је контролни члан лице које самостално или са повезаним лицима поседује већинско учешће у основном капиталу друштва.<sup>468</sup>

Дужност наведених лица, обухвата дужност пажње, дужност пријављивања послова и радњи у којима постоји лични интерес, дужност избегавања сукоба интереса, дужност чувања пословне тајне и дужност поштовања забране конкуренције, што лицу које је оштећено, поред осталих мера, дају право на накнаду штете.

---

<sup>466</sup>European Commission. (2013). Study on Directors' Duties and Liabilities, p.44, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/board/2013-study-analysis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-analysis_en.pdf) дана 28.12.2016.године.

<sup>467</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 61. Лица која имају посебне дужности према друштву су ортаци и комплементари, чланови друштва са ограниченом одговорношћу који поседују значајно учешће у основном капиталу друштва или члан друштва са ограниченом одговорношћу који је контролни члан друштва, акционари који поседују значајно учешће у основном капиталу друштва или акционар који је контролни акционар друштва, директори, чланови надзорног одбора, заступници и прокуристи, ликвидациони управник, као и друга лица која су оснивачким актом или сатутом одређена као лица која имају посебне дужности према друштву.

<sup>468</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 61, став 5 и 6.

## 6.1. Дужност пажње

Једна од важнијих правних стратегија за решавање првог агенцијског проблема јесте правно уређење дужности пажње директора. Основни проблем је како обезбедити да директори и менаџери посвете довољно времена и пажње у управљању компанијом, поставити добар информациони и систем праћења, надzirати пословне операције, те обезбедити да поседују неопходне вештине и искуство, ради ефикасног обављања функција.<sup>469</sup> Међутим, иако је дужност пажње један од главних механизма за заштиту права мањинских акционара, у пракси је применљивост овог механизма под знаком питања. Наиме, овај правни стандард захтева да буде конкретно дефинисан у пракси, у грађанским и казним поступцима, али је пракса по овом правном основу скоро непостојећа у државама Европске уније. Главни разлици су (1) непрецизни правни оквир компанијског права, који може бити мањкав и извршење самим тим неефикасно; (2) или правни оквир процесног права, који може бити такав да мањинским акционарима не дозвољава подношење колективне тужбе; (3) или је правни оквир генерално рестриktиван и (4) или институционални и правни оквир упућују стране на решавање спора ван суда.<sup>470</sup>

Сагледано с нормативног аспекта, у државама чланицама Европске уније, постоје три правна система који су стандард дужности пажње формулисали на објективно-субјективни, објективни и умањени начин.<sup>471</sup>

*У првом типу* правног система се способност и дужност пажње процењује субјективно, са нижим нивоом постављених захтева који се пре свега односе на пажњу коју поседује добар привредник са знањем и искуством које се разумно

---

<sup>469</sup>Gerner-Beuerle, C., & Schuster, E. P. (2013). Mapping Directors' Duties: Strategies and Trends in the EU. у: Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (Eds.), *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, USA: Kluwer Law International. преузето са <https://ssrn.com/abstract=2249050> дана 28.12.2016.године.

<sup>470</sup> *Ibid.*

<sup>471</sup> *Ibid.*, pp.5-7. Студија показује да су државе са првим типом објективно-субјективних критеријума дужности пажње Хрватска, Француска, Италија, Литванија, Малта и Велика Британија, са трећим типом умањених критеријума, Кипар, Грчка, Ирска и Луксембург, док све остале државе припадају другом типу, почев од Аустрије, Белгије, Немачке, Данске, Холандије, Словеније, Шпаније, Мађарске и др.

може очекивати од особе у сличној ситуацији, при чему се процењују конкретне способности и искуства директора против кога је покренут поступак.

*Други тип* правних система полази од објективних стандарда, при чему се дефиниција непажње формулише према објективним стандардима, да би се пак, у судском поступку конкретни стандарди процењивали на основу способности туженог директора, што резултира приближавању прва два система, јер се на сличан начин процењују стандарди *in concreto*.

*Трећи тип* правних система примењује умањене стандарде који полазе од објективне формулације пажње и дужности коју директори треба да примене, уз одређене изузетке од правила, који воде до релаксирања објективних стандарда (уколико директор не поседује просечна знања или не ради са пуним радним временом).

Дужност пажње постоји према компанији, тако да друштво може тужити одређена лица за накнаду штете насталу повредом ове дужности. Уколико постоји дводомни систем, тужбу против надзорног одбора подноси одбор директора и *vice versa*.<sup>472</sup>

Српски законодавац је дефинисао да лица која имају дужност пажње према друштву, имају обавезу да извршавају своје послове савесно, са пажњом доброг привредника, и у разумном уверењу да делују у најбољем интересу друштва. Из наведене дефиниције се закључује да се дужност пажње састоји из три елемента и то савесности, стандарда поступања са пажњом доброг привредника и поступања у најбољем интересу друштва (мултиинтересно).

Законодавац је дефинисао појам „пажња доброг привредника“ као степен пажње са којом би поступало разумно пажљиво лице које би поседовало знање, вештине и искуство које би се основано могло очекивати за обављање те дужности у друштву, а уколико лице поседује одређена специфична знања, вештине или

---

<sup>472</sup> Wirth, G., Arnold, M., Morshäuser, R., & Greene, M. (2010). *Corporate Law in Germany* (2nd Ed). München: Verlag C.H. Beck, p.131.

искуство, поред тражених, иста ће бити узета у обзир приликом оцене степена пажње. Наведеној категорији лица је дата могућност да тражени стандард савесно поступања са пажњом доброг привредника у разумном уверењу деловања у најбољем интересу друштва, испуне тако што би своје поступање заснивали на информацијама и мишљењима лица стручних за одговарајућу област, за које разумно верују да су у том случају савесно поступала.<sup>473</sup>

Дужност пажње у српском законодавству регулисана је Законом о облигационим односима и то градацијски. Тако је први ниво тражене пажње, пажња која се у правном промету захтева у одговарајућој врсти облигационих односа (пажња доброг привредника и доброг домаћина), док је виши ниво пажње присутан када страна у облигационом односу извршава обавезе из своје професионалне делатности са повећаном пажњом, према правилима струке и обичајима (пажња доброг стручњака).<sup>474</sup>

Из наведеног се закључује да је Закон о привредним друштвима одредио два нивоа пажње и то пажњу доброг привредника, као основног стандарда, али је увео и виши степен пажње доброг стручњака, за лица која поседују специфична знања, вештине или искуство. Овакво поступање се чини релативно адекватним решењем с обзиром на непостојање дуге традиција корпоративног управљања и самим тим категорије професионалних директора, те следствено ни дефинисаних елемената апстрактног стандарда поступања уз дужност пажње. Трећа могућност за директоре који не поседују довољна знања из одређене области, јесте могућност ангажовања стручних лица за одговарајућу област, чиме би се компензовао недостатак конкретног знања на страни директора, али и умањила или чак амнестирао одговорност за одређено поступање које је обухваћено саветом или мишљењем стручњака.

У вези са доказивањем дужности пажње, домаћа правна јуриспруденција је исправно уочила дискрепанцу у односу на процесноправни институт доказивања.

---

<sup>473</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 63.

<sup>474</sup> Закон о облигационим односима *Службени лист СФРЈ* бр.29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр.31/93 и *Службени лист СЦГ* бр.1/2003), члан 18, став 1-2.

Наиме, законодавац је материјалноправном нормом утврдио да лице које докаже да је поступало у складу са наведеним стандардима пажње, није одговорно за штету која из таквог поступања настане за друштво. Оваква поставка није у складу са процесноправном претпоставком да тужилац (друштво, акционари, повериоци) доказује скривљено понашање туженог, чиме је извршено одступање од стандардног дефинисања *onus probandi*.<sup>475</sup>

## 6.2. Дужност лојалности привредном друштву

Дужност лојалности привредном друштву у најширем смислу се односи на управљање сукобом интереса између директора и компаније, док се у ужем смислу може раздвојити на четири различита аспекта. Тако разликујемо дужност пријављивања послова и радњи у којима постоји лични интерес (енг.*self-dealing*), дужност избегавања сукоба интереса, дужност чувања пословне тајне и дужност поштовања забране конкуренције.

У комунитарном праву постоји много мања кохерентност у регулисању дужности лојалности у друштву. Наиме, како дужност лојалности у суштини спада у фидуцијарну дужност, то се правила којима је регулисана агентура (енг.*agency*) примењују и на случај лојалности управе.<sup>476</sup> Ипак, у континенталним правним системима, дужност лојалности своје упориште има у уговору о мандату директора (не и ширег круга лица) и његовој конституисаној обавези према компанији, акционарима или повериоцима.<sup>477</sup>

У правној теорији и пракси, постоји више модела и приступа регулисању обавезе лојалности. Тако се правни системи могу поделити на оне који терет утврђивања злоупотреба од стране директора препуштају приватној страни

---

<sup>475</sup> Орлић, М. (2009). Есеј о кривици. *Правни живот*, 58(1-2), 179-198, стр.128.

<sup>476</sup> Gerner-Beuerle, C., & Schuster, E.P., *op.cit.*, p.11.

<sup>477</sup> Ellis, M. (1995). *Corporate and Commercial Fiduciary Duties*. Ontario, Canada: Carswell Thomson Professional Publishing, pp.15-16.



(акционарима, повериоцима), као и системи који обезбеђују да држава може санкционисати одређена незаконита поступања.<sup>478</sup>

*Први тип система* нормативно поставља институт дужности лојалности, на ниво оквирне законске регулативе компанијског права, која прописује обелодањивање таквих трансакција и тражење одобрења. У случају непоступања на наведени начин, овак оквир даје овлашћења заинтересованим лицима да поднесу тужбе против директора односно лица која нису поштовала дужност лојалности. Код захтевања претходног одобрења трансакције, разликују се *civil law* и *common law* системи, тако што се код првог тражи одобрење одбора, а код другог независних, односно директора одбора који немају конкретан интерес у трансакцији. *Други тип система* императивним и казним правним нормама регулише санкције за кршење дужности лојалности кроз прописивање прекршаја, новчаних казни, привредних престапа или кривичних санкција.

Имајући у виду важност контроле трансакција са повезаним лицима (енг. *related party transaction*), Европски форум за корпоративно управљање (*The European Corporate Governance Forum*, ECGF) је сачинио упутство везано за такав тип трансакција за листиране компаније, ради заштите свих акционара.<sup>479</sup> ECGF препоручује да се трансакције испод минималног цензуса (испод једног процента вредности имовине друштва) изузму из обавезе обелодањивања, али уколико таквих трансакција има више, тако да кумулативно досегну преко 5% у том случају их треба објавити и тражити одобрење одбора. Трансакције са повезаним лицима које су обима између 1% и 5% треба објавити у реалном времену (не накнадно), док све трансакције које прелазе износ од 5% треба да добију одобрење и скупштине акционара, тако да страна која је заинтересована буде искључена из гласања.

---

<sup>478</sup> Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.

<sup>479</sup> European Corporate Governance Forum. (2011). *op.cit.*

Овим путем истичемо да се у комунитарном праву нормативно одређује обавеза обелодањивања трансакција са повезаним лицима, пре свега у прописима којима се уређује финансијско извештавање.<sup>480</sup>

Српско законодавство регулише дужност лојалности као општу и посебну која се огледа у дужности пријављивања послова или радњи у којима постоји лични интерес, дужност избегавања сукоба интереса, дужност поштовања забране конкуренције и дужност чувања пословне тајне.

Законодавац је прописао обавезу обавештавања одређеног круга лица о постојању личног интереса или интереса са повезаним лицем у правном послу који друштво закључује односно правној радњи коју друштво предузима, ради добијања одобрења.<sup>481</sup> Ова врста обавештења представља део ширег спектра транспарентности и обавезе обавештавања и обухвата обавезу откривања свих материјалних чињеница повезаних са личним интересом тог лица или са њим повезаних лица. У компанијском праву је начелно прихваћена претпоставка да директори могу закључивати уговоре са другим компанијама чији су власници, директно или индиректно преко повезаних лица уколико би ти послови били закључени под истим условима као послови са независним трећим лицем.<sup>482</sup> Наведеним правним правилом је напуштен ранији став да су ови послови ништави, без обзира на то да ли су од користи за друштво или не, уколико је прибављено одобрење надлежног органа и обелодањене све релевантне материјалне чињенице.

---

<sup>480</sup> Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A126009> дана 10.01.2017.године; Directive 2006/43/EC.

<sup>481</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 65 став 3. Претпоставка постојања личног интереса у српском компанијском праву постоји у случају (1) закључивања правног посла између друштва и тог лица (или са њим повезаног лица) или (2) правне радње коју друштво предузима према том лицу (или према са њим повезаном лицу) или (3) закључивања правног посла између друштва и трећег лица, односно предузимања правне радње друштва према трећем лицу, ако је то треће лице са њим (или са њим повезаним лицем) у финансијском односу и ако се може очекивати да постојање тог односа утиче на његово поступање или (4) закључивања правног посла, односно предузимања правне радње друштва из које треће лице има економски интерес, ако је то треће лице са њим (или са њим повезаним лицем) у финансијском односу и ако се може очекивати да постојање тог односа утиче на његово поступање.

<sup>482</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.145.

Одобрење за правни посао или радњу у којој постоји лични интерес се тражи и добија, у случају акционарског друштва, ако постоји лични интерес директора, обичном већином гласова свих директора или чланова надзорног одбора који немају лични интерес. Међутим, уколико у одбору директора услед броја чланова одбора директора који немају лични интерес у предметном послу не постоји кворум за гласање, или ако се због једнаке поделе гласова чланова одбора директора, односно надзорног одбора одлука не може донети, предметни посао одобрава скупштина обичном већином гласова присутних акционара који немају лични интерес у том послу.<sup>483</sup> Законодавац је оставио могућност да се оснивачким актом, односно статутом одреди и другачија већина за давање ове врсте одобрења или предвидети да скупштина даје наведено одобрење.<sup>484</sup>

Дужност избегавања сукоба интереса, у себи обухвата елементе забране лицима која имају дужности према друштву, да у свом интересу или у интересу са њима повезаним лицима користе имовину друштва, информације до којих су дошли у том својству, а које иначе нису јавно доступне (енг. *inside information*), злоупотребе свој положај у друштву и користе могућности за закључење послова које се укажу друштву.<sup>485</sup> Уколико наведена лица добију претходно или накнадно одобрење, неће се сматрати да постоји повреда дужности избегавања сукоба интереса, осим у случају злоупотребе положаја у друштву, што не може ескулпирати од одговорности.<sup>486</sup>

У Великој Британији и САД послови из сукоба интереса, су били пуноважни и без одобрења надлежног органа, уколико се у случају спора докаже да је посао који је закључен фер за компанију,<sup>487</sup> док је у Француској овај правни посао

---

<sup>483</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 66, став 1, тачка 3 и став 2.

<sup>484</sup> Закон о привредним друштвима (2011), став 1 и 3.

<sup>485</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 69, став 1.

<sup>486</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 70.

<sup>487</sup> Millstein, I., Gregory, H., Altschuler, A., & Guglielmo, C. (2011). *Fiduciary Duties under U.S. Law. International Developments in Corporate Governance*, преузето са [https://www.nacdonline.org/files/PDF/Events/Fiducuiary%20Duties%20Under%20US%20Law\\_1354642384104\\_1.pdf](https://www.nacdonline.org/files/PDF/Events/Fiducuiary%20Duties%20Under%20US%20Law_1354642384104_1.pdf) дана 10.01.2017.године.

пуноважан ако је претходно дата сагласност управног одбора и обавештен интерни ревизор.<sup>488</sup>

Директори и остала лица која имају дужност пажње према друштву су често у могућности да лично искористе пословне шансе које се пружају самом друштву, што представља предмет изучавања доктрине корпоративних шанси (енг.*corporate opportunity doctrine*). Правни стандард корпоративне могућности се доказује у сваком конкретном случају, те је судска пракса дефинисала факторе на основу којих би се спровео правни тест на основу ког би се утврдило да ли и колики интерес у одређеном правном послу има корпорација. Врховни суд Делавера дефинисао факторе која треба претходно испитати да би се утврдило да ли правна могућност припада корпорацији. Тако се прво питање односи на то (1) да ли је одређена пословна могућност у складу са делатношћу корпорације и да ли би иста донела одређену практичну корист корпорацији; (2) да ли корпорација има интерес и реална очекивања у вези са могућношћу и (3) да ли корпорација поседује финансијски капацитет, односно способност да искористи пружену могућност. Уколико су ови услови испуњени, лице које има фидуцијарне обавезе, мора овакву могућност прво понудити корпорацији, па уколико корпорација исту одбије, онда може такву пословну могућност искористити за себе.<sup>489</sup>

У немачкој судској пракси се користи сличан тест утврђивања постојања пословне могућности друштва, при чему судови одбијају да праве разлику између ситуације када је директору или другом лицу које има фидуцијарне обавезе према друштву понуђено да у том својству, у односу на приватни капацитет, искористе предметну пословну шансу.<sup>490</sup>

Дужност чувања пословне тајне такође концептуално спада у један од аспеката дужности лојалности према друштву. Поред лица која имају дужност према друштву, у обавези да чувају пословну тајну су и остали запослени.

---

<sup>488</sup> Васиљевић, М., (2007), *op.cit.*, стр.146.

<sup>489</sup> Millstein, I., et al., *op.cit.*, p.16.

<sup>490</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.147.

Српски законодавац под пословног тајном пре свега подразумева интелектуалну својину једног друштва (процес, информацију и податак), чијим одавањем и доласком у посед трећег лица, би се нанела штета друштву или економска корист трећем лицу на основу експлоатације тог податка, који није познат нити је лако доступан.<sup>491</sup> У односу на ову обавезу, прописани су и изузеци у случају да је обавеза обелодањивања нормативно прописана, када је то неопходно ради обављања послова или заштите интереса друштва или је учињено надлежним органима или јавности искључиво у циљу указивања на постојање одређеног кажњивог дела.<sup>492</sup> Последице повреде дужности пословне тајне су накнада штете, искључење лица које је повредило ову дужност, ако је то лице члан друштва и раскид радног односа за то лице, ако је запослено у друштву.<sup>493</sup>

Дужност поштовања забране конкуренције представља још један аспект генералне обавезе дужности лојалности која у неким сегментима садржи и елементе других појединачних обавеза као што је обавезно избегавање сукоба интереса и одавање пословне тајне или коришћења инсајдерских информација за сопствене сврхе. Тако српски законодавац прописује да лица која имају дужност према друштву морају добити одобрење друштва, на начин који је био образложен у делу одобрења код сукоба интереса (већином чланова одбора директора или надзорног одбора или акционара скупштине који немају лични интерес) уколико (1) имају својство лица које има дужност према друштву у другом друштву које има исти или сличан предмет пословања (конкурентско друштво); (2) предузетник који има исти или сличан предмет пословања, (3) има својство запосленог у конкурентском друштву; (4) бити на други начин ангажован у конкурентском

---

<sup>491</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 73. Пословна тајна се према Закону о привредним друштвима дефинише као податак који је законом, другим прописом или актом друштва одређен као пословна тајна, иста може бити производни, технички, технолошки, финансијски или комерцијални податак, студија, резултат истраживања, као и документ, формула, цртеж, објекат, метод, поступак, обавештење или упутство интерног карактера и слично.

<sup>492</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 73.

<sup>493</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан, 74.

друштву и (5) члан је или оснивач у другом правном лицу које има исти или сличан предмет пословања.<sup>494</sup>

Као закључак истичемо да је српски законодавац посебне дужности директора и других лица, односно забрану кршења наведених дужности дефинисао у свему према стандардима у овој области у комунитарном праву, опредељујући се за решења *common law*, која више штите права мањинских акционара, те сходно томе, постављајући строжа правила лицима која су у позицији да наведене обавезе прекрше.

Претходна елаборација посебних дужности директора је у директној вези са заштитом права акционара и мањинских акционара, који у случају повреде дужности лојалности, могу подносити индивидуалне и деривативне тужбе уз право на накнаду штете и захтевање других специфичних мера за сваки појединачни случај.

---

<sup>494</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 75. Међутим, наведена обавеза добијања претходног одобрења може бити ограничена оснивачким актом и статутом друштва, тако што би се: (1) проширио круг лица на које се односи забрана, без дирања у стечена права; (2) продужио период трајања забране, тако да важи и после престанка својства лица које има дужност према друштву, али не дуже од две године и (3) дефинисао круг послова, начин и место њиховог обављања који не представљају повреду дужности поштовања забране конкуренције.

## ДЕО 3. ЗАШТИТА ПРАВА АКЦИОНАРА У ПОСТУПКУ ПРЕУЗИМАЊА

### 1. ТЕОРИЈСКЕ ПОСТАВКЕ ИНСТИТУТА ПРЕУЗИМАЊА

Теорије које се баве појединим сегментима у вези са преузимањем акционарских друштава су бројне, међутим ни економска и правна наука нису јединствене у приступу.

#### 1.1. Економске теорије

Неспорно је да аквизиције генеришу значајан добитак акционарима циљне компаније, јер су истраживања показала да се цена акције повећа за 20% при објави уговора о спајању и чак 30% у случају тендерских понуда у периоду давања изјаве о преузимању.<sup>495</sup> Иако до овог повећања вредности акција долази из психолошких разлога, економисти су узроке и мотиве преузимања различито објашњавали.

Теорије о преузимању се могу поделити на теорије које аргументују позитивне разлоге за преузимање (енг.*pro-takeover theories*), придајући велику пажњу тржишту корпоративне контроле и на теорије против преузимања (енг.*anti-takeover theories*), које истичу да менаџери форсирају своје личне интересе од којих тржиште не може заштити акционаре.<sup>496</sup>

Преузимања се теоријски могу објаснити разлогом максималног повећања ефикасности. *Теорија синергијског добитка* полази од тога да је вредност две удружене фирме већа него вредност сваке од њих понаособ, а увећана вредност се

---

<sup>495</sup> Romano, R. (1992). A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation. *Yale Journal of Regulation*, 9(119), преузето са [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1954/](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1954/)

<sup>496</sup> Lessing, J. (1997). *Corporate Takeovers: Law Reform and Theory – Is the Minority Shareholder being Disadvantaged?* p.6, преузето са <http://epublications.bond.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1134&context=blr> дана 10.01.2017.године.

може остварити преко оперативне ефикасности или преко финансијске синергије.<sup>497</sup>

*Теорија смањења агенцијских трошкова* полази од тога да се преузимањем решава први агенцијски проблем, тако да се заменом неефикасног менаџмента и ослобађањем *cash flow*-а, изједначавају интереси акционара и менаџера.<sup>498</sup>

Поред наведених теорија, постоје и *теорија максималне вредности експропријације* (енг. *value-maximizing expropriation*), која разлоге за преузимање објашњава кроз различите категорије интересних група и то пореских обвезника, власника обвезница, запослених и потрошача.<sup>499</sup>

Теорија тржишне моћи указује да се преузимањем може повећати тржишна моћ компаније и добити лидерска позиција, те ће на тај начин компанија више зарадити и експроприсати тржишну позицију, при чему ће добитак од продаје акција представљати трансфер добити са потрошача на акционаре.<sup>500</sup>

О теорији потцењености циљне компаније је било речи, те у овом случају преузималац акција користи неефикасност тржишта, јер вредност акција не представља и фундаменталну вредност компаније.<sup>501</sup>

Теорија ароганције менаџера (енг. "*hubris*" *hypothesis*) објашњава мотив преузимања компанија, тако што менаџери полазе од максимизирања вредности компанија, али греше вођени личним мотивима и прецењују циљну компанију,

---

<sup>497</sup>Weston, F., Chung, K., & Hoag, S. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. USA: Prentice Hall. pp.93-94, pp.191-192.

<sup>498</sup>Више о томе Manne, G. H. (1965). *Mergers and the Market for Corporate Control*. *The Journal of Political Economy*, 73(2), p.110; Kenneth J. M. & McConnell, J. (1991). *Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover*, 46 J. FIN. 671; Morek, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (2013). *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*. У: Auerbach, J. A. (2013). *Corporate Takeovers*. Chicago: University of Chicago Press; Jensen, M. (1988). *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*. У: Coffe, J., & Rose – Ackerman, S. (Eds.) *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>499</sup>Green, R., & Talmor, E. (1985). *The Structure and Incentive Effects of Corporate Tax Liabilities*, *Yale Journal of Regulation*, 9(1), 1102-03; Jensen, M. C., Stiglin, L., & Kaplan, S. (1991). *Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury*. У: *The Law of Mergers, Acquisitions, and Reorganizations*, Oesterle, A. D. (Eds). MN: West Publishing Company; Asquith, P. & Wizman, T. (1990). *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts*. *Journal of Financial Economics*, 27(1); Pontiff, J. & Shleifer, A. & Weisbach, M. (1990). *Reversions of Excess Pension Assets After Takeovers*. *RAND Journal of Economic*, 21(4).

<sup>500</sup> Romano, R., *op.cit.* p.142.

<sup>501</sup> *Ibid.*, p.143.



међутим, због ароганције не одустају од прескупе трансакције.<sup>502</sup> Трансфер добити се овде врши од акционара компаније која преузима, на акционаре циљне компаније.

## 1.2. Правне теорије

Регулатива права преузимања у англосаксонском и континенталном систему представља *per se* правна правила којима се штите права мањинских акционара.

На основу претходне анализе, утврдили смо да већински или контролни акционар обједињује право управљања и контроле, користи приватне бенефиције контроле (енг.*private benefits of control*) и за свој контролни пакет акција може добити додатну премију. Промена контроле у компанији зависи искључиво од воље контролног акционара, због чега он *in concreto* врши директан утицај и управља процесом преузимања, односно промене контроле. У „пријатељским“ преузимањима контролни акционар преговара са понуђачем, дефинишући услове продаје акција, док код евентуалних „непријатељских“ понуда, стицање власништва у проценту мањем од контролног, не утиче битно на управљање и контролу од стране доминантног акционара.

На основу наведеног, закључујемо да се право преузимања састоји од низа механизма и института заснованих на постулатима заштите права мањинских акционара.

Правом преузимања се најпре штити принцип једнакости између акционара у фази трајања понуде за преузимање, затим између акционара који прихватају и оних који не прихватају понуду, као и након аквизиције или трансфера контроле у компанији.<sup>503</sup> Законодавци могу имплементирати принцип једнакости у јурисдикције на више начина.<sup>504</sup> *Први начин* је да се уведе као обавезујуће правило да свим акционарима исте класе акција буде упућена иста понуда, или да

---

<sup>502</sup> Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.

<sup>503</sup> Davies, P. L. (2002) The notion of equality in European takeover regulation. у: Payne, J. (Eds.) *Takeovers in English and German Law*. Oxford: Hart Publishing. pp. 9-32.

<sup>504</sup> *Ibid.*, p.3.

акционарима различитих класа акција буде упућена упоредива понуда (на пример у случају обичних и преференцијалних акција), кроз обавезу да повећање цене акција у току понуде треба да се односи и на акционаре који су у ранијој фази прихватили понуду и могућност акционара да у случају конкурентске понуде, повуку пристанак. Други начин успостављања једнакости међу акционарима је када понуђач купује акције мимо понуде за преузимање, на тржишту капитала (берза). У том случају, понуђач ће бити дужан да евентуално вишу цену по којој је стекао акције на берзи, обавезно понуди и акционарима који су прихватили понуду. Трећи начин је успостављање једнакости за случај преузимања претежног или већинског пакета акција од стране трећег лица, када законодавна правила налажу да треће лице поднесе обавезну понуду, ради изједначавања положаја свих осталих, мањинских акционара са положајем акционара који је продао претежни или већински пакет акција (блокхолдер или већински акционар).

## 2. ПРАВНИ СИСТЕМИ ПРЕУЗИМАЊА

Регулатива преузимања се дефинише као корпус правила у складу са којим се активности у поступку преузимања морају спровести у склопу одређеног система.<sup>505</sup> Велика Британија и САД су два најразвијенија правна система када су у питању тржиште капитала и преузимања. Оба система имају дисперзовано власништво у листираним компанијама и пружају висок степен заштите мањинским акционарима, односно инвеститорима.

Ниво концентрације власништва, представља основну карактеристику овог правног система.<sup>506</sup> Због непостојања већинског власника, код компанија у овим системима су *cash flow* и управљачка права равноправно дистрибуирана међу акционарима, тако да ниједан акционар не може самостално управљати компанијом и експроприсати права за себе, а на штету осталих акционара. Такође, у дисперзованом систему власништва, *cash flow* права и право власништва су у

---

<sup>505</sup>Ventoruzzo, M. (2006). The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?. *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 06-07, p.6.

<sup>506</sup> Davies, P. (1992). The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States. у: Hoyt, K., & Wymeersch, E. (Eds). *European Takeovers: Law and Practice*. UK: Butterworths Tolley, pp. 209-210.

корелацији и повезани са правилом „једна акција-један глас“, што није случај у системима где је власништво концентрисано у рукама оног ко држи већински пакет акција у друштву.<sup>507</sup>

Англосаксонски правни системи препознају позитиван утицај непријатељских понуда за преузимање на корпоративно управљање. Без обзира на капиталне добитке које понуда за преузимање може да донесе, акционари су на добитку чак и када компанија у коју су инвестирали, никада не постане мета преузимања.<sup>508</sup> Ови системи су развили предузетничку културу која је спремна на ризик и која подржава преузимања као механизме корпоративне контроле.<sup>509</sup> Међутим и поред бројних сличности, ова два правна система су различито регулисала институт преузимања.

Поред британског и америчког система преузимања, препознатљив је и континентални систем, који се развијао у државама са концентрисаним власништвом. Међутим, имајући у виду да је већина држава Европске уније постигла висок степен унификације правних система у домену права преузимања, због усвајања релевантне регулативе, у наставку рада ћемо детаљно изнети карактеристике система комунитарног права преузимања, као компромисне синтезе настале од института *common law* и *civil law* јурisdикција.

У наставку је Табела 7 која приказује упоредноправни преглед система преузимање кроз структуру власништва, начина организовања одбране од преузимања и торијски оквир који прати сваки од система.

---

<sup>507</sup> Berndt, M. (2000). Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications For Reforms. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 303.

<sup>508</sup> Easterbrook, F., & Fischel, D. (1991), *op.cit.*, p.173.

<sup>509</sup> Davies, P., *op. cit.* fn. 13.

**Табела 7:** Упоредноправни преглед система преузимања

Акционарско-оријентисани модел (UK)	Компанијски-оријентисани модел (Континентална Европа)	Менаџерски-оријентисани модел (US)
● Дисперзовани акционари	● Блокхолдери	● Дисперзовани акционари
● Нема одбране од преузимања	● Блага одбрана од преузимања	● Јака одбрана од преузимања
● Агенцијска теорија (принципал/агент)	● Теорија компанијског интереса	● Фидуцијарне дужности

Извор: *The Takeover Bids Directive Assessment Report*<sup>510</sup>

## 2.1. Амерички систем преузимања

Амерички систем преузимања представља еклатантан пример либералног система, који за разлику од континенталног дозвољава потпуну слободу у деловању на страни понуђача и циљне компаније.<sup>511</sup>

Карактеристика овог система је дуализам федералног и државних правних режима, при чему су федералне ингеренције лимитиране. Уколико се пак одређена материја регулише на оба нивоа, не постоји супремација ниједног од та два нивоа, већ правни прописи коегзистирају.<sup>512</sup>

<sup>510</sup> Преузето из *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, p.34

<sup>511</sup> Magnuson, W. (2008). *Takeover regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*. Harvard, Harvard, p. 4, преузето са [http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=william\\_magnuson](http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=william_magnuson), дана 10.01.2017.године.

<sup>512</sup> Feinman, J. (2006). *Law 101: Everything You Need to Know about the American Legal System*. Oxford: Oxford University Press.

Нормативни правни оквир у САД-у, који се односи директно на преузимање, чине Закон о хартијама од вредности (1933), Закон о трговању хартијама од вредности (1934), Вилијамсов закон (1968) и Sarbanes-Oxley закон (*Sarbanes-Oxley Act*, 2002). Шири оквир преузимања у САД-у чине антимонополски закони<sup>513</sup>, *Dodd-Frank* закон (2010) који је настао као одговор на последњу светску економску кризу и други прописи од којих ћемо навести *Exon-Florio Amendment to the Defense Protection Act* (1950) којим је основан Комитет за стране инвестиције у САД-у. Наведени комитет је овлашћен да преиспита утицај СДИ, укључујући и спајања и преузимања, на националну безбедност.<sup>514</sup> Иако држава са прокламованим тржишним и либералним вредностима, у САД-у је поступак аквизиције лимитиран овлашћењем датим Председнику САД-а да забрани аквизицију америчке компаније од стране неамеричког инвестора (енг. *non-U.S. investor*) уколико постоји бојазан да би се на тај начин угрозила национална сигурност.<sup>515</sup>

Закон о хартијама од вредности је пропис који се бави регулисањем примарне емисије хартија од вредности. Овим законом се регулише обавеза пријављивања и достављања информација и документације SEC-у ради издавања емисија хартија од вредности и обезбеђења права на информисање инвеститора. У контексту понуда за преузимање, Закон о хартијама од вредности је релевантан јер се у складу са тим прописима морају пријавити SEC-у хартије од вредности (акције) којима ће се извршити исплата код понуде за преузимање.

С друге стране, Закон о трговању хартијама од вредности се бави секундарним трговањем хартијама од вредности и овим прописом је основан амерички регулатор тржишта хартија од вредности, SEC. Пропис је релевантан за преузимање, јер се њим прописује обавеза обавештавања о наступању одређеног

---

<sup>513</sup>Скуп антимонополских закона чине: *Sherman Act* (1890), *Clayton Act* (1914), *Celler-Kefauver Act* (1950), *Federal Trade Commission Act* (1914), *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act* (1976).

<sup>514</sup> DePamphilis, D. (2012), *op.cit.*, pp.53-54.

<sup>515</sup>Defence Production Act је усвојен 1950.године, а тзв. Exon-Florio амандман којим се даје овлашћење Председнику САД-а да стопира аквизицију је усвојен 1988.године.

догађаја међу које спада и аквизиција или располагање, имовином или капиталом веће вредности.

Основни механизам преузимања у америчком праву је тендерска понуда. Тендерска понуда је најнапреднији метод аквизиције контроле над ширим опсегом акција у компанији.<sup>516</sup> Ове понуде се подnose директно акционарима циљне компаније, нудећи откуп свих или одређени број акција, по утврђеној цени у одређеном року, са циљем да им довољан број акционара прихвати понуду, како би задобили контролу над циљном компанијом.<sup>517</sup> Имајући у виду да се тендерска понуда подноси директно акционарима, она уједно представља и најбоље средство да се заобиђу управа и менаџмент код непријатељског преузимања.

Вилијамсов закон представља основни закон којим се регулишу правила у вези са понудом за преузимање (енг. *tender offer*, тендерска понуда) на федералном нивоу и има за циљ заштиту акционара од понуда за преузимање које су неадекватне. Упркос бројним контроверзама, овај пропис није претрпео значајне промене од свог усвајања.<sup>518</sup>

Вилијамсов закон у делу 13 (Д) дефинише обавезу сваког стицаоца акција у проценту већем од 5% самостално или у садејству са повезаним лицима, да своје стицање пријави регулатору у року од 10 дана од дана стицања, што циљној компанији може да најави почетак преузимања. Део 14 (Д) истог прописа регулише јавне понуде и то обавезе стицаоца и циљне компаније. Стицалац је у обавези да обелодани своје намере, бизнис план и постојање евентуалних уговора између стицаоца и циљне компаније у документу који се зове изјава о преузимању (енг. *tender offer statement*). Обавезе циљног друштва се пре свега односе на препоруку акционарима у вези са понудом. Вилијамсов закон у делу 14 (Д) 4-7 регулише права акционара у вези са преузимањем која се односе на дужину трајања понуде од најмање 20 дана, обавезу стицаоца да прихвати акције свих акционара

---

<sup>516</sup> Kraakman, R., et.al. (2004), *op.cit.*, p.225.

<sup>517</sup> Bittlingmayer, G. (1985). The Market for Corporate Control (including Takeovers). У: *Encyclopedia for Law & Economics*, Boudewijn, B., & De Geest, G., & Elgar, E. (Eds). Ghent: University of Ghent. p.5.

<sup>518</sup> Forstinger, C. (2002). *Takeover Law in the EU and the USA: A Comparative Analysis*. London: Kluwer Law International. p.75.

које су депоноване у наведеном периоду, по принципу *pro-rata* до укупног броја акција за који је поднета понуда и обавезу омогућавања акционарима да повуку своје акције. Вилијамсов закон на крају пружа прави баланс између права акционара да се информишу о понуди и понуђачу, али и права одбора директора да буду информисани и на време припреме евентуалну одбрану у случају непријатељских понуда (енг.*hostile takeover*).<sup>519</sup>

САД систем не поставља минимални праг стицања акција, након кога је стичалац у обавези да објави понуду за преузимање, већ предвиђа постојање једнофазног и двофазног система аквизиција.<sup>520</sup>

У двофазном систему, закључује се уговор (енг.*merger agreement*) на основу ког се обезбеђује давање понуде за преузимање (енг.*tender offer*) од стране посебно основаног друштва (енг.*merger subsidiary*), у којој се нуди стицање свих акција циљног друштва, најчешће оноликог броја који је довољан да се изгласа друга фаза аквизиције самостално. Друга фаза аквизиције која се зове принудна продаја (енг.*squeeze-out merger*) се користи ради уклањања акција које нису стечене понудом за преузимање у првој фази, конвертујући их у право на исплату одређеног износа по акцији, који је плаћен у понуди за преузимање.

Код једнофазног система, не подноси се понуда за преузимање, већ се понуда усваја од стране акционара на скупштини циљног друштва. Уколико се усвоји понуда (енг.*merger*) све акције циљног друштва се конвертују у право потраживања новчаног износа по акцији. Овај тип аквизиције се примењује ради избегавања сложене процедуре пред SEC и прописане антимонополским законодавством, односно ради убрзавања добијања других одобрења.

Може се закључити да је регулатива у САД флексибилнија јер не прописује обавезну понуду за преузимање, иако се у пракси најчешће дешава да се свим акционарима да понуда за откуп акција по истој цени, као што је то и обавеза према

---

<sup>519</sup> Armour, J., & Skeel, D. (2007). Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation. *Georgetown Law Journal*, 1, 1728-1794, p. 1772.

<sup>520</sup> Clifford Chance. (2010). A Guide to Takeovers in the United States. Преузето са [http://www.cliffordchance.com/briefings/2011/01/us\\_takeover\\_guide.html](http://www.cliffordchance.com/briefings/2011/01/us_takeover_guide.html) дана 10.01.2017.године.

Директиви о преузимању. Друга карактеристика је да у САД-у циљна компанија и њена управа имају велику слободу у имплементирању одбрамбених мера у случају „непријатељског преузимања“.

Прописи у вези са преузимањем не регулишу детаљно процедуру преузимања, али судска пракса судова Делавера, представља релевантну допуну правног оквира.<sup>521</sup> Практика америчких судова такође показује генерални став компанијског права које у погледу искључивог права акционара да одлучују о понуди за преузимање, предност даје инволвирању менаџмента. Судови су стали на становиште да компанијом управљају директори под чијом је она контролом. Илустрацију тог става пружа одлука у поступку *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 184 (Del. 1985).<sup>522</sup> Овакво становиште је супротно становишту у Великој Британији која одбацује дискреционо право управе да одлучују у корист акционара када је понуда за преузимање у питању.<sup>523</sup>

Након успешно окончане тендерске понуде, нови власник фактичку контролу постиже сменом управе на скупштини акционара, или спајањем циљне компаније са својом компанијом.<sup>524</sup>

## 2.2. Британски систем преузимања

Британско право преузимања има најдужу историју у домену регулаторне праксе.<sup>525</sup> Право преузимања у Великој Британији је регулисано *City* кодексом за преузимања и спајања (*The City Code on Takeovers and Mergers, City* кодекс) и Компанијским законом (*Companies Act 2006*).<sup>526</sup> Независно тело које доноси и

---

<sup>521</sup> Magnuson, W., *op.cit.*

<sup>522</sup> Наведеном одлуком се стало на становиште да менаџери имају обавезу да максимизирају вредност акција коју акционари треба да добију када је њихова компанија стављена на продају, односно да мимо воље акционара предузму друге активности усмерене ка овом циљу.

<sup>523</sup> Armour, J. and Skeel, D., *op.cit.*, p.1734.

<sup>524</sup> Easterbrook, F. & Fischel, D. (1991), *op.cit.*, p.162.

<sup>525</sup> Више о томе Pennington, R. R. (1969). Takeover Bids in the UK. *American Journal of Comparative Law*, 17(2), p.159.

<sup>526</sup> The City Code on Takeovers and Mergers је донет 1985.године, од када је 11 пута измењен, последњи пут 2016.године. Више о томе The Panel on Takeovers and Mergers. (2016). *The City Code on Takeovers and Mergers*. USA: RR Donelley.



администрира *City* кодекс је Комисија за преузимања и спајања (*The Panel on Takeovers and Mergers*, Комисија), основана 1968.године. Комисија је овлашћена за надзор и регулисање поступка преузимања и других области које су регулисане *City* кодексом, при чему се правни основ овлашћења за поступање Комисије, налази у Компанијском закону.<sup>527</sup> Све до имплементирања Директиве о преузимању (*Directive on Takeover Bids* 2004/25/EC), 2007.године, правила *City* кодекса нису била обавезујућа. На основу Компанијског закона (члан 28), правна правила су добила обавезујућу правну снагу, а Комисија законска овлашћења да сачињава и примењује *City* кодекс.<sup>528</sup> Поред Комисије, у процес преузимања могу бити укључена и државна и регулаторна тела, као што је британски финансијски регулатор (*Prudential Regulation Authority*) који је надлежан за банке и издаваоце, тело које је задужено за финансијске посреднике и администрирање финансијских услуга и делова компанијске легислативе (*Financial Conduct Authority*), као и тело које је задужено за питања заштите конкуренције (*Competition and Markets Authority*).<sup>529</sup>

*City* кодекс се састоји из шест општих принципа, 38 правила и бројних напомена којима се тумаче правила. Општи принципи којима се руководи *City* кодекс могу бити сумирани на следећи начин: (1) сви акционари исте класе у циљној компанији морају бити једнако третирани, а након преузимања компаније, имаоци хартија од вредности морају бити заштићени; (2) акционари циљне компаније морају имати адекватне (потпуне, тачне и благовремене) информације да би могли донети исправну одлуку у вези са понудом; (3) управа компаније мора поступати у интересу компаније и не сме предузимати било какве активности које би осујетиле понуду без сагласности акционара; (4) понуђач, циљна компанија, као ни било која заинтересована компанија, не смеју креирати поремећај на тржишту, који би за последицу имао вештачко подизање или смањивање цене акција; (5)

---

<sup>527</sup> Компанијски закон, 2006 (УК), Поглавље 1 Дела 28.

<sup>528</sup> Поред преузимања, *City* кодексом се регулишу и трансакције спајања и трансакције које спроводе холдинг компаније (енг. *dual holding company transactions*).

<sup>529</sup> Slaughter and May (2016). *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*. UK: Slaughter and May.p.3. , преузето са <https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf> дана 10.01.2017.године.

понуђач сме објавити понуду само након обезбеђивања адекватне накнаде у новцу, уколико је понуђена или након обезбеђивања разумних мера да обезбеди другу врсте накнаде и (б) циљно друштво не сме бити блокирано у вођењу својих послова дуже него што је потребно због понуде за преузимање.<sup>530</sup>

Сходно наведеном, заштита права акционара је спроведена кроз дате принципе. Акционари имају на располагању одређене информације на основу којих треба да размотре понуду и најмање 21 дан да о њој одлуче. Поред наведеног, акционари имају право на једнаки третман и право на исту понуђену цену акције. Пре усвајања *City* кодекса постојала је пракса да понуђачи преговарају са акционарима који поседују веће пакете акција, нудећи им цену акција која је већа од тржишне.<sup>531</sup> Уводећи исту цену акције за све акционаре, која се ослања на историјски највишу цену за одређени период, анулира се могућност да блокхолдери добију премију за продају својих акција у периоду пре подношења понуде за преузимање.<sup>532</sup>

У британском праву постоје и делимичне или дводомне (енг. *two-tier*) понуде, које се могу давати за стицање власништва до 30%, након чега се активира обавеза подношења обавезне понуде за преузимање. Код делимичних понуда, може се преговарати директно са акционарима или куповати преко берзе. Специфичност код дводомних понуда се огледа у томе да понуђач врши притисак на акционаре, јер нуди исплату цене веће од тржишне уколико се понуда прихвати до одређеног датума. Када се преузме већински пакет акција, објављује се план спајања и исплате мањинских акционара по нижој цени по акцији, или по истој цени, али се исплата врши у дужничким хартијама.<sup>533</sup>

Британски *City* кодекс је имплементирао одредбе о обавезној понуди, која мора бити поднета уколико понуђач жели да стекне преко 30% или 30-50%.

---

<sup>530</sup> The Panel on Takeovers and Mergers. (2016), *op.cit.*

<sup>531</sup> Payne, J. (2010). Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholder Protection. *Oxford Legal Studies Research Paper*, 42/2010, p. 39, преузето са: <http://ssrn.com/abstract=1600592> дана 11.01.2017.године.

<sup>532</sup> Kenyon-Slade, S. (2004). *Mergers and Takeovers in the US and UK*. Oxford: Oxford University Press. p.623.

<sup>533</sup> Subramanian, G. (1998). A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill. *Delaware Journal of Corporation Law*, 23(2), 375 – 402.

Од понуде за преузимање, треба разликовати трансакције под називом „шеме“ (енг.*scheme*) које се дефинишу Компанијским законом.<sup>534</sup> Шеме представљају аранжмане између компаније и њених акционара и морају бити одобрене како од стране акционара циљне компаније, тако и од стране Високог суда (*High Court*).

Британско правосуђе је заузело став о немешању у предмете у вези са понудама за преузимање које су у току, одредивши се да саветодавно указује Комисији како да превазиђе грешке које су начињене у одређеном случају. Тако је Апелациони суд (*Court of Appeal*) у случају *Datafin* донео одлуку којом је стао на становиште, да када су правни односи дефинисани уговором, приватноправна природа односа ће наставити да постоји у случају преузимања и представљаће апсолутну препреку судском преиспитивању одређеног односа.<sup>535</sup>

### 2.3. Комуитарни систем преузимања

Комуитарни систем преузимања, обухвата државе континенталне провенијенције, као и Велику Британију, која припада англосаксонском правном систему. Имајући у виду да је Европска унија на нивоу права преузимања усвојила одређени број докумената, од којих је најважнија Директива о преузимању, која поставља минимум стандарда у наведеној области. Сходно наведеном, с правом се може закључити да је тренд регулације области преузимања у високом степену постигао конвергенцију у вези са најважнијим питањима и институтима права преузимања. Имајући у виду да је Србија политички и законодавно опредељена ка приступању Европској унији, следствено су одредбе комуитарног права преузимања трансплантиране у српско законодавство, те ћемо анализом истих допринети бољем разумевању института и доказивању постављених хипотеза.

---

<sup>534</sup> Шеме се дефинишу члановима 895-899 Компанијског закона.

<sup>535</sup> Апелациони суд на челу са судијом Sir John Donaldson MR у случају *R (Datafin plc) v. Panel on Take-overs and Mergers* (1986). QB 815, преузето са <https://webstroke.co.uk/law/cases/r-v-panel-on-take-overs-and-mergers-ex-p-datafin-1987>, је изнео принцип немешања у одлуке Комисије. Види више у: Anthony, G. (2002). *UK Public Law & European Law, The Dynamics of Legal Integration*. Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing, pp.38-39.

### 3. КОМУНИТАРНО ПРАВО ПРЕУЗИМАЊА

#### 3.1. Историјски преглед

Најзначајнији документ који регулише преузимање акционарских друштава у Европској унији је Директива о преузимању<sup>536</sup> која је усвојена са тенденцијом уједначавања законодавстава у различитим правним системима држава чланица и пружања веће заштите привредним друштвима и већинским и мањинским акционарима.

Посматрано историјски, идеја успостављања правног оквира и хармонизованог приступа праву преузимања у Европској унији је развијана почев од 1970.године, а сам процес усвајања регулаторног оквира се може поделити у више фаза.

*Прва фаза* је трајала у периоду 1970-1985.године, када је Европска комисија именовала британског професора Роберта Пенингтона да припреми први нацрт директиве о праву преузимања на нивоу Европске уније.<sup>537</sup> Извештај о понудама за преузимање је презентован Европској комисији 1974.године и израђен је под очигледним утицајем британске регулативе, будући најразвијеније у области преузимања.<sup>538</sup> Међутим, због недовољно развијеног тржишта преузимања корпоративне контроле, нерегулисаности или недовољне регулисаности института преузимања, као и ретких случајева преузимања компанија у пракси, с изузетком Велике Британије,<sup>539</sup> није постојала политичка воља за усвајањем регулативе на нивоу Европске уније у области права преузимања.

---

<sup>536</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0025> дана 11.01.2017.године – Директива о преузимању.

<sup>537</sup> Mukwiri, J. (2009), *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective*. London and New York: Routledge-Cavendish, pp.8-9.

<sup>538</sup> European Commission. (1984). *Report on Takeover Offers and Other Offers, Document XI/56/74*. преузето са <http://aei.pitt.edu/33743/> дана 11.01.2017.године.

<sup>539</sup> Desper, I. (1991). Amended EC Proposal for a 13th Council Directive on Company Law concerning Takeover and other General Bids. *International Business Lawyer*, 483-484.

*Наредна фаза* је започета усвајањем Беле књиге о заокруживању интерног тржишта (*White Paper on Completing the Internal Market*) у којој су дате препоруке у вези са кретањем капитала, инвестицијама и креирањем адекватних услова за индустријску сарадњу, те правног оквира који би олакшао сарадњу међу компанијама. Наведени документ препознаје потребу за дефинисањем процедура у области јавне понуде за куповину акција, због постојања непомирљивих разлика у регулисању овог института у различитим државама.<sup>540</sup> Предложено је да се предлог такве регулативе сачини 1987.године, а све неопходне одлуке усвоје до 1989.године.<sup>541</sup> У вези са наведеним предлогом, Европска комисија је поднела први предлог директиве 1989.године, а затим измењени предлог 1990.године, који је на основу мишљења релевантних комитета, на детаљан начин покушао да уреди велики број питања из области права преузимања, без превеликог успеха, имајући у виду да се ни Велика Британија ни Немачка, као државе са дијаметрално различитим начином уређења права преузимања, са наведеним предлогом нису сложиле.<sup>542</sup> Наиме, Великој Британији није одговарало да се право преузимања регулише законом, у смислу обавезујућих правила, а имајући у виду да наведени институт „није продукт легислативе већ саморегулативе“, док је за Немачку била неприхватљива обавезна понуда за преузимање и ограничење одбрамбених мера управе циљног друштва.<sup>543</sup>

Предлог Тринаесте директиве компанијског права о јавним понудама за преузимање је Европска комисија поднела 1996.године Савету министара и Европском парламенту, а исти се за разлику од претходног предлога, који је екстензивно обрађивао институт понуде за преузимање и повезане активности, разликовао, јер је представљао само оквирну директиву, која садржи основна начела која би државе чланице требало да инкорпоришу у своје националне законе,

---

<sup>540</sup> COM (1985). *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council*, преузето са [http://europa.eu/documents/comm/white\\_papers/pdf/com1985\\_0310\\_f\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf) дана 11.01.2017.године, pp.34-38.

<sup>541</sup> *Ibid.*, p.35.

<sup>542</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т. (2012), *op.cit.*, стр.220-221.

<sup>543</sup> *Ibid.*, стр.221.

уз поштовања своје правне традиције и правног система.<sup>544</sup> Овај предлог директиве се односи на компаније које су котиране на једној или више берзи у оквиру Европске уније и утврђује минимум захтева у вези са понудом. Између осталог, предлог је обрађивао и тему заштите права мањинских акционара. Постављен је захтев државама чланицама да у случају аквизиције или промене контроле у листираним (котираним) компанијама, имплементирају у национална законодавства правила којима ће се гарантовати заштита права мањинских акционара. Једна од највећих промена у односу на претходни предлог директиве је увођење могућности заштите права мањинских акционара и на друге начине, осим путем обавезне понуде. Друга средства заштите мањинских акционара, која су набројана *exempli causa* јесу да се у случају аквизиције холдинга или групе компанија, акционарима пружа могућност периодичних исплата или право на повлачење из зависног друштва уз исплату накнаде, давање могућности акционарима у зависним компанијама да поднесу захтев за накнаду штете против чланова одбора матичне компаније и др. Државе су могле да оптирају да ли ће прихватити обавезну понуду, као и све друге одредбе у вези са имплементацијом обавезне понуде.<sup>545</sup> Међутим и овај предлог директиве је изазвао велике полемике, што се огледало кроз идентификовање три основна проблема од стране Парламента и то: (1) недостатак хармонизације у односу на дефиницију „правичне цене“ коју треба платити у случају упућивања обавезне понуде; (2) увођење принципа да акционари морају одлучивати о мерама одбране након објављивања понуде (принцип „неутралности управе“) и (3) одсуство мера које имају за циљ заштиту запослених у случају понуде за преузимање. Поред идентификованих проблема, Парламент је предложио да се у текст директиве унесе хармонизована процедура за

---

<sup>544</sup> *Ibid.*, стр.222. Више о томе: COM (1995). Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids, преузето са [http://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/1995\\_341](http://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/1995_341) дана 11.01.2017.године.

<sup>545</sup> *Ibid.*, pp.3-5.

принудни откуп акција (енг.*squeeze-out*).<sup>546</sup> После сложеног процеса преговарања, предлог директиве из 1996.године није усвојен у Парламенту 2001.године.

Акционим планом финансијских услуга<sup>547</sup> усвајање минимума заједничких правила у вези са понудом за преузимање било је предвиђено до 2005.године. Како су државе чланице у претходним итерацијама већ изнеле своје предлоге и примедбе, то је Европска комисија одлучила да одмах настави са процесом усаглашавања текста предлога. Формирана је Висока група експерата компанијског права (*High Level Group of Company Law Experts*, Висока група експерата).

Висока група експерата је 2002.године израдила Извештај о понудама за преузимање.<sup>548</sup> Овај Извештај о понудама за преузимање је подељен на три главе, у складу са питањима која су Високој групи експерата поверена у оквиру мандата. У оквиру првог поглавља под називом Потреба стварања минималног скупа услова у вези са понудама за преузимање, разматрана су два главна питања:

- 1) *Принцип акционарског одлучивања* - акционари треба да донесу одлуку у вези са прихватањем понуде за преузимање, док је управа у обавези да се суздржи од било каквих радњи којима би се спречило или отежало преузимање („неутралност управе“) и
- 2) *Принцип пропорционалности између капитала и контроле* – само акционари који имају право да учествују у расподели добити друштва или ликвидационог вишка треба да имају право гласа. Да би се ово право остварило и после успешно спроведеног преузимања, на првој наредној скупштини, треба омогућити овим акционарима да гласањем уклоне све евентуално предузете мере одбране (поједине одредбе статута, увећано право гласа, лимитирано право гласа и др.), што би се постигло кроз тзв.

---

<sup>546</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids, p.15, преузето са [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) дана 11.01.2017.године.

<sup>547</sup> COM (1999). Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets – Action plan, Communication of the Commission, p.232, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A124210> дана 11.01.2017.године.

<sup>548</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids, *op.cit.*

„право пробијања“ (*brake through*). Увођење права пробијања не представља могућност да се принудно откупе акције мањинских акционара и на тај начин експропришу њихова права, већ да се отклоне евентуална одступања од принципа пропорционалности између капитала и контроле након успешно спроведене понуде за преузимање.<sup>549</sup>

- 3) Оправдање принудног откупа и права на продају и потреба за хармонизацијом<sup>550</sup> детаљно образлаже потребу успостављања ових института на нивоу комунитарног права, о чему ће у даљем излагању бити више речи.

У вези са принудним откупом акција, у Извештају о понудама за преузимање су дати разлози који оправдавају увођење овог института.

*Прву групу разлога* представља повећање врсте и висине опортуних трошкова и ризика за већинског власника и то: (1) немогућност већинског власника да због мањинских акционара интегрише у целости циљну компанију у групу друштава и управља у односу на пословне активности, употребу имовине, организацију и финансије и тако максимизира корист од преузимања; (2) већински власник је изложен директним трошковима сазивања скупштине акционара због учествовања мањинских акционара кроз објављивање позива, обавезе извештавања, организације места одржавања скупштине акционара, као и коришћења права акционара да сазову скупштину, траже информације, туже компанију или директоре и др. и (3) већински власник је изложен ризику злоупотребе права од стране мањинских акционара у правцу изазивања додатних трошкова и приморавања да се повинује њиховим жељама или кроз опструкције у вези са питањима значајним за развој компаније.

*Други разлог* који иде у прилог увођењу права на принудни откуп је чињеница су понуђачи мање мотивисани да поднесу понуду за преузимање,

---

<sup>549</sup> *Ibid.*, p.37.

<sup>550</sup> *Ibid.*, pp.60-68.



уколико би након подношења били изложени ризицима и трошковима у вези са останком мањинских акционара.

*Трећи разлог* се односи на процедуру делистирања. Наиме, процедура делистирања производи обавезу да се поднесе понуда за откуп преосталих мањинских акција. Међутим, таква понуда није ефикасна у случају када је већински власник управо поднео понуду на коју му нису одговорили мањински акционари, тако да ни делистирање неће гарантовати откуп акција од тих акционара, што поново чини процедуру принудног откупа акција много ефикаснијом.

Веома важно питање које се поставља у домену принудног откупа јесте заштита приватне својине и стечених права. Наиме, право мањинских акционара који поседују акције у циљној компанији је стечено право и представља право својине, које је уставом заштићено у већини држава. У том смислу право својине на међународном нивоу штити и Европска конвенција о људским правима. Из наведеног разлога се поставља питање оправданости принудног откупа акција од стране мањинских акционара, који се одвија без сагласности, или чак супротно вољи мањинских акционара, а на наведено питање се добија једногласан одговор да се овај институт, у супротности са генералним принципом заштите приватне својине, мора користити изузетно, уколико је у јавном интересу и ако је обезбеђена адекватна накнада.<sup>551</sup>

Увођења и прихватања института права на продају (енг.*sell-out*) Висока група експерата је оправдала следећим разлозима.<sup>552</sup>

*Први разлог* је чињеница да након успешно спроведене понуде за преузимање, може доћи до ситуације да већински власник отпочне са злоупотребом права већине, мењајући политику дивиденде, уласком у трансакције са повезаним лицима, усклађивањем циљева компаније са групом компанија које контролишу већинског власника и др. Уколико мањински акционар не поседује одређени праг

---

<sup>551</sup> *Ibid.*, p.61.

<sup>552</sup> *Ibid.*, p.62.

акција, он неће бити у могућности да поднесе одговарајућу тужбу због злоупотребе права од стране већинског власника.

*Други разлог* за увођење института права на продају је у вези са чињеницом да акције једног друштва након спроведеног поступка преузимања и стицања већинског пакета акција, често постају неликвидне јер за њима не постоји тражња на тржишту, што утиче на немогућност мањинског акционара да прода те акције адекватној цени.

*Трећи разлог* за увођење је чињеница да акционари имају право да одустану од продаје акција, у зависности од резултата понуде за преузимање. Уколико понуда буде успешно спроведена и понуђач стекне већински пакет акција, акционарима треба пружити могућност да накнадно, после окончања понуде, продају своје акције по цени из понуде.

*Четврти разлог* који оправдава увођење института права на продају јесте чињеница да наведени институт представља противтежу принудном откупу. Уколико се већинском власнику даје право да стицањем одређеног прага акција (најчешће 90-95%) откупи акције од преосталих акционара, онда треба и мањинским акционарима пружити могућност да уколико имају мање од 10% акција „изађу“ (енг. *exit*) из компаније у којој не могу да врше или заштите своја права.

Поред наведена два института принудног откупа и права на продају, у Извештају о понудама за преузимање су анализирана питања неутралности управе и право пробијања. Наиме, принцип неутралности управе је био и раније камен спотицања између британског и немачког права преузимања, тако да је препорука Високе групе експерата да се принцип неутралности управе факултативно примењује, била добро решење усмерено ка помирењу ових супротних ставова. Право пробијања изазвало је доста полемике у стручним круговима, јер је представљало потпуну новину у комунитарном праву преузимања.

Извештај о понудама за преузимање је на свеобухватан начин узео у обзир претходне примедбе и ставове држава чланица Европске уније и надлежних органа,

као и предлоге нових решења која су представљала праву меру баланса између супротстављених ставова појединих држава. На основу тога, Европска комисија је сачинила трећи предлог 2002.године, који је резултирао усвајањем Директиве о преузимању, 2004. године од стране Европског парламента и Савета министара.

### 3.2. Основни институти Директиве о преузимању

Директива о преузимању представља резултат компромиса држава чланица<sup>553</sup> и садржи минимум смерница и принципа. Према Извештају Комисије Европског парламента, Савета, Европског економског и социјалног комитета и Комитета региона<sup>554</sup> најважнији принципи који постоје у Директиви о преузимању су (1) једнак третман акционара; (2) заштита мањинских акционара у случају промене контроле; (3) забрана манипулације и злоупотреба на тржишту, и (4) обезбеђивање довољно времена и информација акционарима за доношење одлуке у вези са понудом за преузимање.

Директива о преузимању не обухвата сва питања релевантна за преузимање акционарских друштава, већ се бави значајним питањима и поставља стандарде за државе чланице Европске уније.

У преамбули Директиве о преузимању дати су основни разлози доношења и регулисања материје преузимања. Утврђено је, између осталог, да се Директива о преузимању примењује на друштва која су уређена правом држава чланица и чијим се хартијама од вредности тргује на регулисаном тржишту државе чланице. На основу овакве поставке, примена Директиве о преузимању се везује за *lex societatis*, који се не регулише јединствено на територији Европске уније, будући да неке државе примењују теорију инкорпорације, а друге стварног седишта приликом

---

<sup>553</sup>Clerc, C., Demarigny, F., & Valiante, D. (2012). *Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*. Brussels and Paris: Marccus Partners and Centre for European Policy Studies, p.118. Први нацрт Директиве о преузимању је одбачен 2001.године, да би нови концепт настао на основу необавезности и оптирања држава чланица да прихвате кроз своја национална законодавства институте као што су неутралност управе и право пробијања.

<sup>554</sup>COM (2012). Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on implementing the macro – regional strategies, *op.cit.*, pp.1-2.

одређивања подручја примене. Посебно је истакнута неопходност предузимања одговарајућих корака од стране држава чланица ради заштите власника хартија од вредности, нарочито мањинских акционара, након стицања контроле над циљним друштвом. Препоручује се да се заштита оствари на начин који ће обезбедити преосталим акционарима откуп акција по правичној цени, уз подношење понуде за преузимање. Државама чланицама се оставља могућност да права мањинских акционара заштите и на друге начине на пример кроз институт делимичне понуде у случају када понуђач не стекне контролу над компанијом или кроз дефинисање обавезе да се објави понуда истовремено са стицањем контроле у друштву.

Принципи из Директиве о преузимању и поред назива, немају исти статус као и општи принципи, односно општа начела права Европске уније, већ исти представљају искључиво смернице за имплементацију Директиве о преузимању, због чега их треба тумачити крајње рестриктивно.<sup>555</sup> Иако Директива о преузимању у преамбули у рециталу 8 помиње примену општих принципа комунитарног права, неће се сматрати да су наведени принципи такве правне снаге да се могу екстензивно тумачити, већ ће се у сваком конкретном случају утврдити постојање општег принципа комунитарног права.

Структура Директиве о преузимању је таква да на самом почетку дефинише основне појмове у вези са преузимањем друштва и то понуду за преузимање, циљно друштво, појам понуђача и повезана лица, предмет понуде, стране у понуди и хартије од вредности са вишеструким правом гласа.<sup>556</sup>

---

<sup>555</sup> Audiolux SA and Others. v. Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) and Others and Bertelsmann AG and Others (2009). C-101/08. преузето са <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=en&num=C-101/08> дана 17.02.2017.године. У наведеној пресуди која је донета у поступку који је покренут због тога што је друштво Groupe Bruxelles Lambert (GBL), већински акционар у RTL Group, отвореном акционарском друштву, закључио уговор са другом компанијом Bertelsmann, којој је GBL пренео 30% акција у RTL Grupi за 25% акција у власништву Bertelsmann-a. Мањински акционари су поднели тужбу у којој су се, између осталог позивали на принцип једнаког третмана акционара, на основу кога је требало и њима да буде понуђена замена односно пренос акција из RTL-a за акције у Bertelsmann-u. Европски суд правде је пресудио да комунитарно право не садржи било какав принцип на основу кога заштита мањинских акционара проузрокује обавезу већинском акционару да им откупи акције под истим условима који су договорени када је стечено власништво доминатног акционара.

<sup>556</sup> Директива о преузимању, члан 2 (1) (а-г).

Понуда за преузимање или понуда, се дефинише као јавна понуда коју понудилац упућује имаоцима хартија од вредности са правом гласа, ради стицања свих или дела хартија од вредности, која може бити обавезујућа или добровољна, која је последица стицања или за циљ има стицање контроле над циљним друштвом у складу са националним правом.<sup>557</sup> Циљно друштво је друштво чије су хартије од вредности предмет понуде за преузимање, а понудилац је физичко или правно лице које послује у складу са јавним или приватним правом и које подноси понуду за хартије од вредности, које су дефинисане као преносиве хартије са правом гласа у друштву.<sup>558</sup>

Општи принципи или начела се установљавају за потребе имплементације Директиве о преузимању и преузети су претежно из британског *City* кодекса а државе чланице у обавези да своја национална законодавства ускладе са следећим принципима:

- 1) принцип једнаког третмана – сви држаоци хартија од вредности исте класе у циљном друштву, морају имати исти третман, штавише у случају да преузималац преузме друштво, остали држаоци хартија од вредности морају бити заштићени;
- 2) принцип обезбеђивања довољно времена и информација акционарима циљног друштва ради доношења адекватне одлуке о понуди;
- 3) мишљење управе о ефектима понуде, које се односи и на запошљавање и место обављања пословних операција циљне компаније;
- 4) принцип поступања управе у складу са интересима друштва и допуштање акционарима да донесу одлуку о основаности понуде – овај принцип рефлектује приступ континенталног права који даје примат интересима друштва као целине (мултиинтересни принцип) у односу на интересе акционара;

---

<sup>557</sup> Директива о преузимању, члан 2(1)(а).

<sup>558</sup> Директива о преузимању, члан 2(1)(б-е).

- 5) принцип забране изазивања поремећаја на тржишту капитала – понудиоцу и другим лицима која учествују у понуди, забрањено је било какво деловање које ће допринети стварању лажног тржишта и поремећаја тржишта, кроз вештачки изазван пораст или пад цене хартија од вредности;
- 6) принцип обезбеђивања средстава пре објављивања понуде за преузимање – понуђач мора претходно, пре објављивања понуде да обезбеди новчана средства или плаћање у хартијама од вредности друге компаније и
- 7) принцип ограниченог и разумног трајања понуде.

Државе чланице морају имплементирати минимум наведених принципа, али одређене области могу регулисати у националним законодавствима и на строжи начин.

Директивом о преузимању су, уређени обавезни елементи понуде, рок за прихват понуде, обавеза објаве понуде, обавеза објављивања података о друштвима која су предмет преузимања, обавезна и необавезна понуда и институти утврђивања прага за принудну продају (енг.*squeeze out*) односно принудну куповину (енг.*sell out*) хартија од вредности. Имајући у виду да је с једне стране постављено ограничење располагањем стеченим правима, Директива о преузимању прописује обавезу обезбеђења правичне накнаде за сваки губитак који претрпе власници тих права, што се даље регулише националним законодавствима.

Тела која могу вршити надзор су јавна тела, асоцијације или приватна тела, овлашћена на надзор на основу националног права, која су непристрасна и независна у односу на учеснике у понуди.<sup>559</sup>

Надзорна тела имају обавезу да сарађују и размењују информације и то на општем и посебном нивоу, када су у питању правила Директиве о преузимању, али

---

<sup>559</sup> Директива о преузимању, члан 4(1).

и у сваком појединачном случају, уз обавезу чувања пословне тајне у вези са документацијом која је достављена на увид.<sup>560</sup>

Надлежност надзорног тела у случају међународног преузимања, када је у процес укључено више учесника из различитих јурисдикција, је утврђено комбинацијом два позната принципа, регистрованог седишта циљног друштва и места где су акције циљног друштва котиране.<sup>561</sup> Као „основно правило“ је установљен критеријум котирања хартија од вредности у држави у којој друштво има регистровано седиште, а уколико то није случај, примењује се „комплексно правило“.<sup>562</sup> Поједини аутори сматрају да се питање меродавног права у случају прекограничних трансакција и аквизиција може разрешити применом следећих правила:

- 1) правила о међународном сукобу права преузимања не праве разлику између приватног и јавног права, као ни између компанијског и права тржишта капитала, нити разлику између заштите инвеститора или заштите тржишта, стога би решење могло бити усвајање јединственог сета правила на нивоу комунитарног права;
- 2) држава порекла циљне компаније је најзначајнија тачка везивања, док приступ који се ослања на место котације или држављанства акционара, није поуздан због глобализације тржишта капитала;
- 3) принцип једнакости акционара треба доследно примењивати, без обзира да ли су акционари резиденти или нерезиденти односно страни инвеститори, те правна регулатива која различито третира ове две категорије мора бити рестриктивно и

---

<sup>560</sup> Директива о преузимању, члан 4(4).

<sup>561</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.239.

<sup>562</sup> Siems, M. (2004). The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive, *ECFR*, 458-476. p.469. „Основно правило“ се примењује када се седиште и место прве котације хартија од вредности поклапају, јер долази до кумулације два критеријума за одређивање надлежности. Комплексно правило се примењује када се место седишта и место котације не поклапају. У том случају ће се претходно утврдити да ли су хартије котиране у једној или више држава, те ће надлежан бити орган државе чланице где су хартије од вредности прве котиране, а ако су истовремено примљене на више тржишта и котиране, онда ће се надзорни органи тих држава међусобно договорити који ће од њих бити надлежан.

- 4) иако је међународна хармонизација правила о решавању сукоба закона пожељна, није извесно да до исте може доћи, због супремације економски јачих држава и наметања решења која ће њима одговарати.

Директива о преузимању поставља принципе за решавање сукоба закона, кроз дефинисање јасних колизионих норми, у области компанијског, радног и јавног права, док је меродавно право у делу уговорних односа посредно регулисано.<sup>563</sup> Директива о преузимању се неће примењивати на друштво које нема своје седиште у Европској унији, *argumentum a contrario* одредби о примени Директиве о преузимању само на друштва основана у складу са правом Европске уније. На основу наведеног, закључује се да без обзира што друштво котира своје хартије од вредности на једној или више берзи у државама чланицама Европске уније, неће доћи до примене одредаба Директиве о преузимању на конкретну трансакцију, уколико друштво није регистровано у једној од држава чланица.

Државама чланицама је дата могућност да дерогирају поједине одредбе, уз поштовање општих принципа на два начина.<sup>564</sup>

*Први начин* је имплементирање дерогације у правни поредак на основу околности које су дефинисане на националном нивоу, чиме се даје могућност да се правила из Директиве о преузимању транспонирају у складу са традицијом одређеног правног поретка.

*Други начин* дерогирања одредаба може коегзистирати уз први или бити алтернатива, јер на овај начин државе чланице могу овластити надзорна тела да искључе примену националних правила ради усклађивања са посебним околностима везаним за сам правни поредак или са конкретним околностима случаја, када је оправдано да дође до искључења примене релевантних одредаба.

---

<sup>563</sup> Директива о преузимању, члан 6 (3)(н). Понуда мора, између осталог, да садржи информацију о националном праву које ће се примењивати на уговоре закључене између понуђача и власника акција у циљној компанији, у вези са понудом, као и назнаку надлежних судова.

<sup>564</sup> Enriquez, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, 1, 448-449, наведено према: Papadopoulos, T. (2007). The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies. *Law and Financial Markets Review*, 1(6), 525-533.



## 4. ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У ДИРЕКТИВИ О ПРЕУЗИМАЊУ

### 4.1. Обавезна понуда за преузимање

Заштита права мањинских акционара је посебно нормирана у регулативи комунитарног права чланом 5 Директиве о преузимању, који уређује заштиту мањинских акционара, обавезну понуду за преузимање и правичну цену акција, чинећи дефинисани сет мера заштите.

Тренутак преузимања контроле од стране једног или више повезаних лица, сматра се потенцијално угрожавајућом ситуацијом у којој може доћи до злоупотребе положаја контролног акционара у односу на преостале, углавном мањинске акционаре, те је и рачио Директиве о преузимању био пружање могућности преосталим акционарима фер и правичног начина изласка из друштва.<sup>565</sup> Обавезна понуда за преузимање несумњиво представља механизам који штити права акционара, али због високих трошкова и главни механизам који спречава подношење понуда за преузимање. Из наведеног разлога Директива о преузимању оставља националним законодавствима широку слободу у погледу одступања од правила везано за највишу цену, делимичну понуду и приступ једнаком третману акционара.<sup>566</sup> Следствено, техника за успостављање минимума хармонизованих правила која је дефинисана у члану 3(2) Директиве о преузимању је неконзистентна са одредбама које дозвољавају дерогирање, јер не оставља рок за имплементацију мера за заштиту акционара, чиме се пружа могућност за избегавање успостављања ових стандарда.<sup>567</sup> Кључни разлог који иде у прилог увођењу обавезне понуде (поред једнаке инвестиционе прилике за мањину,

---

<sup>565</sup> Sjäfjell, B. (2005). *The Golden Mean or a Dead End?: The Takeover Directive in a shareholders versus Stakeholder perspective*. Презентовано на CECL конференцији European Company Law in Accelerated Progress, Холандија, Универзитет у Лајдену, р.24.

<sup>566</sup> Enriques, L. & Gatti, M. (2007a). EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism? *Northwestern Journal of International Law & Business*, 28(1), 1-35, p.11.

<sup>567</sup> Papadopoulos, T. (2007). The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC'. *International and Comparative Law Journal*, 6(3), p.115.

фидуцијарних дужности већинског власника у односу на мањину и др.), је свакако спречавање експлоатације права мањинских акционара.<sup>568</sup>

Обавезна понуда за преузимање се дефинише као захтев да лице које аквизира само или заједнички делујући са другим лицима, одређени проценат гласачких права довољних да гарантују контролу над компанијом, поднесе обавезну понуду за све акције с правом гласа у тој компанији, по „правичној цени“, односно највишој цени плаћеној за исту хартију од вредности од стране истог лица у одређеном периоду који претходи понуди.<sup>569</sup> Уколико наступи наведена ситуација, државе чланице су у обавези да то лице обавезу да поднесе понуду за преузимање.

Међутим, имајући у виду резултате транспозиције правила о обавезној понуди, у легислативи држава чланица се могу наћи различита решења и дерогације овог правила, која углавном иду у правцу заштите права контролног акционара, поверилаца и других интересних група у друштву. Имајући у виду да је обавезна понуда главни начин заштите мањинских акционара у праву преузимања у Европској унији, сматра се да би могућност дерогације ове обавезе морала бити крајње рестриктивно примењивана у државама чланицама.<sup>570</sup> Како је обавезном понудом кроз инсититут дефинисања правичне цене, омогућено и мањинским акционарима да добију премију коју су добили акционари приликом аквизиције контролног пакета, у државама чланицама је уочена тенденција стицања контролног пакета кроз добровољне понуде или кроз редовно стицање акција без подношења понуде, а у вези са којим поступањем не постоји обавеза нуђења правичне цене мањинским акционарима.<sup>571</sup> Ради спречавања оваквих појава, поједине државе чланице су увеле тзв. „другу обавезну понуду“ коју контролни акционари морају да поднесу, уколико после стицања контролног пакета стекну

---

<sup>568</sup> Enriques, L. & Gatti, M. (2007a)., *op.cit.*, p.10.

<sup>569</sup> *Ibid.*

<sup>570</sup> Klaus-Heiner Lehne, Report on the application of Directive 2004/25/EC on takeovers (2012/2262(INI)), A7-0089/2013, European Parliament, Committee on Legal Affairs, p.5.

<sup>571</sup> *Ibid.*, овај процес се назива и “*creeping in*”.

додатни проценат акција (на пример 3%) у наредном лимитираном периоду (на пример 12 месеци), између два прага стицања (на пример 30 и 50%).<sup>572</sup>

Према Извештају о примени Директиве о преузимању из 2012. године (Извештај о примени),<sup>573</sup> утврђено је да је већина држава чланица у своја законодавства имплементирала праг за стицање акција у висини од 30 % или 1/3 власништва, након чега је стицалац у обавези да поднесе обавезну понуду за преузимање. Уочено је извесно одступање од сврхе и суштине уведеног института обавезне понуде. Наиме, утврђено је да су националне регулативе транспонирале појам „заједничко деловање“ на различит начин, при чему су поједина законодавства сачињавала и упутства којима је детаљније образлагано заједничко деловање.<sup>574</sup> Директива о преузимању у члану 2 (1) (д) дефинише „заједничко деловање“ (енг. *acting in concert*) као активност „физичких или правних лица која сарађују са понуђачем или циљном компанијом на основу споразума, изричитог или прећутног, усменог или писаног, с циљем стицања контроле над циљном компанијом или спречавања успешног исхода понуде.“ Међутим, сама дефиниција је оставила бројне дилеме, укључујући и питање ко је од лица која заједнички делују дужно да поднесе обавезну понуду.

У вези са овим проблемом, у Извештају о примени се указује на то да је Директивом о аквизицијама<sup>575</sup>, донетом након Директиве о преузимању, прецизно дефинисан појам „заједничког деловања“.<sup>576</sup> Разликовање у имплементацији истог

---

<sup>572</sup> На овај начин се спречава да неко злоупотреби могућност стицања до 30% акција кроз обавезну понуду, а да након тога стекне учешће мимо обавеза које се односе на правичну цену у понуди, на тај начин оштећујући акционаре. У пракси се овакве одредбе називају анти- “*creeping in*”.

<sup>573</sup> COM (2012), *op.cit.*, p.6.

<sup>574</sup> Белгија, Финска, Француска, Немачка, Пољска, Португалија, Румунија, Шпанија и Шведска.

<sup>575</sup> Directive 2007/44/EC of the European Parliament and of the Council of 5 September 2007 amending Council Directive 92/49/EEC and Directives 2002/83/EC, 2004/39/EC, 2005/68/EC and 2006/48/EC as regards procedural rules and evaluation criteria for the prudential assessment of acquisitions and increase of holdings in the financial sector, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32007L0044&qid=1399445853000> дана 20.01.2017.године.

<sup>576</sup> Директива о преузимању, члан 1 (2) (a.1) – Државе чланице обавезују свако правно или физичко лице или са њима повезана лица (подносилац) које донесе одлуку да стекне, директно или индиректно, квалификовано учешће или да даље увећа, директно или индиректно, такво квалификовано учешће, уколико као резултат таквих радњи стекне или пређе 20%, 30% или 50% капитала или гласачких права или резултат буде настанак зависног друштва у којима се стиче капитал, (преузимање), да пре свега писмено обавесте надлежне органе друштва у коме намеравају да стекну или увећају квалификовано учешће, уз назнаку

појма у различитим секторима и јурисдикцијама, води правној несигурности међу међународним инвеститорима. Друго питање које се односи на обавезне понуде за преузимање јесу различите врсте дерогација, које доводе у питање постојање заштите мањинских акционара. Према Извештају о примени, утврђене су различите категорије дерогирања обавезности понуде и то: (1) дискреционо право националног регулатора да одобри изузетак; (2) увођење процедура када акционари могу да се одрекну права на обавезну понуду (енг. *whitewash procedure*); (3) техничка (формална) одступања; (4) одступања у ситуацијама када нема стварне промене контроле, већ је промена контроле привремена или се одвија у оквиру групе компанија; (5) ради заштите интереса понуђача, када је од промене контроле дошло мимо воље понуђача (индиректна аквизиција или наслеђивање); (6) ради заштите интереса кредитора и (7) ради заштите интереса осталих интересних група, када је инвеститор у финансијским проблемима и др. Треће питање за које је изражена бојазан да може изазвати злоупотребу права мањинских акционара јесте добровољна понуда, после чијег подношења понуђач не мора поднети обавезну понуду за преузимање. Имајући у виду да Директива о преузимању не регулише цену у добровољној понуди, то се иста користи да би се избегли трошкови око стицања већег пакета акција или преузимања контроле.<sup>577</sup>

Према правној теорији, основне карактеристике обавезне јавне понуде регулисане Директивом о преузимању су:<sup>578</sup>

- 1) Директива о преузимању предвиђа само један случај када понуђач има обавезу да објави јавну понуду, с тим да државе чланице могу задржати или проширити број случајева у циљу посебне заштите мањинских акционара;
- 2) главни критеријум за настајање обавезе објављивања јавне понуде је поседовање одређеног процента гласачких права, тако да учешће у

---

висине намераваног учешћа и остале информације, у складу са чланом 156(4). Државе чланице не морају да применјују праг од 30%, уколико у складу са чланом 9 (3) (а) Директиве 2004/109/ЕЗ, примењују праг од 1/3.

<sup>577</sup> Clerc, C., Demarigny, F., & Valiante, D., *op.cit.*, p.8.

<sup>578</sup> Радовић, В. (2004). Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније. *Правни живот*, 11/2004, 103-126.

капиталу без гласачких права, не ствара обавезу објављивања јавне понуде;

- 3) начин стицања контроле над циљном компанијом није релевантан, већ сама чињеница поседовања одређеног учешћа у гласачким правима;
- 4) Директива о преузимању предвиђа обавезну понуду као основни институт гаранције права мањинских акционара,<sup>579</sup> а може увести и додатну заштиту, уколико иста не омета поступак по понуди за преузимање;
- 5) обавезном понудом, понуђач мора да обухвати до 100% преосталих акција;
- 6) Директивом о преузимању се уводи појам заједничког деловања и
- 7) Директива није предвидела санкције за случај непоступања у складу са правилном о обавезности понуде за преузимање.

#### 4.2. Цена акција у понуди за преузимање

Под правичном ценом се подразумева највиша цена коју су за исте хартије од вредности платили понуђачи или особе које су са понуђачем заједнички деловале у одређеном периоду од не мање од шест нити више од 12 месеци пре подношења понуде.<sup>580</sup>

Као главни критеријум за утврђивање правичне цене узима се највиша цена коју је понуђач са повезаним лицима платио за ту хартију од вредности, у периоду који не сме бити краћи од шест нити дужи од 12 месеци од тренутка подношења обавезне понуде.

---

<sup>579</sup> Forstinger, С. (2002), *op.cit.*, p.105.

<sup>580</sup> Директива о преузимању, члан 5, (4). Такође ако понуђач или лице које са њим заједнички делује, купи хартије од вредности после подношења, а пре затварања понуде по вишој цени од понуђене у понуди, у обавези је да повећа своју понуду, тако да она не буде мања од највише плаћене цене.

Супсидијарни критеријум везан за основно правило се односи на ситуацију у којој понуђач стекне додатне акције по вишој цени од понуђене у обавезној понуди, а након подношења исте, а пре затварања.<sup>581</sup> У овом случају понуђач је у обавези да коригује цену навише. Овако коригована цена ће се примењивати на све акционаре, чак и оне који су прихватили понуду пре затварања, а након повећања цене, чиме се ефективно спроводи принцип једнакости акционара.

Поткритеријум помоћног начина одређивања цене се односи на дерогацију правила о обавезности понуде супротно општим принципима, што је поменуто у претходном поглављу. Примери када се цена може кориговати су дати *exempli causa*<sup>582</sup> и то у случају када је највиша цена одређена у споразуму између купца и продавца, када се тржишним ценама предметних хартија од вредности манипулисало, када су на тржишне цене генерално или у одређеном случају утицали ванредни догађаји, или ради омогућавања спасавања трговачког друштва које се налази у потешкоћама.<sup>583</sup>

Правична цена у понуди за преузимање се одређује како за исплату у новцу, тако и за исплату у акцијама или комбинованој исплати у новцу и акцијама. Директивом о преузимању је свакако утврђена обавеза понуђача да у случају да је стекао најмање 5% права гласа у циљном друштву у периоду који претходи подношењу понуде, а који национална законодавства утврде како меродаван за утврђивање правичне цене акција, па до затварања обавезне понуде и исте платио у новцу, мора понудити исплату у новцу, барем као алтернативу.

---

<sup>581</sup> Директива о преузимању, члан 5 (4).

<sup>582</sup> Директива о преузимању, члан 5(4)(2).

<sup>583</sup> Државе чланице које су увеле пондерисану цену акција како додатни критеријум јесу Аустрија, Белгија, Немачка, Грчка, Португалија, Румунија, Шпанија и Италија (у одређеним случајевима), док је најкраћи период трговања акцијама који се узима у обзир 30 дана, а најдужи 12 месеци. Мулти критеријум у себи садржи више посебних критеријума и може обухватити просечну тржишну цену акције, највећу цену коју је понуђач понудио у року од 180 дана пре подношења понуде. У оваквим случајевима се препоручује одређивање критеријума на основу просечне цене трговања у одређеном периоду или тржишне цене или примена других критеријума објективне процене вредности, који се користе у финансијским анализама. Упоредноправно, државе чланице су уводиле као додатни критеријум, пондерисану цену, која садржи синтезу више критеријума и то цену и количину акција, обрачунску вредност акције, период стицања акција пре понуде или мулти критеријум који се узима приликом утврђивања цена акције. Види више у: Извештај о примени.

### 4.3. Стратегије одбране у светлу Директиве о преузимању

Као што је већ наведено, раздвајање власништва и контроле проузрокује агенцијски проблем који резултира у неадекватној употреби капитала и задржавању вишка капитала уместо расподеле акционарима.<sup>584</sup> Начин на који се овај проблем дугорочно решава јесте тржиште корпоративне контроле. Међутим, како ће акционари сагледавати понашање управе у поступку преузимања зависи од прихваћеног модела. *Према првом моделу* је установљена забрана директорима да ометају понуду за преузимање, уз поштовање принципа да у слободној економији власници понуђача и циљне компаније могу „најбоље да просуде шта им је у интересу“.<sup>585</sup> Овај модел је присутан у Великој Британији. *Према другом моделу*, управа има права да на основу статута или овлашћења скупштине акционара, предузима радње којима би поднета понуда за преузимања била опструирана. Овај модел фаворизовања улоге менаџера (управљачки модел) присутан је у САД-у, о чему је већ било речи у претходном делу, као и у континенталној Европи.<sup>586</sup>

Имајући у виду да се преузимања деле на „пријатељска“ и „непријатељска“, о стратегијама одбране и понашању управе се пре свега говори у случају „непријатељских“ преузимања.

Стратегије одбране су различите тактике циљног друштва које служе демотивисању понуђача, јер процес преузимања пролонгирају или га чине скупљим.<sup>587</sup> Противници одбрамбених мера сматрају да оне ограничавају активност управе и умањују вредност акција, док присталице примене сматрају да су исте брана од купаца који немају дугорочни већ краткорочни „шпекулативни“ интерес“, јер поскупљују читаву трансакцију и умањују добитак.<sup>588</sup>

---

<sup>584</sup> Grant, J. (2005). *Takeovers and the Market for Corporate Control*, у: *European Takeovers: the Art of Acquisition* (1st Ed.), Grant, J. London: Euromoney Books, p.4.

<sup>585</sup> Weinbert, M.A., Blank M.V., & Greystoke, A.L. (1979). *Takeovers and Mergers* (4th Ed.). London: Sweet & Maxwell, p.12.

<sup>586</sup> *Ibid.*

<sup>587</sup> Gaughan, P. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. USA: John Wiley & Sons Inc.

<sup>588</sup> *Ibid.*, pp.249-250.

Економска теорија и емпиријска искуства држава са развијеним тржиштем капитала, нарочито у САД-у, где су стратегије одбране доживеле свој климакс, разликују бројне технике одбране од „непријатељског преузимања“. У теорији су стратегије одбрана од непријатељског преузимања класификоване на превентивне<sup>589</sup> и активне одбране.

**Табела 8:** Мере одбране од непријатељског преузимања

Мере одбране	
<b>Превентивне мере одбране</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● отровне пилуле (<i>poison pills</i>)</li> <li>● измене у статуту компаније (<i>corporate charter amendments</i>)</li> <li>● златни падобрани (<i>golden parachutes</i>)</li> </ul>
<b>Активне мере одбране</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● „зелена пошта“ (<i>greenmail</i>)</li> <li>● споразуми о мировању (<i>standstill agreements</i>)</li> <li>● „бели витез“ (<i>white knight</i>)</li> <li>● „бели штиконоша“ (<i>white squire</i>)</li> <li>● измене у структури капитала</li> <li>● покретање судског поступка</li> <li>● <i>Rac-man</i> одбрана</li> </ul>

Извор: Ауторова интерпретација у складу са литературом

#### 4.3.1. Принцип неутралности управе

Директива о преузимању је питање одбране циљног друштва, регулисала увођењем принципа неутралности управе (*board neutrality rule*) и принципа пробијања (*breakthrough rule*).

Увођење наведених принципа је било предмет контроверзи и бројних дискусија у фази која је претходила усвајању Директиве о преузимању, те су и примењена решења, резултат спорења држава чланица, о чему је било речи у претходном делу рада.

<sup>589</sup> Превентивне мере одбране се називају и „одбијање ајкула“ (eng. *shark repellants*).



Принцип неутралности управе полази од тога да чланови управе нису у могућности да непристрасно очувају интерес акционара у процесу преузимања, због потенцијале угрожености сопствене позиције. Према редовном току ствари, управи не може да одговара стицање контроле од стране новог или постојећег мањинског власника, јер може доћи до промене у управљању друштвом, те угрожености позиције управе, што резултира коришћењем механизма одбране од непријатељског преузимања. Из наведеног разлога, Директива о преузимању даје могућност разрешења потенцијалног конфликта између акционара и управе кроз обавезну примену овог принципа.

Мере које обухватају принцип неутралности управе се могу категоризовати на следећи начин:

*Основна мера* је обавеза управе да добије претходне сагласности скупштине акционара за радње које могу утицати на ометање или спречавање реализације обавезне понуде или продужено ометање приликом стицања контроле од стране понуђача над циљним друштвом. Изузетак од овог правила јесте могућност дата управи омогући да директно без претходног одобрења скупштине акционара предузима радње усмерене ка тражењу алтернативних понуда за преузимање (енг. *white knife* стратегија одбране). За било које друге активности као што су издавања хартија од вредности (отровне пилуле, промена у капиталу, стратегије одбране), које могу представљати опструкцију за стицање контроле над циљним друштвом од стране понуђача (као што су издавање преференцијалних заменљивих акција, вараната и др.), управа мора имати сагласност скупштине акционара, као и за све друге започете активности које не спадају у домен редовног пословања управе друштва и могу резултирати неуспехом понуде за преузимање.<sup>590</sup>

*Друга мера* која се везује за принцип неутралности управе јесте накнадна сагласности (одобравање или потврђивање) скупштине акционарског друштва за одлуке које су донете у циљном друштву пре подношења понуде за преузимање,

---

<sup>590</sup> Директива о преузимању, члан 9 (2 – 3).

јер би њихово дејство могло имати негативан ефекат на понуду за преузимање.<sup>591</sup> Сходно одредбама Директиве о преузимању, да би одлука могла да добије накнадну сагласност, мора да испуни неколико услова и то (1) да буде донета пре подношења понуде за преузимање, (2) да не буде у целости реализована, (3) мора бити изван оквира редовног пословања друштва и (4) последице њене реализације могу отежати или онемогућити понуду за преузимање.<sup>592</sup>

У правној теорији, домен примене принципа неутралности управе може се посматрати са три аспекта и то персоналног, темпоралног и материјалног.<sup>593</sup> Персонални домен примене даје одговор на питање која лица, односно органи циљног друштва су субјект забране одлучивања које може да спречи реализацију понуде или одлучивање акционара у вези са њом, те је одговор на то питање дат одредбама саме Директиве о преузимању која детерминише да се у случају дводомног система под управом подразумевају оба одбора, и одбор директора и надзорни одбор, док се *argumentum a contrario*, ограничења у одлучивању свакако односе на одбор директора. Темпорални домен примене овог принципа је такође лимитиран на период од тренутка када управа циљног друштва прими информацију о томе да је објављена одлука о упућивању понуде за преузимање, па све до окончања понуде или истеком рока или објављивањем резултата понуде, ако та два тренутка нису истоветна. Материјални домен примене се односи на врсте радњи које управа не може односно може да примени, а које отежавају реализацију понуде за преузимање и радње којима се ограничава право акционара да одлуче у вези са понудом.

У вези са применом принципа неутралности управе, државе чланице су заузеле два става. Једна група држава је искључила обавезну примену неутралности управе, али је дала могућност компанијама да својим интерним актима одлуче да ли ће примењивати наведени принцип, при чему компаније нису у већем обиму

---

<sup>591</sup> Директива о преузимању, члан 9 (3).

<sup>592</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.265.

<sup>593</sup> *Ibid.*, стр.261-262.

прихватале ову могућност.<sup>594</sup> Друга група држава је нормативно прихватила принцип неутралности управе, као што је случај Италије, при чему је пасивни принцип обавезан за све компаније, осим оних које га експлицитно искључе оснивачким актом. Државе које су прихватиле принцип неутралности су скоро без изузетка и раније имале у својој легислативи на исти начин регулисано поступање управе у случају подношења понуде за преузимање. Већина држава чланица је увела принцип реципроцитета, који дозвољавају компанијама обавезним на неутралности управе, да не примене ово правило, уколико понуђач није у обавези да га примењује.<sup>595</sup>

Међутим, у накнадној обавезној ревизији имплементације овог правила, утврђено је да је више од половине држава чланица дозволило привредним друштвима да не примене наведене рестрикције које се односе на управу, уколико ни сам понуђач није у обавези да их примењује у својој држави у складу са правилом реципроцитета.<sup>596</sup> Извештај о примени садржи податке да је већина држава прихватила принцип неутралности управе (15 од 22) транспонирајући га у своја законодавства, при чему је већина држава и пре усвајања Директиве о преузимању имала овакво законско решење.<sup>597</sup>

#### 4.3.2. Принцип пробијања

Принцип пробијања (енг.*breakthrough rule*) је такође регулисан Директивом о преузимању као допуна принципа неутралности управе. Овај институт пре свега приморава директоре у компанијама да добију претходну сагласност акционара на одбрамбене мере ради очувања независности компаније.<sup>598</sup>

Превасходно се односи на ситуације у којима је компанија пре подношења саме понуде, усвојила одређене мере одбране, које могу да утичу на успех понуде.

---

<sup>594</sup> Извештај о примени, стр.190 Државе чланице које нису предвиделе као обавезно законско правило принцип неутралности управе су Белгија, Данска, Немачка, Мађарска, Луксембург, Холандија и Пољска.

<sup>595</sup> *Ibid*, стр.193.

<sup>596</sup> COM (2012). Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on implementing the macro – regional strategies, p.3.

<sup>597</sup> Извештај о примени, стр.42.

<sup>598</sup> Enriques L. & Gatti, M. (2007a), *op.cit.*, p.11.

Право пробијања се огледа у привременом стављању ван снаге одређених правних механизма који стварају „диспропорцију између ризичног капитала и контролних права акционара“,<sup>599</sup> ограничењима статутарних или законских могућности, првенствено пре и за време трајања понуде за преузимање.

Институт пробијања је потпуно нов и сложен правни механизам, који није био познат у примени пре његовог увођења у комунитарно право преузимања, осим у врло ограниченом обиму у Италији и Француској.<sup>600</sup> Имајући у виду да се применом права пробијања доследно спроводи принцип пропорционалности, то наведени институт постоји ради омогућавања контролним акционарима, остваривања права управљања.

Право пробијања се примењује на мере одбране које могу ограничавати акционаре циљног друштва у остваривању права и на мере одбране које могу ограничити преузимаоца.

Тако, што се тиче првих мера које ограничавају акционаре, Директива о преузимању разликује ограничења у вези са прихватањем понуде за преузимање. Ова ограничења се односе *на пренос хартија од вредности* који је прописан оснивачким актом или уговором између циљног друштва и власника хартија од вредности, док с друге стране, законска ограничења преноса хартија од вредности остају на снази. *Ограничења одлучивања о мерама одбране* се односе на ограничење гласачких права која су прописана оснивачким актом и уговором закљученом између циљног друштва и акционара, као и ограничења предвиђена у случају плуралних акција (енг. *multivoting shares*). Међутим, због рестриктивног принципа примене правила пробијања, овај тип ограничења одлучивања се може „пробијати“ увек када је акционарима на било који начин ограничено право гласа, и друга права у вези са реализацијом права гласа (сазивање ванредне скупштине, право на постављање питања, на допуну дневног реда и др.).<sup>601</sup>

---

<sup>599</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.266.

<sup>600</sup> *Ibid.*

<sup>601</sup> *Ibid.*, стр.269-271.

Домен примене се може посматрати и у светлу мера одбране које ограничавају преузимање преузимаоцу, могу се груписати у четири категорије.<sup>602</sup> Прва категорија ограничења је везана за пренос хартија од вредности која су прописана оснивачким актом и уговорима између акционара и друштва, друга категорија на ограничења гласачких права, трећа на плуралне акције и четврта на посебна права акционара у вези са именовањем или разрешењем чланова управе, прописана оснивачким актом.<sup>603</sup>

Директива о преузимању експлицитно прописује да се, уколико понуђач стекне више од 75% права гласа у циљном друштву, неће примењивати следећа ограничења: (1) пренос хартија од вредности или гласачких права и (2) посебна права акционара која се односе на именовање и разрешење чланова управе прописана оснивачким актом, а плуралне акције ће носити право на један глас по акцији на првој скупштини акционара коју сазива понуђач након затварања понуде, у року не краћем од две недеље, ради измене оснивачког акта или разрешења односно именовања чланова управе.<sup>604</sup> Из наведене одредбе, следи да су два услова неопходна да се примени право пробијања и то да акционар стекне 75% гласачких права и да сазове скупштину акционара. Овај проценат је у већини законодавстава довољан да се квалификованом већином изгласа највећи број одлука на скупштини једног акционарског друштва (промена оснивачког акта, статута, располагање имовином велике вредности и сл.). Сазивање скупштине је специфично дефинисано, по томе што иста мора бити одржана после спроведеног поступка преузимања, сазвана од стране преузимаоца, који самим тим одређује дневни ред и у краћем року од прописаног (три недеље), али који не може бити

---

<sup>602</sup> *Ibid*, стр.271-272.

<sup>603</sup> Ограничења везана за именовање или разрешење управе се могу односити и на измену статута и увођење степенасог одбора директора (*staggered board of directors*), на тај начин што се уводи принцип да се сви директори не бирају истовремено већ сукцесивно, најчешће по 1/3 чланова или истовремено, али на различит период. У САД систему, овакав одбор директора се често назива и класификован одбор директора (*classified board of directors*) јер се састоји из више класа чланова. Избор директора се може вршити према принципу једна акција један глас, када ће акционар са већинским учешћем имати могућност да изабере све чланове одбора директора, док је други начин вршења права гласа на основу посебних која носе одређене акције (акције са увећаним правом гласа или акције са правом бирања чланова одбора директора и др.) или одређена класа акционара (заступници банке, запослених и др.) или пак споразум акционара.

<sup>604</sup> Директива о преузимању, члан 11 (4)(1-2).

краћи од две недеље. На овај начин се омогућава понуђачу да финализује и суштински преузимање, коришћењем права гласа ради успостављања пропорционалне контроле и управљања над компанијом.

Имајући у виду да право пробијања представља стављање ван снаге или чак кршење одређених стечених права власника над акцијама и/или гласачким правом, Директивом о преузимању је прописана обавеза обезбеђења правичне накнаде за штету коју претрпе власници тих права, а националним законодавствима се препушта детаљније регулисање начина утврђивања и накнаде штете.<sup>605</sup>

Дакле, право пробијања је настало ради превазилажења одређених препрека у реализацији непријатељских понуда за преузимања, које се јављају на страни акционара (кроз немогућност одговарања на понуду за преузимање или спречавање гласања за одређене мере одбране) или на стране понуђача кроз успостављање правних механизма који спречавају понуђача да спроведе контролу над компанијом у којој су стекли контролни пакет.<sup>606</sup>

Право пробијања није наишло на велику примену у државама чланицама, те је тако на основу студије утврђено да је само једна држава чланица и то Естонија имплементирала ово право у своје законодавство, док с друге стране, није било података да је ово право заиста и примењивано у пракси. Француска и Италија су транспонирала право пробијања делимично, тако што се у Француској примењује само у случају прве наредне скупштине акционара, уколико понуђач сам или са трећим лицима с којима заједнички наступа поседује 2/3 права гласа (66%), док је у Италији могуће применити ограничења права гласа у компанијама које су раније биле у власништву државе, у одређеним случајевима, као и рестрикције у вези са уговорима акционара.<sup>607</sup>

Принцип неутралности управе и право пробијања су институти који су опционо постављени у Директиви о преузимању, на тај начин што је остављена

---

<sup>605</sup> Директива о преузимању, члан 11(5).

<sup>606</sup> Clerc, C., Demarigny, F., & Valiante, D. *op.cit.*, pp.80-81; Geens, K., & Clottens, C., *op.cit.*, p.20.

<sup>607</sup> Извештај о примени, стр.42.

могућност државама чланицама да не примене наведена правила. Уколико се држава чланица определи да не регулише законодавно обавезу компанија на њеној територији да примењују наведена правила, Директивом о преузимању је прописано да се самим компанијама мора омогућити примена наведених правила, уколико о томе скупштина акционара донесе адекватну одлуку. Уколико друштво добровољно донесе одлуку којом се обавезује на примену принципа неутралности управе или давање могућности коришћења права пробијања понудиоцу, о таквој одлуци морају бити обавештена надзорна тела државе седишта и/или државе у којој су котиране хартије од вредности. Такође, поред права да оптирају за или против наведених правила, државе чланице имају могућност да изузму од примене наведених принципа компаније чије су акције предмет понуде за преузимање, уколико понуђач не примењује исто правило, уводећи на тај начин принцип реципроцитета, те додатне заштите компанија под националном јурисдикцијом.<sup>608</sup>

#### **4.4. Право на принудну продају и право на принудну куповину у Директиви о преузимању**

Принудна продаје (енг.*squeeze-out*) и принудна куповина (енг.*sell-out*) су основни институти комунитарног права преузимања који служе заштити интереса мањинских акционара. Значај ових института на комунитарном нивоу се огледа у потреби њиховог регулисања, како одредбама компанијског, тако и одредбама права преузимања у ужем смислу.<sup>609</sup>

Институт принудне продаје се сагледава као механизам који иде у прилог фаворизовању понуде за преузимање. Принудна продаја се различито сагледава. С једне стране представља једноставно и елегантно решење проблема „слепог путника“ односно „акционарске пасивности“.<sup>610</sup> С друге стране, у прилог овом

---

<sup>608</sup> Директива о преузимању, члан 11(1-3).

<sup>609</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.278. Друга директива не садржи одредбе које се односе на принудну куповину и продају акција, али регулише одређене институте који имају одређених сличности са принудном продајом акција, с тим што се финансирају средствима друштва, а не средствима контролног акционара.

<sup>610</sup> Yarrow, G.K. (1985). Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process. *Journal of Industrial Economics*, vol.34 no.1.

институту наводи се финансијски аргумент, да континуирана заштита права мањинских акционара доводи до диспропорционално високих трошкова које већински акционари сnose.

Директива о преузимању регулише право принудне продаје као право понуђача да може тражити од власника хартија од вредности да му продају своје хартије од вредности (акције) по фер цени у следећим ситуацијама:

- 1) уколико понуђач поседује хартије од вредности са правом гласа, које представљају не мање од 90% капитала и поседује 90% гласачких права у друштву или
- 2) након прихвата понуде стекне или се чврсто обавезе да ће стећи хартије од вредности са правом гласа, које представљају не мање од 90% капитала циљне компаније и 90% гласачких права обухваћених понудом.<sup>611</sup>

Из наведеног се може закључити да се принудна продаја односи на две различите ситуације. У првој ситуацији се принудна продаја односи на хартије од вредности које поседује држалац у 90% хартија са правом гласа односно гласачких права у друштву, без обзира на начин стицања. Други случај се односи искључиво на хартије од вредности које су биле предмет понуде за преузимање, те на истоветни проценат акција, односно гласачких права, стечених на основу понуде за преузимање.

Државе чланице имају могућност да поставе виши праг стицања хартија од вредности, али не виши од 95% капитала са правом гласа и гласачких права.

Поред одређивања прага власништва, Директива о преузимању поставља и рок у коме се право принудне продаје може реализовати од стране стицаоца. Наиме, принудна продаја се може реализовати у року од три месеца након истека

---

<sup>611</sup> Директива о преузимању, члан 15 (2).



рока за прихват понуде, при чему се *argumentum a contrario* искључује примена овог института када предметни праг није достигнут путем понуде за преузимање.

Цена која се акционару исплаћује за акције, одређује се као правична цена, а остављено је државама чланицама да својим националним законодавством обезбеде реализацију овог института и гарантују откуп по фер цени.<sup>612</sup>

Принцип једнаког третмана акционара, налаже да цена акције која је у понуди за преузимање алтернативно дата уз пружање избора између више облика накнаде (у новцу, у акцијама или у новцу и акцијама), буде на исти начин понуђена и преосталим, мањинским акционарима. Државама чланицама се даје могућност да алтернативно предвиде новчану исплату, иако иста није постојала као опција у понуди за преузимање.<sup>613</sup>

Транспонирање права принудне продаје је поделило државе чланице у вези са прагом који је одређен, као и са начином одређивања тог прага према гласачким правима или према учешћу у класи акција са правом гласа.<sup>614</sup>

Како је главни изазов код овог института било одређивање правичне цене, у пракси се поставило питање, која би цена била релевантна у случају утужења од стране мањинског акционара. Тако, на пример у Француској у случају постојања неслагања са предложеном ценом, понуђач доставља надзорном телу независну процену експерта, која мора да испуни строге услове у вези са критеријумом независности и обимом посла. Међутим, полази се од претпоставке да је цене правична уколико је до спора дошло након регуларне понуде за преузимање.<sup>615</sup> У пракси је уочена тенденција да су поједине јурisdикције ограничиле право мањинских акционара на покретање поступка у вези са утврђивањем цене, износом капиталног учешћа. У одређеним јурisdикцијама, постављан је праг за оспоравања

---

<sup>612</sup> Директива о преузимању, члан 15 (5).

<sup>613</sup> Директива о преузимању, члан 15(5).

<sup>614</sup> Извештај о примени, стр.43-44. Поједине државе чланице су комбиновале оба критеријума и према проценту у гласачким правима и проценту у акцијама с правом гласа, а поједине државе су различито одређивале проценат у зависности од критеријума. Тако је Румунија прописала да се за активирање института принудне куповине тражи праг од 95% права гласа или 90% учешћа у капиталу.

<sup>615</sup> *Ibid.*, стр.44.

правичне цене од стране акционара, на 5% или 10% гласачких права или капитала, који проценат је у корелацији са прагом за принудну продају од 95% или 90%. Код шпекулативних инвеститора, примећена је тенденција куповине акција и/или гласачких права у проценту који онемогућава већинског власника да спроведе принудну продају акција, а све то ради добијања веће цене акција од цене по којој су исте купили.<sup>616</sup>

Принудна куповина акција је институт супротан принудној продаји и служи заштити мањинских акционара од потенцијалне злоупотребе будуће доминантне позиције већинског власника.<sup>617</sup> Дефинише се као право мањинских акционара да принуде већинског власника да на њихов позив откупи акције по правичној цени, уколико поседује 90-95% акција са правом гласа или одређене категорије хартија од вредности, а које је стекао понудом за преузимање. Наведено право акционара представља противтежу праву држаоца односно власника акција који поседује претежно право власништва.

Примена института принудне продаје и принудне куповине је начелно прихваћена, с тим што су прагови који активирају наведена права већинског односно мањинских акционара различито постављени.<sup>618</sup>

Што се тиче транспозиције одредаба од стране држава чланица, на основу Директиве о преузимању, институт принудне продаје и принудне куповине у вези са понудом за преузимање је више јурисдикција увело по први пут, а државе чланице у већини случајева не регулишу институт обавезне куповине у компанијском праву.<sup>619</sup>

Закључујемо да се институти принудне продаје и куповине, као институти права преузимања примењују само, када је одређени праг стечених акција или гласова од стране већинског власника постигнут на основу понуде упућене свим

---

<sup>616</sup> *Ibid.*

<sup>617</sup> *Ibid.*, стр.220.

<sup>618</sup> *Ibid.*, стр.122-124.

<sup>619</sup> Принудну продају у вези са понудом за преузимање су први пут увеле следеће државе: Кипар, Естонија, Немачка, Грчка, Луксембург, Словачка и Шпанија, док су институт принудне продаје први пут увеле: Белгија, Кипар, Чешка, Естонија, Немачка, Грчка, Луксембург, Холандија, Словачка и Шпанија

акционарима. Уколико је праг достигнут на било који други начин, неће се примењивати правила права преузимања, већ компанијског права у погледу одређивања цене и услова исплате.<sup>620</sup>

#### 4.5. Минимум информација у вези са понудом за преузимање

Директивом о преузимању је прописано право на информисање, ради обезбеђивања заштите акционарима, повећања транспарентности и давања подршке акционарима да се укључе у процес преузимања.

Три сегмента информисања су прописана Директивом о преузимању и то опште обелодањивање у вези са понудом и додатно обелодањивање регулисано националним законодавствима.<sup>621</sup>

*Опште информације* се односе на акције и структуру контроле и обавезне су за сва акционарска друштва чијим се акцијама јавно тргује.<sup>622</sup> Информације које се односе на понуду за преузимање сачињавају или понуђач или циљна компанија, укључујући и изјаву одбора, која настаје тренутком објављивања понуде.<sup>623</sup> Додатно информисање које се регулише националним законодавством није посебно обрађивано у члану 13 Директиве о преузимању, већ је дато као могућност.

*Информације о понуди* се регулишу кроз одредбе о обавези јавног објављивања одлуке о понуди за преузимање и достави надзорном телу истовремено, или пре објаве. Уз достављање одлуке о понуди за преузимање, понуђач је у обавези да сачини нацрт понуде (енг. *offer document*) која садржи све информације које су неопходне акционарима да донесу одлуку у вези са понудом (прихватам или одбијањем прихвата понуде), о чему се обавештава надзорно тело или законодавац државе чланице прописује да текст понуде пре објављивања треба

---

<sup>620</sup> Mäntysaari, P. (2010). *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law (vol. III: Funding, Exit, Takeovers)*. Verlag, Berlin, Heidelberg: Springer, p.275.

<sup>621</sup> Извештај о примени, стр.45.

<sup>622</sup> Директива о преузимању., члан 10.

<sup>623</sup> Директива о преузимању, чланови 6, 8, 9.5 и 14.

да буде одобрен од стране надлежног надзорног тела.<sup>624</sup> Текст понуде мора садржати одређени минимум информација на основу којих ће се акционарима пружити могућност да донесу одлуку о прихвату понуде.

Из наведеног приступа се може закључити да се генерално право акционара на информисање нормира и као посебно право акционара да буде информисан у вези са свим елементима понуде за преузимање.

#### **4.6. Закључне опсервације о Директиви о преузимању**

Потреба за јединственом и хармонизованом регулативом права преузимања, кроз увођење обавезне понуде, института неутралности управе и права пробијања, као помоћних механизма за заштиту права мањинских акционара представљају део реализације права на слободно кретање капитала.

Примарним правом Европске уније, је прописано слободно кретање капитала, тако да Директива о преузимању као секундарно право Европске уније, детаљније разрађује реализацију овог права. Сврха доношења Директиве о преузимању је стварање повољног регулаторног окружења за понуде за преузимање и подржавање корпоративног реструктурисања, поред повећања обима права мањинских акционара.<sup>625</sup>

Резултат транспозиције Директиве о преузимању, није извазвао веће промене у националним законодавствима, према наводима Студије,<sup>626</sup> због тога што су у већини држава чланица постојала правила која су прописана Директивом о преузимању (Велика Британија), у неким државама су законодавне измене имплементирани у сусрет усвајању Директиве о преузимању (Немачка) и да су у неколико случајева најважније промене извршене као реакција на поједине понуде за преузимање или због економске ситуације (Италија или Мађарска). Ипак, Директива о преузимању за последицу има бројна побољшања у националним

---

<sup>624</sup> Директива о преузимању, члан 6 (1)(2).

<sup>625</sup> IFC. (2008). *The EU Approach to Corporate Governance, Essentials and Recent Developments*. Washington, DC: IFC, pp.11-13.

<sup>626</sup> Извештај о примени, стр.18.

регулативама држава чланица и уједначавање регулаторног оквира комунитарног права преузимања, а нарочито у области реализације прекограничне понуде, примене општих начела, обелодањивање, подношења обавезне понуде и заштите права мањинских акционара, што је кумулативно утицало на то да су научни кругови исту дефинисали као „оријентисану ка акционарима“.<sup>627</sup>

Неутралност управе и право пробијања представљају снажну потврду вредности слободног и отвореног тржишта корпоративног управљања, стварајући услове где ће само тржишни, а не и политички и правни утицај менаџмента бити од значаја на исход преузимања.<sup>628</sup> Оба института су уведена ради омогућавања неометане реализације понуде, а њихова примена зависи од степена развијености тржишта капитала и права хартија од вредности. Наиме, ако национална регулатива не омогућава издавање повлашћених акција, или плуралних акција (са вишеструким правом гласа), односно других акција чије поседовање не одражава пропорцију између власништва и права гласа у смислу правила „једна акција-један глас“ у том смислу право пробијања неће бити релевантно,<sup>629</sup> јер ће се примењивати национално право и општи принципи корпоративног права у вези са сазивањем скупштине, дневним редом и доношењем одлука одређеном квалификованом већином, а нарочито одлука о разрешењу и именовану управе. Код држава које су се противиле лимитирању стратегија одбране у случају непријатељског преузимања, Директива о преузимању је заузела флексибилан приступ и омогућила државама да оптирају (енг.*opt-in, opt-out*) за наведена права, на који начин је систем обавезних правила конвертован у низ „препорука“.<sup>630</sup>

Сходно наведеном, може се закључити да је Директива о преузимању допринела хармонизацији комунитарног права преузимања и разјашњењу постојећих и увођењу нових института.

---

<sup>627</sup> *Ibid.*, стр.19.

<sup>628</sup> Ferrarini, G., & Miller, G. (2009). A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *ECGI Law Working Paper*, 139/2010, p.315.

<sup>629</sup> Mukwiri, J., *op.cit.*, p.139.

<sup>630</sup> *Ibid.*

## 5. МАТЕРИЈАЛНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У СРБИЈИ У ПОСТУПКУ ПРЕУЗИМАЊА

### 5.1. Институт преузимање акционарских друштава у Србији

Право преузимања у Србији је својевремено било уређено општим компанијским законодавством и прописима који регулишу тржиште капитала, до доношења посебног закона који регулише ову материју, Закона о преузимању акционарских друштава из 2006.године (Закон о преузимању).<sup>631</sup>

Доношење *lex specialis* је кореспондирало са почетком примене Директиве о преузимању, а допринело је бољем решавању другог агенцијског проблема насталог у процесу приватизације, због одабраног приватизационог модела у коме је стратешки купац стицао контролно власништво. Друштвена предузећа су након преузимања већинског пакета одлуком акционара мењала форму у акционарско друштво, које је било у обавези да своје акције региструје у Централном регистру и укључи на трговање. Стицање већинског власништва путем приватизације је било изузето из обавезе подношења обавезне понуде за преузимање, али је свако додатно стицање акција у законски дефинисаном проценту, активирало одредбе Закона о преузимању и подношење понуде за преузимање. Због непостојања традиције примене компанијских института и института права преузимања, на самом почетку су постојале бројне недоумице, злоупотребе, као и неусклађености нормиране компанијске и материје права преузимања, тако да је надзорно тело, Комисија за хартије од вредности, својим мишљењима, тумачила прописе и ситуације и попуњавала правне празнине креирајући правила.

Анализом одредаба Закона о преузимању и Директиве о преузимању, може се начелно извести закључак да је српско законодавство преузело све принципе и

---

<sup>631</sup> Понуда за преузимање је први пут регулисана Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената *Службени лист СРЈ*, бр. 65/2002 и *Службени гласник РС*, бр. 57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005 - др. закон, 85/2005 - др. закон и 46/2006 - др. закон, члановима од 67-83, које одредбе су престале да важе усвајањем првог Закона о преузимању акционарских друштава *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016, односно 10. јуна 2006.године.

минималне стандарде прокламоване у Директиви о преузимању.<sup>632</sup> Прихваћено је правно решење да се најбоља пракса комунитарног права преузме директно у домаћи правни поредак. Разлика која се може уочити је да су диспозитивне или опционе одредбе Директиве о преузимању транспониране као императивне одредбе у домаћи правни поредак.

Општа начела Закона о преузимању акционарских друштава су у потпуности преузета из Директиве о преузимању и односе се на равноправност положаја акционара, исте услове продаје акција, потпуно, тачно и благовремено информисање о понуди, поступање управе у најбољем интресу друштва, временска ограниченост процеса преузимања и забрана изазивања поремећаја на тржишту (вештачког повећања или смањења цене акција).<sup>633</sup>

Закон о преузимању регулише институте обавезне и добровољне понуде, заједничког деловања, при чему је контролни праг који активира обавезну понуду 25% акција с правом гласа циљног друштва. Секундарна понуда је дефинисана на два начина и то (1) када стицалац након стицања *контролног прага* повећа проценат права гласа за више од 10% (*додатни праг*) и (2) када стицалац повећа учешће за мање од 10%, али ако са тим стицањем прелази праг од 75% права гласа (*коначни праг*).<sup>634</sup> Изузеци од обавезне понуде за преузимање су постављени у вези са различитим правним институтима од породичног до приватизационог права. Неће бити у обавези да поднесе понуду за преузимање лице које је акције наследило или стекло деобом заједничке имовине, професионално се бави преузимањем (покровитељи емисије), разним врстама реструктурирања, статусним променама и променама правне форме, у стечају, у поступку приватизације и др.<sup>635</sup>

Понуђач је у обавези да у року од два радна дана од дана настанка обавезе преузимања објави обавештење о намери преузимања, које мора садржати

---

<sup>632</sup> У периоду од 2002-2011. године постојале су бројне неконзистентности између прописа којима се уређује тржиште капитала, преузимање и компанијско право (обавезност понуде, *squeeze-out*, *sell-out* и др.). Новела која се односи на могућност стицања преференцијалних акција путем понуде за преузимање истовремено са понудом за стицање обичних акција је унета изменом Закона о преузимању.

<sup>633</sup> Закон о преузимању, члан 3.

<sup>634</sup> Закон о преузимању, члан 6.

<sup>635</sup> Закон о преузимању, члан 8.

одређени сет података, на основу кога подноси Комисији за хартије од вредности захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање.<sup>636</sup> Законом је прописана и обавезна садржина понуде за преузимање,<sup>637</sup> као и минимално и максимално трајање понуде (21-45 дана).<sup>638</sup>

Законодавац је такође, по угледу на решења из Директиве о преузимању, прописао обавезу обезбеђења средстава за куповину акција и достављање доказа о томе Комисији за хартије од вредности.<sup>639</sup> У вези са ценом за преузимање, законодавац детаљно уређује ово питање, правећи разлику између цене ликвидних и неликвидних акција.<sup>640</sup> Акције се сматрају ликвидним када је обим трговања акцијама циљног друштва у периоду од шест месеци који претходи дану настанка обавезе објављивања понуде за преузимање представљао најмање 0,5% укупног броја издатих акција с правом гласа и када се најмање у три месеца тог периода трговало у више од 1/3 трговачких дана на месечном ниову уз остварен обим трговања који је износи најмање 0,05% укупног броја издатих акција са правом гласа.<sup>641</sup>

Уколико су у питању ликвидне акције, понуђач је у обавези да понуди цену која је виша између пондерисане цене акција у последњих шест месеци или највише цене по којој је стекао акције у последњих 12 месеци. Код неликвидних акција, понуђач је у обавези да понуди највишу цену од оне по којој је стекао у последњих 12 месеци, књиговодствене или процењене фер вредности акција.

Права акционара су заштићена поред наведеног и казним одредбама које се односе на забрану оглашавања и вршења утицаја на акционаре, понуђачу али и

---

<sup>636</sup> Закон о преузимању, члан 12.

<sup>637</sup> Закон о преузимању, члан 20.

<sup>638</sup> Закон о преузимању, члан 21. У случају измене понуде, рок важења се продужава за седам дана, али тако да укупно трајање понуде не сме бити дуже од 60 дана.

<sup>639</sup> Закон о преузимању, члан 16.

<sup>640</sup> Закон о преузимању, члан 22.

<sup>641</sup> Закон о преузимању, члан 22, став 1.



другим акционарима, циљном друштву, органима управљања и трећим лицима, кроз нуђење или обећање поклона, услуге или друге имовинске користи.<sup>642</sup>

Право преузимања и когентне одредбе Закона о преузимању акционарских друштава се пре свега примењују на јавна акционарска друштва, док се у вези са преузимањем нејавног акционарског друштва, директно примењују одредбе Закона о привредним друштвима, те се ова процедура неће у раду посебно елаборирати.<sup>643</sup>

## **5.2. Заштита права мањинских акционара у поступку преузимања**

### **5.2.1. Заштита права мањинских акционара у предаквизиционој фази**

Права акционара се могу сагледавати на целовит начин, пре чему можемо разликовати права која су регулисана компанијским законима на општи начин гарантујући заштиту свих и посебно, мањинских акционара.

Српско законодавство је у свему прихватило стандарде заштите права акционара, те је свима гарантовало традиционална статусна и имовинска права, као и право на судску заштиту о чему је било речи у одељку 4.4. (Табела 4).

Начело једнаког третмана је експлицитно од стране законодавца унето у поглавље Закона о привредним друштвима, Однос друштва и акционара, формулишући га тако да се сви акционари под једнаким околностима третирају на једнак начин.<sup>644</sup> Кршење овог правног начела резултира могућношћу тражења судске заштите због неједнаког третмана акционара исте класе и представља најшири правни основ за заштиту права акционара.

Стандарди налажу да акционар има права да региструје своје власништво на сигуран начин, тако да је и српско законодавство прихватило сигурне методе регистрације власништва. Акционаром у односу на акционарско друштво и трећа лица, сматра се лице које је као законити ималац акција уписано у Централни

---

<sup>642</sup> Закон о преузимању, члан 19.

<sup>643</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 261. Нејавно акционарско друштво се преузима на основу закљученог уговора између купца и продавца акција, који мора бити сачињен у обавезној (*ad solemnitatem*) писаној форми, на коме се потписи купца и продавца оверавају.

<sup>644</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 269.

регистар, при чему упис акција у Централни регистар има конститутивно дејство.<sup>645</sup> Поред наведеног, у корпус ових права спада и право право учешћа и гласања на скупштини, по принципу „једна акција-један глас“. Законодавац такође прокламује могућност учествовања свих акционара у раду скупштине акционара (осим ако је то право ограничено статутом на поседовање 0,1% акција одговарајуће класе), кроз (1) право гласа о питањима о којима гласа његова класа акција и (2) право на учешће у расправи о питањима на дневном реду скупштине, укључујући и право на подношење предлога, постављање питања која се односе на дневни ред скупштине и добијање одговора, у складу са статутом и пословником скупштине.<sup>646</sup> Акционар мора бити благовремено и потпуно обавештен и о другим чињеницама као што су време и место одржавања скупштине, начин на који може учествовати у раду скупштине (лично или преко пуномоћника, или путем коришћења електронских средстава за гласање), као и о другим околностима, које могу бити од утицаја на коришћење права гласа, као једног од елементарних права сваког акционара.

Право на информисање је значајно право и може се посматрати као колективно и индивидуално право акционара, о чему је било речи у претходном делу докторске дисертације.<sup>647</sup>

Имовинска права су везана пре свега за одређену имовински изражену корист, коју акционар остварује на основу својих акција. Прва асоцијација на имовинска права је право на дивиденду, као и располагање акцијама и правима из акција, за одређену имовинску вредност. Иако је главна мотивација стицања акција у једном друштву могућност исплате дивиденде и/или повећање вредности тих акција, у пракси се исплата дивиденде акционарима више врши на бази изузетка од правила. Српски законодавац није прописао обавезу акционарског друштва да по усвајању финансијских извештаја и по евентуалном покрићу губитка и издвајању за резерве (законске и статутарне), добит расподели акционарима за дивиденду, већ

---

<sup>645</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 249 став 1.

<sup>646</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 328.

<sup>647</sup> Васиљевић, М. (2013), *op.cit.*, стр.110-111.

је ту опцију оставио на одлуку контролном акционару.<sup>648</sup> Међутим, уколико се одлуком о расподели добити одобри и исплата дивиденде, друштво је у обавези да у року од петнаест дана од дана доношења одлуке о исплати дивиденде, измири акционарима настали дуг у новцу или акцијама, по овом основу, у ком случају акционари постају повериоци друштва.<sup>649</sup>

Акцијама и правима из акција се може слободно располагати осим у следећим случајевима и то: (1) када је статутом пренос акција ограничен правом прече куповине осталих акционара; (2) када је пренос лимитиран давањем претходне сагласности друштва или (3) када је статутом или одлуком о издавању пренос права из акција ограничен или укинут.<sup>650</sup> Истичемо да се у јавним акционарским друштвима не могу увести ограничења располагања у преносу акција, али да наведена ограничења, могу бити од значаја када се путем понуде за преузимање стичу акције нејавног акционарског друштва.

Из наведеног прегледа се може утврдити да горе наведена права могу имати значај или утицај на процес преузимања и заштиту права акционара у фази која претходи аквизицији, на различите начине.

*Први начин* је недовољно поштовање основних права акционара у друштву (на пример, право информисања, политика дивиденде, немогућност утицања на избор и разрешење управе, немогућност покретања судског поступка због недостатка капиталног цензуса и др.). У овој ситуацији ће непоштовање права или немогућност реализације истих утицати *inter alia* на доношење одлуке акционара да продају своје акције.

*Други начин* је коришћење права гласа у делу утицања на предлагање и доношење одлука и мера које могу бити од значаја *ex ante* у ужем смислу, код заштите права акционара или управе у поступку непријатељског преузимања (издавање конвертибилних обвезница, овлашћени капитал, измене статута,

---

<sup>648</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 270.

<sup>649</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 271, став 1-3.

<sup>650</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 261.

каскадни одбор, кумулативно гласање и др.), уколико нису у супротности са принципом неутралности и пробијања.

*Трећи начин* на који општа прва мањинских акционара јесу од значаја код промене контроле над акционарским друштвом су мере заштите односно права која се пружају мањинском акционару према институтима компанијског права, по својој врсти припадају и личним и имовинским и правима којима се пружа судска заштита. Међутим, најбитнија права која се гарантују мањинским акционарима у овом делу су право на правичну новчану накнаду у случају несагласности, принудна продаја, принудна куповина и права код делистирања.

Сходно наведеном, сваки акционар друштва може и треба да буде информисан у вези са евентуалним ограничењима или гаранцијом већих права од уобичајених, у оквиру акционарског друштва, који механизми могу представљати меру одбране у току преузимања или фаворизовати акционара или групу акционара, као и управу у вези са поступком преузимања. У том смислу право информисања и право учествовања у раду скупштине акционара са свим својим аспектима и пратећим правима представљају важан фактор у заштити права акционара у поступку аквизиције.

На овом месту истичемо, да ће права којима је пружена судска заштита детаљно бити приказана у четвртом делу дисертације.

### **5.2.2. Заштита мањинских права у фази аквизиције**

У вези са заштитом права мањинских акционара, најзначајнији механизми заштите су: (1) одређивање цене акције у понуди за преузимање; (2) принципи неутралности управе и (3) право пробијања, имајући у виду прописане могућности акционара да правним средствима утичу на отклањање неправилности или незаконитости које су везане за наведене институте, односно заштити на други начин своја права.

Поред прецизног дефинисања начина утврђивања цене, законодавац је предвидео три могућности исплате цене и то у новцу, хартијама од вредности и

дужничким хартијама које издаје Република Србија и Народна банка Србије.<sup>651</sup> Уколико се цена исплаћује у хартијама од вредности, законодавац поставља одређене захтеве и то да су хартије укључене на одговарајуће тржиште и да нису под теретом. Међутим, без обзира на наведене критеријуме, законодавац је прописао обавезу за понуђача да, када нуди накнаду у хартијама од вредности или комбиновано, обавезан је да понуди и новчану накнаду као алтернативу.<sup>652</sup>

Имајући у виду да процедура (непријатељског) преузимања акционарског друштва формално започиње објављивањем обавештења о намери преузимања, то се овај тренутак узима као важан и за почетак примене *принципа неутралности* или пасивности управе. Наиме, управа друштва од тог тренутка мора да поступа у најбољем интересу акционара, тако што не сме да обавља следеће активности, без претходне сагласности скупштине акционара.<sup>653</sup>

- 1) не може да користи статутом дато овлашћење у вези са издавањем нових акција и у вези са тим повећањем капитала (ограничење домета мере одбране „отровна пилула“);
- 2) не сме да доноси одлуке о предузимању одређених послова мимо редовних, нити одлуке о закључењу правних послова који би знатно утицали на стање имовине или обавеза циљног друштва, те следствено не може предузимати уговорне мере одбране нити мере продаје одређене вредне имовине друштва – на коју је иначе овлашћен у редовном току пословања, (испод вредности од 30 процента или више од књиговодствене вредности укупне имовине друштва исказане у последњем годишњем билансу стања);<sup>654</sup>
- 3) не сме да донесе одлуку у вези са стицањем или отуђењем сопствених акција (забрана мере “зелена пошта” и варијанта “белог витеза” коме би се продале акције и

---

<sup>651</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 261, став 13.

<sup>652</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 22, став 16.

<sup>653</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 38, став 3.

<sup>654</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 470.

- 4) не сме да објави понуду за преузимање неког другог акционарског друштва (забрана *Rac-tan* одбране).<sup>655</sup>

Једина дозвољена активност управе, у смислу одбрамбених тактика, мимо обављања редовних послова у друштву јесте тражење конкурентске понуде за преузимање.<sup>656</sup>

Тренутак објављивања обавештења о намери преузимања је од значаја за почетак дејства *принципа пробијања*. Тако српски законодавац прописује да друштво (скупштина друштва) не сме од тог тренутка у оснивачком акту или статуту предвидети ограничења у погледу броја гласова које носе акције с правом гласа, а уколико су таква ограничења већ предвиђена, скупштина акционара их може простом већином ставити ван снаге, без обзира да ли је нека друга већина прописана статутом за доношење такве одлуке.<sup>657</sup> Из наведене одредбе се може закључити да је законодавац поштовао принцип просте већине, те је дао могућност укидања статутарних ограничења у току трајања понуде, уколико је за преузимање већина акционара (принцип већине). После спровођења понуде, законодавац је прописао да без обзира на то каква је већина прописана статутом за доношење одређене одлуке, одлуке ће бити донете обичном већином, чиме је прописана директна примена принципа пробијања. Наиме, по окончању поступка преузимања скупштина акционара може простом већином суспендовати, односно ставити ван снаге одредбе оснивачког акта или статута којима су предвиђена ограничења која се односе на мандат и избор чланова управе,<sup>658</sup> а све ради поједностављивања процеса преузимања контроле над циљним друштвом, пропорционално власништву над капиталом.

---

<sup>655</sup> Стратегија одбране од непријатељског преузимања постоји, када циљна компанија, чије су акције предмет понуде за преузимање објави понуду за преузимање према компанији која жели да је преузме. Ова стратегија се назива *Rac-tan* стратегија одбране.

<sup>656</sup> Закон о преузимању акционарских друштава, члан 38, став 2. Стратегија тражења конкурентске понуде у току преузимања се назива „бели витез“ и састоји се у анимирању компаније са којом управа има боље релације и која се сматра бољим преузиматељем од подносиоца непријатељске понуде за преузимање и обично резултира у већој цени акције и задржавању управе.

<sup>657</sup> Закон о преузимању, члан 39, став 1.

<sup>658</sup> Закон о преузимању, члан 39, став 2.

Законодавац прописује и обавезу управе (управног одбора) да у року од десет дана од дана објављивање понуде, објави своје образложено мишљење у коме је обавезна да узме у обзир понуду за преузимање у целини и у делу који се односи на цену коју понуђач нуди по акцији, његове циљеве и намере у вези са друштвом које се преузима и да јасно искаже свој став да ли поднету понуду за преузимање подржава или не. Обавеза уздржавања од доношења било каквих одлука којима би се незаконито спречило или отежало преузимање или штетно утицало на пословање, законодавац истиче као обавезу и управног и надзорног одбора.<sup>659</sup>

Посебно право акционарима је гарантовано у случају да понуђач не објави понуду за преузимање под условима и на начин прописан принудним прописима. Сваки акционар у том случају може путем суда захтевати откуп акција са правом гласа, под условима под којима је морала бити објављена понуда за преузимање.<sup>660</sup>

### 5.2.3. Постаквизициона заштита права мањинских акционара

Постаквизициона заштита права мањинских акционара огледа се пре свега институтима принудног откупа (*squeeze-out*) и права на продају акција (*sell-out*), који се институти комплементарно огледају у праву већинског власника да принуди мањинске акционаре да му продају своје акције и истовременом праву мањинских акционара да принуди већинског власника да откупи њихове акције, о чему је било речи.

У српском праву, принудни откуп (раније принудна продаја) и право на продају (раније принудни откуп) су првобитно егзистирали као институти и права преузимања и компанијског права, јер су били истовремено регулисани и Законом о преузимању и компанијским законом.<sup>661</sup> Доношењем новог Закона о привредним друштвима, принудни откуп и право на продају су постали део општих института компанијског права, имајући у виду да су предметне одредбе избрисане из Закона о

<sup>659</sup> Закон о преузимању, члан 40, став 7.

<sup>660</sup> Закон о преузимању, члан 41б, став 1.

<sup>661</sup> Закон о привредним друштвима (2011), чланом 447 је одређен праг стицања од 95% акција са правом гласа циљног друштва.

преузимању акционарских друштава.<sup>662</sup> Новелама којима је успостављен нови правни режим ова два института, праг стицања као праг за активирање права снижен је на 90% основног капитала циљног друштва и 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције, након чега већински, односно мањински акционари могу активирати своја права.

Право већинског акционара да откупи принудно акције од стране мањинских акционара се може извршити на два начина у случају стицања утврђеног прага акција или гласова (1) без обзира на начин стицања када је ово институт компанијског права или стицања утврђеног прага акција или гласова, непосредно (2) после подношења понуде за преузимање акција, када говоримо о институту права преузимања, регулисаном компанијскоправним нормама.

#### **5.2.3.1. *Право на принудну продају***

Сходно наведеном, важећа правила за спровођење права већинског акционара на принудни откуп од стране мањинских акционара у првом случају су дефинисана на следећи начин:<sup>663</sup>

- 1) принудни откуп акција се може спровести на предлог акционара који има акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и који има најмање 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције (откупилац), сам или заједно са лицима повезаним са тим акционаром, под условом да су та лица повезана са откупиоцем у периоду од најмање годину дана пре доношења одлуке о принудном откупу;
- 2) акционар подноси скупштини друштва предлог за принудни откуп акција, осим уколико статутом акционарског друштва принудни откуп није допуштен или се прописује већи проценат учешћа откупиоца у основном капиталу друштва као предуслов и

---

<sup>662</sup> Законом о изменама и допунама закона о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС* бр.99/2011, су укинута чланови 34 и 35 Закон о преузимању, при чему су измене закона ступиле на снагу дана 04.01.2012.године, с почетком примене од 01.02.2012.године.

<sup>663</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 515.



- 3) скупштина доноси одлуку о принудном откупу свих акција преосталих акционара која одлука се региструје у Агенцији за регистрацију привредних субјеката и доставља Централном регистру.<sup>664</sup>

Одбор директора, односно надзорни одбор је у обавези да акционарима достави, у оквиру материјала за седницу скупштине на којој се одлучује о принудном откупу следеће обавезне податке:<sup>665</sup> (1) обавештење о начину утврђивања цене акција које су предмет принудног откупа; (2) све вредности тих акција и (3) годишње финансијске извештаје и годишње извештаје о пословању, као и консолидоване годишње извештаје о пословању ако постоје, за три последње пословне године. Поред обавезних података, акционарима се могу доставити и подаци о правима акционара на исплату цене, праву на побијање одлуке скупштине, као и праву да траже да надлежни суд испита примереност накнаде.

Из наведених одредаба се закључује да је домаћи законодавац водио рачуна о праву на информисање акционара и заштити интереса у вези са исплатом цене акција које су предмет принудног откупа, имајући у виду да акционар има право да тражи у судском поступку испитивање примерености накнаде.

У том смислу, цена акција која се исплаћује акционарима у поступку принудног откупа се утврђује на исти начин као и цена која се исплаћује несагласним акционарима, а према вредности акција на дан који не претходи више од три месеца дану доношења одлуке о принудном откупу.<sup>666</sup> Такође, цена ће бити

---

<sup>664</sup> Закон о преузимању, члан 519.

<sup>665</sup> Закон о преузимању, члан 517.

<sup>666</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 259. Према овој методологији, тржишна вредност акција јавног акционарског друштва утврђује се као пондерисана просечна цена остварена на регулисаном тржишту капитала, односно мултилатералној трговачкој платформи, у смислу закона којим се уређује тржиште капитала, у периоду од шест месеци који претходи дану доношења одлуке којом се утврђује тржишна вредност акција, под условом да је у том периоду остварени обим промета акцијама те класе на тржишту капитала представљао најмање 0,5% укупног броја издатих акција те класе, и да је најмање у три месеца тог периода остварени обим промета износио најмање 0,05% укупног броја издатих акција те класе на месечном нивоу. Изузетно, тржишна вредност акција јавног акционарског друштва може се утврдити путем процене под условом да тако утврђену тржишну цену прихвати скупштина на основу образложеног предлога одбора директора, односно надзорног одбора у коме се мора навести и тржишна вредност тих акција.

утврђена на другачији начин у смислу увећања, у случају да се принудним откупом откупљују акције чији су акционари имали посебне погодности.<sup>667</sup>

Цена акција се начелно одређује према критеријуму за утврђивање цене акција код откупа од несагласних акционара. Релевантна цена за исплату у принудном откупу ће бити највиша између од књиговодствене, тржишне и процењене вредности акција.

На основу наведених параметара, акционарско друштво на скупштини утврђује цену акција које треба да буду предмет откупа. Одлука о предмету откупа престаје да важи уколико се не изврши у року од 30 дана од дана доношења одлуке,<sup>668</sup> или уколико откупилац не депонује средства за исплату цена акција у року од осам дана од дана обавештавања Централног регистра о доношењу те одлуке.<sup>669</sup>

Против одлуке о принудном откупу акција, могу се користити два правна средства: (1) општа правила о побијању одлука скупштине, уз примену краћег рока за побијање (основ побијања не може бити непримереност цене акција) и (2) правно средство које се односи на испитивање примерености цене од стране суда.<sup>670</sup> Испитивање примерености цене акција се може извршити на следећи начин:<sup>671</sup>

- 1) подносилац захтева може бити било који акционар;
- 2) захтев се подноси надлежном суду у ванпарничном поступку;
- 3) рок за подношење захтева је 30 дана од дана регистрације одлуке о принудном откупу акција и
- 4) разлог подношења захтева је незаконито утврђена цена акције.

---

<sup>667</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 516, став 2.

<sup>668</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 516, став 3.

<sup>669</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 516, став 4 и 5.

<sup>670</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 520 и 521.

<sup>671</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 521.

Уколико је захтев благовремен и поднет од стране овлашћеног лица, суд ће по службеној дужности, без одлагања обавестити Централни регистар да обустави исплату цене акционарима чије су акције предмет принудног откупа, до доношења правноснажне одлуке. Уколико је захтев за преиспитивање цене усвојен, те је правноснажном одлуком утврђена виша цена акције од цене акције утврђене одлуком о принудном откупу, откупилац ће бити у обавези да на рачун Централног регистра депонује разлику између те две цене, са припадајућом законском затезном каматом, обрачунатом од дана доношења одлуке о принудном откупу, у року од 30 дана од дана правноснажности одлуке суда.<sup>672</sup> Одредбе о дефинисању камате се косе са основним принципима утужења, а то је да се камата обрачунава од дана доспелости.

Законодавац је у вези са обавезом исплате цене акција у случају утврђивања више цене од цене из одлуке о принудном откупу утврдио додатну гаранцију акционарима да ће им бити исплаћена разлика између наведене две цене уз законску затезну камату, уводећи неограничену солидарну одговорност акционарског друштва за исплату те разлике.<sup>673</sup> Ово решење пружа додатно обезбеђење акционарима да ће наплатити наведени новчани износ, јер ће имати могућност да наплату захтевају од привредног друштва пред привредним судом, у домаћој држави, што омогућава већу ефикасност наплате насталог потраживања. Застарелост захтева за исплату разлике у цени, наступа у року од три године од дана правноснажности одлуке суда у вези са примереношћу цене акција.

Други начин откупа акција од стране мањинских акционара је у случају подношења понуде за преузимање, што представља изузетак у погледу цене акција која се исплаћује мањинским акционарима.<sup>674</sup> Наиме, откупилац који је путем понуде за преузимање испунио услов и стекао 90% капитала односно права гласа у акционарском друштву или је ту понуду за преузимање спровео као обавезну, има

---

<sup>672</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 521, став 1.

<sup>673</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 521, став 6.

<sup>674</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 522.

право да у року од три месеца од дана истека понуде за преузимање спроведе принудни откуп акција по условима из понуде за преузимање.

### 5.2.3.2. *Право на принудну куповину*

У вези са комплементарним правом на продају акција, законодавац је утврдио слична правила као код права на принудни откуп.<sup>675</sup>

- 1) сваки акционар у друштву у коме контролни акционар стекне акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва има права да поднесе писани захтев за куповину акција од стране контролног акционара;
- 2) контролни акционар је обавезан је да купи акције сваког од преосталих акционара друштва;
- 3) писани захтев има обавезну садржину и то назнаку о врсти, класи и броју акција које су предмет продаје и доставља се акционарском друштву;
- 4) цена акције по којој је контролни акционар у обавези да купи акције, одређује се сходном применом правила за принудни откуп акција, односно за откуп акција од несагласног акционара;
- 5) акционарско друштво је у обавези да у року од 60 дана утврди цену акција које су предмет куповине и о томе обавести контролног акционара и подносиоца захтева и
- 6) контролни акционар је у обавези да у року од 30 дана од дана пријема обавештења о утврђеној цени од стране акционарског друштва изврши исплату утврђене вредности акција акционару подносиоцу захтева.

У случају реализације права на продају акција, акционар подносилац захтева који сматра да вредност акција које су предмет продаје није утврђена у складу са законом од стране скупштине акционарског друштва, може у року од 30 дана од

---

<sup>675</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 522.

дана пријема обавештења тражити судску заштиту.<sup>676</sup> Заштита акционара се огледа у обраћању надлежном суду у ванпарничном поступку ради утврђивања исправне вредности акција. Уколико суд утврди да вредност акција треба да буде виша, обавезаће контролног акционара да исплати акционару подносиоцу захтева додатни износ у року од 30 дана од дана правноснажности судске одлуке, са законском затезном каматом од дана истека рока за исплату. Закључујемо да је законодавац правилно одредио тренутак од кога тече камата, као тренутак доспелости наведеног дуга, а у складу са општим правилима облигационог права. Законодавац је код права на продају *mutatis mutandis* праву на принудни откуп увео неограничену солидарну одговорност друштва према акционару у случају права на принудни откуп чиме се додатно гарантује заштита права мањинског акционара.

Застарелост наведеног права такође наступа у року од три године од правноснажности одлуке суда. Као и код права на принудни откуп, постоји изузетак од правила за утврђивање цене акција, а односи се на случај стицања права на основу добровољне или обавезне понуде за преузимање, када се као релевантна цена утврђује цена из понуде, уколико се право на продају акција спроводи у року од три месеца.

### **5.3. Остала права мањинских акционара обезбеђена судском заштитом**

Српско компанијско право је прописало и друге институте заштите права мањинских акционара који су у директној или индиректној вези са поступком аквизиције акционарских друштава и заштитом права мањинских акционара, од којих ћемо навести најзначајнија.

#### **5.3.1. Општа правила о праву на побијање одлука скупштине**

Право на побијање одлуке скупштине акционара је релевантно за заштиту права мањинских акционара у поступку аквизиције акционарског друштва, јер се на скупштини могу доносити одлуке којима се може утицати на права мањинских акционара. Права мањинских акционара се могу мењати на основу (1) одлуке којом

---

<sup>676</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 521.

се установљава квалификована већина код измена и допуна статута друштва којима се гарантују или ограничавају права акционара; (2) одлуке у вези са финансијским аспектима пословања друштва или са одређеним последицама на финансијске извештаје (располагање имовином велике вредности, одобравање трансакција са повезаним лицима) и (3) одлуке о издавању нових емисија акција (са искључењем права прече куповине, уносом неновчаног улога, за професионалног инвеститора и др.), као и одлуке о смањењу капитала и др.

### **5.3.2. Посебна права несагласних акционара**

Права несагласних акционара су по својој суштини права мањинских акционара која се емпиријски најчешће користе. Право на несагласност поседује сваки акционар, без одређивања капиталног цензуса за подношење захтева односно тужбе, као и акционар који није присуствовао седници скупштине на којој је донета одлука која је предмет побијања. Захтев друштву да откупи његове акције акционар може поднети уколико гласа против или се уздржи од гласања за одлуку о промени статута којом се умањују његова права, о статусној промени, промени правне форме, промени времена трајања друштва, о одобравању стицања, односно располагања имовином велике вредности, којом се мењају његова друга права, ако је статутом одређено да акционар из тог разлога има право на несагласност и на накнаду тржишне вредности акција, као и о повлачењу једне или више класа акција са регулисаног тржишта, односно МТП.<sup>677</sup>

Наведене одлуке морају садржати став да ступају на снагу даном исплате свих несагласних акционара, на који начин се пружа додатна заштита мањинским акционарима да ће бити исплаћени.

У односу на наведене разлоге активирања права на несагласност, у најужој вези са аквизицијом акционарског друштва су промена правне форме и/или повлачење акција са тржишта (делистирање). Контролни акционар, који поседује трчетвртинску већину може донети одлуку о повлачењу акција (одређене класе) са трговања на регулисаном тржишту или МТП, што би онемогућило мањинске

---

<sup>677</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 474, став 1.

акционаре да продају своје акције трећим лицима (*exit*). Имајући у виду да се не прелази праг од 90%, мањински акционар не би могао да користи институте принудне продаје или откупа. У истом претпостављеном случају, након делистирања, акционарска друштва због снижења трошкова, најчешће доносе одлуке о промени правне форме у друштво са ограниченом одговорношћу, што доводи до потпуне експропријације права мањинског акционара. Мањински акционар више неће бити у могућности да утиче на доношење одлука и управљање у друштву.

Поступак остваривања права на несагласност започиње још у фази припреме скупштине акционара на којој се доноси таква одлука, јер сам скупштински материјал мора садржати, између осталог, и обавештење о правима несагласних акционара на откуп акција и формулар за реализацију тог захтева, као и податак о књиговодственој, тржишној и процењеној вредности акција.

Уколико акционар жели да реализује право на откуп акција од стране друштва због несагласности са одређеном одлуком, у обавези је да (1) свој захтев достави друштву или на седници на којој се доноси одлука или (2) у року од 15 дана од дана закључења седнице скупштине.<sup>678</sup> Друштво је у обавези да исплати акционару припадајућу вредност (највишу од назначених) у року 75 дана од дана закључења скупштине.<sup>679</sup>

Судска заштита је пружена мањинским акционарима, у три ситуације и то: (1) уколико им друштво не исплати цену акција или (2) не исплати пуну вредност акција која је утврђена од стране суда или (3) је друштво извршило само делимичну исплату акција.<sup>680</sup> Рок за подношење тужбе је 30 дана од дана извршене исплате, односно истека рока за исплату у случају да исплата није извршена или није извршена у целости.<sup>681</sup> Правно дејство доношења правноснажне пресуде којом се друштво обавезује на додатну исплату или само исплату има колективни карактер,

---

<sup>678</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 475 став 2.

<sup>679</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 475, став 3.

<sup>680</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 1.

<sup>681</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476 став 2.

јер њене последице делују и на акционаре који нису поднели тужбу, имајући у виду да је друштво у обавези да свим другим несагласним акционарима исте класе акција призна и исплати исту вредност акција, независно од тога да ли су поднели тужбу.<sup>682</sup> Међутим, уколико друштво не поступи ни по правноснажној пресуди, у року за извршење (париционом року), сваки несагласни акционар може (новом) тужбом захтевати исплату разлике до пуне вредности акција, односно вредности акција која је утврђена том пресудом, без обзира да ли је сам учествовао у подношењу тужбе и да ли се на тог акционара односи пресуда.<sup>683</sup>

### **5.3.3. Подношење тужбе за престанак друштва или одређивање других мера**

Једна од најрадикалнијих мера које могу предузети мањински акционари ради заштите својих права је подношење тужбе за престанак друштва или одређивање других мера. Ово право могу остварити мањински акционари који поседују или представљају најмање 20% основног капитала друштва, у следећим случајевима:<sup>684</sup>

- 1) Уколико управа не може да води послове друштва из субјективног или објективног разлога, а скупштина не може да прекине блокаду, што за последицу има да се послови друштва не могу више водити у *интересу акционара*;
- 2) акционари су блокирани у одлучивању на скупштини на најмање две узастопне седнице скупштине, што за последицу има да се послови друштва не могу више водити у *интересу друштва*;
- 3) уколико управа делују противзаконито, непоштено или преварно, а противно интересима акционара који подносе тужбу и
- 4) имовина акционарског друштва се расипа и умањује.

---

<sup>682</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 3.

<sup>683</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 4.

<sup>684</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 2.



Из наведених разлога, закључује се да наш законодавац сагледава корпоративно управљање двојако, кроз заштиту интереса акционара, али и самог друштва.

Суд је овлашћен да у току поступка по тужби мањинских акционара, уколико сматра да су разлози због којих је тужба поднета отклоњиви, остави акционарском друштву рок од максимално шест месеци за отклањање предметних неправилности. У случају да акционарско друштво у остављеном року не отклони неправилности, суд ће пресудом одредити накнаду штете акционарима и/или престанак друштва или једну или више од следећих мера:<sup>685</sup>

- 1) разрешење члана управе;
- 2) увођење принудне управе до именовања нове управе (директора или чланова надзорног одбора);
- 3) спровођење ванредне ревизије финансијских извештаја друштва;
- 4) доношење одлуке о расподели добити или о исплати дивиденде;
- 5) откуп акција које поседују акционари који су поднели тужбу од стране друштва.

Остала права која дају могућност мањинским акционарима на заштиту јесу право на спровођење посебне или ванредне ревизије финансијских извештаја,<sup>686</sup> право вета на одлуку скупштине акционарског друштва којом се одриче захтева за накаду штете по основу имовинске одговорности директора<sup>687</sup> и др.

Више о процесноправном аспекту и судској пракси ових права биће у четвртом овог рада.

---

<sup>685</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 3-4.

<sup>686</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 456. За подношење захтева за спровођење посебне или ванредне ревизије, захтева се капитални цензус од 10%.

<sup>687</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 415, став 7.

## 6. УПОРЕДНОПРАВНИ ПРЕГЛЕД ПРАВА АКЦИОНАРА У РЕГИОНУ

Права мањинских акционара у поступку преузимања су на сличан начин заштићена и у државама у окружењу. Упоредноправно, анализирали смо прописе из области права преузимања, уз консултовање прописа из области компанијског права и права хартија од вредности односно тржишта капитала у случају постојања упућивања на те прописе или појединих нејасноћа у вези са заштитом права акционара. Предмет анализе су биле следеће јурисдикције БИХ – Република Српска, Македонија, Црна Гора, као и две државе чланице Европске уније Хрватска и Словенија. Државе чији су прописи анализирани су државе које су биле у саставу СФРЈ, односно имале исти правни оквир, тако да је упоредноправни преглед прописа са наведеним државама од великог значаја за истраживање, из два разлога. Први је разлог што ниједна од анализираних држава није имала тржишну, већ социјалистичку привреду те су акционарство и институти заштите права акционара представљали новину и с друге стране јер све анализиране државе припадају систему континенталног права у које се трансплантирају институти англосаксонског.

**Табела 9:** Упоредноправни преглед прописа који регулишу права мањинских акционара

	Компанијски закон	Преузимање	Тржиште капитала
Србија	Закон о привредним друштвима	Закон о преузимању акционарских друштава	Закон о тржишту капитала
Република Српска	Закон о привредним друштвима <sup>688</sup>	Закон о преузимању акционарских друштава <sup>689</sup>	Закон о тржишту хартија од вриједности <sup>690</sup>
Словенија	Zakon o gospodarskih družbah <sup>691</sup>	Zakon o prevzemih <sup>692</sup>	Zakon o trgu finančnih instrumentov <sup>693</sup>

<sup>688</sup> Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, 127/08, 58/09, 100/11 и 67/13.

<sup>689</sup> Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 65/2008, 792/2009 и 59/2013.

<sup>690</sup> Закон о тржишту хартија од вриједности, *Службени гласник РС*, бр. 92/2006, 34/2009, 8/2012 – одлука УС, 30/2012, 59/2013, 86/2013 – одлука УС, 108/2013 и 4/2017.

<sup>691</sup> Zakon o gospodarskih družbah, *Uradni list RS*, št. 65/09 – uradno prečišćeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15 i 15/17.

<sup>692</sup> Zakon o prevzemih, *Uradni list RS*, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.

Хрватска	Zakon o trgovačkim društvima <sup>694</sup>	Zakon o preuzimanju deoničkih društava <sup>695</sup>	Zakon o tržištu kapitala <sup>696</sup>
Црна Гора	Zakon o привредним друштвима <sup>697</sup>	Zakon o преузимању акционарских друштава <sup>698</sup>	Zakon o хартијама од вриједности <sup>699</sup>
Македонија	Zakon za трговските друштва <sup>700</sup>	Zakon za преземање на акционарски друштва <sup>701</sup>	Zakon o хартии од вредности <sup>702</sup>

Имајући у виду тему ове докторске дисертације, приликом истраживања, акценат је стављен на начела и права акционара гарантована Директивом о преузимању.

Све посматране државе су у законе о преузимању имплементирале начела из Директиве о преузимању осим Словеније, која је за разлику од других држава, најдетаљније разрадила и дефинисала институте права преузимања.

Обавезна понуда за преузимање и одређивање правичне цене, имплементирано је у сва законодавства, тако да је постављен праг за преузимање од 25%, осим у Црној Гори и Словенији где стицање 30% односно 1/3 акција са правом гласа активира подношење обавезне понуде. Све државе имају постављен и праг за секундарну обавезну понуду која се подноси након стицања више од 75% акција са правом гласа, док поједине државе (Словенија и Хрватска) имају

<sup>693</sup> Zakon o trgu finančnih instrumentov, *Uradni list RS*, št. 108/10 – uradno prečišćeno besedilo, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K, 30/16 in 9/17.

<sup>694</sup> Zakon o trgovačkim društvima, „*Narodne novine*“, broj 111/93, 34/99, 52/00 – Odluka USRH, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11 – Kazneni zakon, 152/11 (pročišćeni tekst), 111/12, 68/13 i 110/15.

<sup>695</sup> Zakon o preuzimanju deoničkih društava, „*Narodne novine*“, broj 109/07, 36/09, 108/12, 90/13 i 148/13.

<sup>696</sup> Zakon o tržištu kapitala, „*Narodne novine*“, broj 88/08, 146/08, 74/09, 54/2013, 159/13, 18/15, 110/15.

<sup>697</sup> Закон о привредним друштвима, *Службени лист РЦГ*, бр. 6/2002, *Службени лист РЦГ*, бр. 17/2007, 80/2008, 40/2010, 73/2010 и 36/2011, 40/2011.

<sup>698</sup> Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени лист РЦГ*, број 18/2011.

<sup>699</sup> Закон о хартијама од вриједности, *Службени лист РЦГ*, број 59/00, 10/01, 43/05, 28/06.

<sup>700</sup> Закон за трговските друштва, *Службен весник на Република Македонија* број 28/2004, 84/2005, 25/2007, 87/2008, 42/10, 48/10, 24/11, 166/12, 70/13, 119/13, 120/13, 187/13, 38/14, 41/14, 138/14, 88/15, 192/15, 6/16 и 30/16.

<sup>701</sup> Закон за преземање на акционарски друштва, *Службен весник на Република Македонија*, бр. 69/2013, 188/2013, 166/2014.

<sup>702</sup> Закон о хартии од вредности, *Службен весник на Република Македонија*, бр. 95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010 и 13/2013).

дефинисана сва три обавезни, додатни и финални праг стицања, при чему се обавеза подношења понуде активира додатним стицањем од 10% акција.

Обавеза неутралности управе не постоји у законодавству Републике Српске, док је уведена у сва остала законодавства, док право пробијања није регулисано у Републици Српској нити у Македонији.

На крају смо анализирали одредбе које се односе на право принудне продаје и право принудне куповине и утврдили да је праг за активирање права постављен на 95% осим у Словенији, где могућност принудне продаје настаје стицањем преко 90% акција. Принудна куповина није регулисана прописом о преузимању нити компанијским законом у Црног Гори, док је таква могућност прописана у Словенији, али без одређивања прага стицања од стране већинског власника кроз упућивање на цену и начин исплате регулисан компанијским законом за други институт.

Преглед стања заштите права акционара и других параметара је дат и у следећој Табели 10:

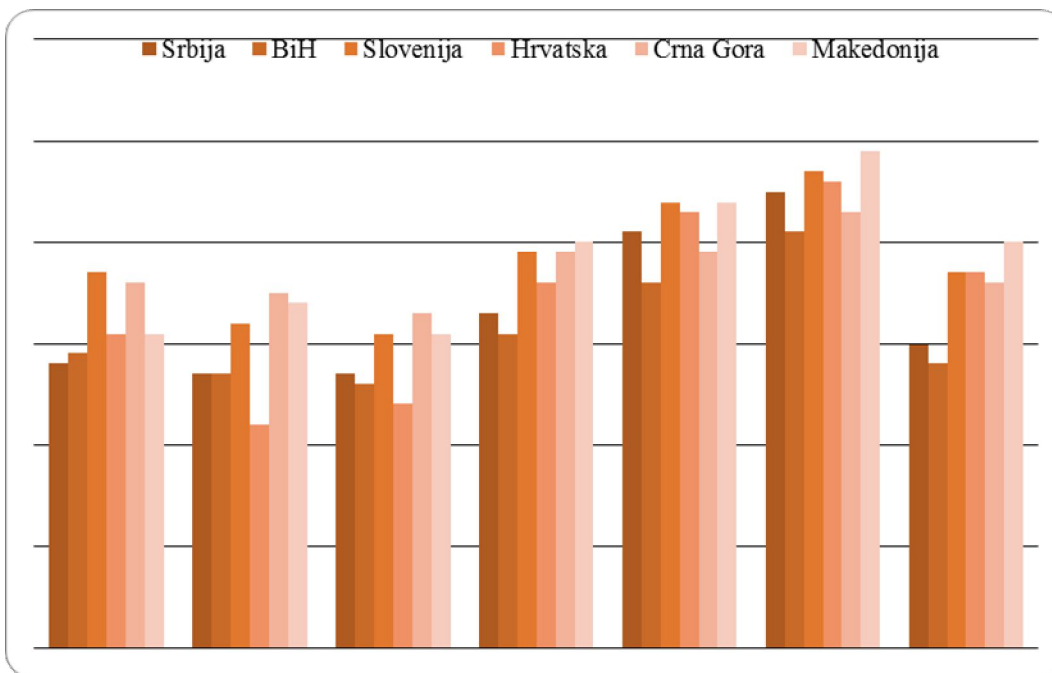
**Табела 10:** Преглед стања заштите права акционара и других параметара

Врста индекса/критеријума	Србија		БИХ		Словенија		Хрватска		Црна Гора		Македонија	
	Рејтинг	Вредност	Рејтинг	вредност	Рејтинг	Вредност	Рејтинг	Вредност	Рејтинг	Вредност	Рејтинг	Вредност
<b>Независност правосуђа</b>	122	2.8	116	2.9	82	3.7	104	3.1	90	3.6	106	3.1
<b>Ефикасност правног оквира при решавању спорова</b>	124	2.7	123	2.7	91	3.2	134	2.2	75	3.5	80	3.4
<b>Ефикасност правног оквира у примени прописа</b>	115	2.7	123	2.6	89	3.1	130	2.4	77	3.3	92	3.1
<b>Етичко</b>	109	3.3	124	3.1	66	3.9	88	3.6	67	3.9	47	4.0

понашање компанија												
Снага ревизије и стандарди извештавања	101	4.1	131	3.6	75	4.4	85	4.3	106	3.9	54	4.4
Ефикасност корпоративних одбора	99	4.5	124	4.1	86	4.7	91	4.6	114	4.3	79	4.9
Заштита интереса мањинских акционара	134	3.0	137	2.8	98	3.7	96	3.7	110	3.6	66	4.0

Извор: WEF, The global competitiveness report 2016-2017

**Графикон 1:** Упоредноправни преглед стања заштите права акционара и других параметара



Извор: WEF, The global competitiveness report 2016-2017

## ДЕО 4. ПРОЦЕСНОПРАВНА ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

### 1. ОПШТЕ НАПОМЕНЕ О ПРОЦЕСНОПРАВНОМ АСПЕКТУ ЗАШТИТЕ ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

У претходним деловима дисертације смо објаснили која су основана права акционара и мањинских акционара, којим правним прописима могу бити заштићена и нормирана. Приказ правних система, међународних, наднационалних и националних законодавстава је пружио увид у регулаторну хијерархију и технику, те указао која врста права се може заштитити правним нормама. Бољем разумевању теме је помогао преглед специфичности и корелација заштите права мањинских акционара посматрано из угла компанијског и права преузимања.

Сходно наведеном, у наставку рада, следи преглед начина процесноправне заштите или (принудног) извршења загарантованих права акционара. У том смислу се права акционара, као инвеститора могу штитити на међународном нивоу (арбитраже и судови) на основу извора међународног права, као и на националном нивоу, при чему ћемо анализирати процесноправну заштиту у правном поретку Србије.

Инструменти правне заштите акционара који су позати у пракси компанијског права су традиционалне тужбе за накнаду штете, али то могу бити и други некохерентни правни инструменти, различите правне природе, дејства и обавезности, почев од налога, инструкција, захтева, до тужби за побијање одлука органа друштва и ликвидацију самог друштва, као и специфичних правних средстава која се односе на поступак аквизиције акционарских друштава.

Генерално посматрано, акционари у друштву могу бити оштећени на два начина, директно или индиректно.<sup>703</sup> Директна повреда права акционара, када се акционару ускраћује вршење одређеног права као што је право на учествовање и

---

<sup>703</sup> Gaukrodger, D. (2013). *Investment Treaties as Corporate Law: Shareholder Claims and Issues of Consistency. OECD Working Papers on International Investment*, p.3, преузето са <http://dx.doi.org/10.1787/5k3w9t44mt0v-en> дана 14.02.2017.године.

гласање на скупштини, право на део ликвидационе масе или неко друго право. Индиректна штета акционарима може бити нанета кроз нематеријалну штету (губитак) до кога долази због наношења штете компанији, што даље утиче на укупну вредност компаније, као и акција сваког појединачног акционара.

Прецизну разлику између директне штете (енг. *direct injury*) и индиректне штете (енг. *reflective or derivative loss*) можемо пронаћи у развијеним системима, који се ослањају како на законске одредбе (*civil law*) тако и на прецедентно право (*common law*).

Свеобухватну дефиницију директне и индиректне штете коју трпе акционари, можемо наћи у Принципима корпоративног управљања Америчког правног института<sup>704</sup> која гласи: „...погрешно чињење које умањује корпоративну имовину наношећи штету акционарима посредно, на основу претходно нанете штете компанији, треба посматрати као деривативно по карактеру; насупротив томе, погрешно чињење које је одвојено и различито од било које штете нанете друштву, као и оно којим се оспорава или меша у законит интерес власништва над акцијама, чини основ за директну тужбу.“

Наведени критеријум који се заснива на врсти штете коју трпе акционари, ће бити релевантан за објашњење поделе на директне и индиректне тужбе акционара, као и за прихватање одлучивања о меритуму тужбе.

## **2. МЕЂУНАРОДНОПРАВНА ЗАШТИТА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА**

### **2.1. Правни основ потраживања и заштита мањинских акционара**

Међународноправна заштита се страним инвеститорима традиционално пружала на основу дипломатске заштите, тако што је држава која се позива на дипломатску заштиту заступала интересе свог држављанина на међународном плану, у своје име.<sup>705</sup> Овај правни механизам је данас напуштен и замењен другим

---

<sup>704</sup> American Law Institute, Principles of Corporate Governance in: Gaukrodger, D. (2013), op.cit., p.11

<sup>705</sup> Schreuer, C. H. (2005). Shareholder Protection in International Investment Law. *TDM* 3, преузето са [www.transnational-dispute-management.com](http://www.transnational-dispute-management.com) дана 15.02.2017.године, p.1.

начинима решавања спорова, од којих супремацију има међународна арбитража, успостављена најпре међународним инвестиционим инструментима, али и националним законодавствима, најпре у оквиру правних процедура датих у ISCID Конвенцији.<sup>706</sup>

Савремени међународни инвестициони инструменти садрже екстензивне дефиниције инвестиција, које обухватају акције или друге форме учествовања у компанијама, са истим значењем. Приликом подношења захтева међународним трибуналима (судовима и арбитражама) већински и мањински акционари<sup>707</sup> су изједначени у процесном смислу.<sup>708</sup>

Мањински акционари најчешће покрећу међународне поступке у којима се тражи накнада директне или индиректне штете, против држава у којима компанија има своје седиште (ISDS),<sup>709</sup> а имајући у виду да им стоји на располагању могућност подношења тужбе против трећих лица и/или компаније на основу националног законодавства.

ISDS трибунали прихватају својство активно легитимисаног подносиоца различитим врстама акционара (1) матичној компанији; (2) већинском акционару; (3) мањинском акционару; (4) индиректном акционару који поседује крајњу контролу и другим индиректним акционарима, као што су посредничке холдинг компаније.<sup>710</sup>

---

<sup>706</sup> *Ibid.*

<sup>707</sup> Примери одлука ISCID Центра у којима подносиоци захтева били мањински акционари су: *Asian Agricultural Products Ltd. v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*. (June 1990). ISCID (W. Bank) Case No. ARB/87/3; *Lanco Int'l, Inc. v. Argentine Republic*. (Dec. 1998). ISCID (W. Bank) Case No. ARB/97/6; *CMS Gas Transmission Co. v. Argentine Republic*. (July 2003). ISCID (W. Bank) Case No. ARB/01/8, 47; *Enron Corp. & Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*. (Jan. 2004). ISCID (W. Bank) Case No. ARB/01/3, 44, 49; *Gami Investments, Inc. v. Mexico*. (Nov. 2004) 37, UNCITRAL.

<sup>708</sup> Dumberry, P. (2010). The Legal Standing of Shareholders before Arbitral Tribunals: Has any rule of Customary International Law Crystallised? *Michigan State Journal of International Law*, 18(3), 354-374, p.357.

<sup>709</sup> Пема доступним подацима, покренуто је више од 40 ISDS спорова који укључују потраживања акционара за директну и индиректну штету, више о томе Gaukrodger, D (2013), p.11

<sup>710</sup> Gaukrodger, D. (2013), *op.cit.*, p.26.



## 2.2. Рацио пружања међународноправне заштите

Акционари у већини јурисдикција немају право да потражују индиректну штету од акционарског друштва, већ такав тужбени захтев могу поставити евентуално уз главни који се односи на директну, односно материјалну штету насталу у случају повреде права. Разлог за овакав став се темељи на чињеници да би акционар могао двоструко да наплати накнаду штете. Наиме, акционар би у случају успеха у спору добио могућност да потражује од друштва износ индиректне штете због умањења вредности акција. С друге стране, уколико друштво само покрене и добије поступак за накнаду штете против лица које је штету скривило (управа, менаџер или трећа лица), те изврши *restitutio in integrum*, вредност акција тог акционара би поново порасла, на који начин би се успоставило пређашње стање, а индиректна штета била надокнађена двоструко.

У САД-у акционари немају право да посебно туже за накнаду индиректне штете. У случају *Gaubert v. United States*,<sup>711</sup> највећи акционар међу финансијским инвеститорима у својству тужиоца, је тужио државу због немарног постављања управе и вођења послова од стране федералног регулатора, што је довело до банкротства конкретног друштва. У пресуди је федерални апелациони суд одбацио тужбу наводећи да „акционари немају посебно право да туже за накнаду штете коју трпе од стране компаније која је резултат искључиво смањења вредности компанијских акција“.

Британско право такође као општи принцип забрањује подношење тужбе за индиректну штету, због могућности двоструког намирења, што је и став судске праксе у пресуди *Johnson v. Gore Wood & Co.*<sup>712</sup>

Наведено становиште је присутно и у законодавствима држава са континенталним правним системима. Тако се у Немачкој Врховни грађански суд изјаснио да у случају да треће лице причини штету компанији, акционар те компаније нема права да потражује накнаду штете од трећег лица, јер би такво

<sup>711</sup> *Gaubert v. United States*. (1989) 855 F.2d 1284

<sup>712</sup> *Johnson v Gore Wood & Co.* (2000). [2000] UKHL 65; [2002] 2 A.C. 1

потраживање било противно принципу одржавања капитала и принципу служења имовине компаније искључиво потребама пословања.<sup>713</sup>

Судска пракса француског права познаје неколико случајева у којима су акционари поднели тужбе због накнаде индиректне штете, али су сви одбачени, са образложењем да је индиректна штете настала само као последица штете коју је претрпела компанија.<sup>714</sup>

Сходно наведеном, акционари у већини јурисдикција немају могућност потраживања индиректне штете, већ подношења деривативних тужби. Како код подношења деривативних тужби, акционари морају да предујме трошкове и доказују настанак штете, након чега би у случају евентуалног усвајања тужбеног захтева накнада штете припала друштву, са неизвесним исходом у смислу користи за акционара, не изненађује недостатак мотивације за коришћење овог правног механизма.

### **2.3. Практика међународних трибунала и мањински акционари**

Правна заштита мањинских акционара је начелно прихваћена у међународном инвестиционом праву закваљујући принципу пружања заштите контролном страном инвеститору, уколико је таква заштита предвиђена предметним споразумом.<sup>715</sup>

Међутим, у теорији и пракси има примера и супротног становишта. Иако је основно полазиште да акционари на које се односи ICSID конвенција могу подносити захтеве сепаратно и независно од захтева саме компаније, овај се

---

<sup>713</sup> “Dubai-Fall”, BGH 10 November 1986, WM 1987 13).

<sup>714</sup> Види више, e.g., Cour de cassation, chambre commerciale, No. 97-10886 (15 January 2002) (“le préjudice invoqué par M. X, ... n’étant que le corollaire de celui causé à la société, n’avait aucun caractère personnel”); у: Gaukrodger, D. (2013), *op.cit.* p.17.

<sup>715</sup> Schreuer, C., *op.cit.*, p.8.

принцип примењује на све акционаре, независно да ли имају већинско власништво или контролу над компанијом (али не и на мањинске без контроле).<sup>716</sup>

Примери усвојених захтеви мањинских акционара поднетих на основу билатералних инвестиционих уговора су бројни, од којих наводимо *AAPL v. Sri Lanka*, на основу уговора између Уједињеног Краљевства и Шри Ланке, поднет због уништења имовине дејством безбедносних снага Шри Ланке. У овом поступку суд је донео одлуку о накнади у корист AAPL, наводећи, између осталог, да је обим међународноправне заштите гарантоване страном инвеститору, „у конкретном случају ограничен на једну ствар: вредност његових акција у *joint-venture* ентитету“.<sup>717</sup>

У примеру *CMS v. Аргентина*<sup>718</sup> на основу билатералног инвестиционог уговора између САД и Аргентине, подносилац захтева је био власник 29,42% акција у TGN компанији која је добила суспензију због тарифне формуле за транспорт гаса. Аргентина је тврдила да CMS као мањински акционар у TGN нема права да потражује индиректну штету, али је трибунал одбацио такав аргумент наводећи да „не постоји никакав захтев да инвестиција да би била тако квалификована мора да буде учињена од стране контролног или већинског власника акција“.

Међународни суд правде признаје да су обичајна права међународног права промењена, јер државе имају право да модификују опште принципе међународног права за потребе споразума, или чак дозволити подношење захтева заснованих на потраживањима индиректне штете или проширити директна права акционара.<sup>719</sup>

Мањински акционари су тестирали заштиту својих права и кроз подношење тужби Европском суду за људска права, на основу Европске конвенције за заштиту

---

<sup>716</sup> Alexandrov, S. (2005). The „Baby Boom“ of Treaty-Based Arbitrations and the Jurisdiction of ICSID Tribunals: Shareholders as „Investors“ and Jurisdiction *Ratione Temporis*. *The Law and Practice of International Courts and Tribunals*, 4(1), 19-59, p.27.

<sup>717</sup> *Ibid.*, p.30.

<sup>718</sup> *CMS Gas Transmission Company v. Republic of Argentina*, *op.cit.*, p.788.

<sup>719</sup> *Ibid.*, p.21.

људских права и основних слобода (Европска конвенција за људска права),<sup>720</sup> у случају постојања директне штете, наступајући као „жртва“ сходно члану 34. Европски суд за људска права је начелно, као и национални судови, забрањивао акционарима подношење тужбе за накнаду индиректне штете (осим изузетно), јер се на тај начин не би поштовала правна личност компаније.<sup>721</sup> Уколико подношење тужбе за накнаду штете компанији, не би било ограничено само на ту компанију, дошло би до правне несигурности у броју и врсти поднетих захтева акционара и кредитора против државе.

### 3. ТУЖБА ЗА ПОБИЈАЊЕ ОДЛУКА ОРГАНА

#### 3.1. Побијање одлука органа у акционарском друштву

Ради бољег разумевања института побијања одлука органа у акционарском друштву, пре свега треба поћи од важећих правних теорија о правној природи одлука тих органа. Према нормативној теорији, одлуке колективних органа акционарског друштва представљају корпорацијски или нормативни акт, док према теорији посебног правног посла полази се од тога да одлука органа представља посебан вишестрани правни посао *sui generis*.<sup>722</sup>

Органи који су надлежни за доношење одлука, које се могу побити јесу скупштина, одбор директора или директор, као и надзорни одбор код дводомног система управљања.

Побијање одлука органа подношењем тужбе или привремене мере је снажан механизам заштите права мањинских акционара, који може довести до блокирања одређене трансакције која је одобрена одлуком која се побити. Дејство блокирања трансакције се може постићи у јурисдикцијама у којима је императивним

---

<sup>720</sup> *Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms*, opened for signature 4th November 1950, преузето са [http://www.echr.coe.int/Documents/Convention\\_ENG.pdf](http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_ENG.pdf) дана 05.02.2016.године, ратификована је Законом о ратификацији Европске конвенције за заштиту људских права и основних слобода, Службени лист СЦГ – Међународни уговори, бр.9/2003, 5/2005, 7/2005 и Службеном гласнику РС – Међународни уговори бр.12/2010.

<sup>721</sup> *Ibid.*, p.23.

<sup>722</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.205.

одредбама заштићено право акционара на побијање (*civil law* системи правне заштите).<sup>723</sup>

Институт побијања је уведен први пут у српско законодавство Законом о предузећима из 1996.године, кроз тужбу за поништај незаконите одлуке. Примена института није била адекватна због законског решења да скупштина подноси тужбу против других органа у предузећу (директора, управног или надзорног одбора), док могућност побијања одлуке скупштине није предвиђена.<sup>724</sup>

Законом о привредним друштвима из 2004.године уведен је институт побијања одлука на препознатљив начин, кроз прописивање општих и посебних основа побијања. Према важећем Закону о привредним друштвима, преузета је иста правна техника, тако да постоји општи основ побијања одлука скупштине, док се посебни основ односи на побијање одлуке о усвајању годишњег финансијског извештаја друштва.

Законодавац разликује могућност побијања одлука скупштине из разлога апсолутне и релативне ништавости одлука. Поставља се питање да ли у случају *апсолутне ништавости*, која представља повреду јавног интереса, било које лице може поднети тужбу за утврђивање ништавости, или само акционари и директори односно чланови надзорног одбора. Општи принцип утврђивања ништавости је такав, да свако лице може имати правни интерес за подношење тужбе, при чему такав захтев не застарева. Када је у питању *релативна ништавост*, тужбу за поништај може поднети ограничен круг лица, у одређеном року, због повреде појединачних интереса.

---

<sup>723</sup> Mäntysaari, P., *op.cit.*, p.313.

<sup>724</sup> Савић, Г. (2005): Побијање одлука скупштине привредног друштва – нека процесна питања. *Право и привреда*, 42(5-8), 100-115. Иначе, Закон о предузећима, *Службени лист СРЈ*, бр. 29/1996, 33/1996, 29/1997, 59/1998, 74/1999 и 36/2002, чланом 79, став 1 и 2, Закона о предузећима, конституисана је тужба за поништај незаконите одлуке органа предузећа. Поступак могу покренути управни и надзорни одбор, као и акционари који имају или представљају најмање десетину основног капитала или статутом одређени мањи део, као и повериоци предузећа чија потраживања износе најмање десетину основног капитала, ако скупштина на њихов захтев не покрене поступак у року од 30 дана од дана подношења захтева. Чланом 80, став 2 одређена су овлашћења суда да по тужби против незаконите одлуке може поништити оспорену одлуку и обавезати доносиоца на измене одредаба статута, односно других општих аката на основу којих је донесена незаконита одлука.

У вези са овим питањем, судска пракса даје одговор да се одлуке акционарског друштва побијају искључиво према одредбама Закона о привредним друштвима, што искључује примену одредаба о ништавости из Закона о облигационим односима. Овај став је заузет *Решењем Привредног апелационог суда, Пж.107/2010 од 29.04.2010.године*,<sup>725</sup> имајући у виду да се тужбеним захтевом не може тражити утврђивање, већ само оглашавање ништовости у складу са чланом 306 став 13 Закона о привредним друштвима. Одредбама Закона о привредним друштвима се аутономно уређује наведени институт, тако да покретање поступка зависи од диспозиције акционара, јер се исти не покреће по службеној дужности, нити га може покренути било које треће лице, без обзира на постојање правног интереса за подношење тужбе. С друге стране, одредбама о ништавости из Закона о облигационим односима ограничено је дејство само на уговоре и друге правне послове, а одлуке скупштине акционарског друштва се не би могле сврстати у наведене категорије, по својој правној природи, чиме се искључује примена наведених одредаба. Примена одредаба Закона о облигационим односима је у колизији са утврђеним субјективним и објективним роком за подношење тужбе за побијање одлуке, јер би примена облигационог права значила да подношење тужбе није везано за рок.

На основу наведеног закључујемо да се одлуке скупштине побијају пре свега по правилима компанијског закона, као *lex specialis*, а не по прописима који регулишу облигационе односе. Дејство побијања је *ex nunc*, јер се побијају незаконите одлуке, које престају да производе правно дејство тек по правноснажности.

У складу са наведеним, правила која обезбеђују право мањинским акционарима на покретање поступка побијања скупштинских одлука се могу систематизовати на следећи начин:<sup>726</sup>

---

<sup>725</sup> Сентенца из Решења Привредног апелационог суда Пж.107/2010 од 29.04.2010.године (Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2011)

<sup>726</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 376.

- 1) право на побијање одлуке има сваки акционар без обзира на број акција које поседује у друштву, директор или члан надзорног одбора, ако би извршењем те одлуке учинио кривично дело или друго дело кажњиво по закону или нанео штету друштву или трећем лицу;
- 2) право се остварује подношењем тужбе којом се тражи поништај или утврђивање ништавости одређене одлуке и накнада штете;
- 3) разлози за побијање су (1) да седница скупштине није била сазвана у складу са законом и статутом; (2) да је акционар био онемогућен да учествује у раду седнице скупштине; (3) да одлука скупштине из других разлога није донета у складу са законом, статутом или пословником скупштине; (4) да је одлука супротна закону или статуту; (5) *да било који акционар вршењем свог права гласа има намеру да за себе или треће лице прибави корист на штету друштва или других акционара усвајањем или извршењем те одлуке* и (6) уколико је правни основ побијања утврђен законом у посебним случајевима;
- 4) одлука скупштине неће бити поништена уколико (1) се одлуком врши мање значајна повреда статута или пословника скупштине, а као резултат одлуке или њеног извршења право тужиоца није повређено или је повређено у мањој мери; (2) ако су у раду скупштине учествовали акционари који нису имали право на учешће; (3) у случају неважећих појединачних гласова или погрешног бројања гласова, осим ако су били одлучујући у смислу постизања кворума или потребне већине за доношење одлуке; (4) у случају непотпуности или нетачности записника, осим ако је тиме онемогућено утврђивање садржине донете одлуке односно утврђивање основа за њено побијање; (5) ако је замењена другом законитом одлуком; (6) у случају одлуке о новој емисији хартија

од вредности јавном понудом и (7) у случају статусне промене, из разлога несразмере у замени удела, односно акција.<sup>727</sup>

Уз тужбу за побијање одлука скупштине, тужилац може поднети и захтев за накнаду штете. Суд може одбити неоснован тужбени захтев у вези са побијањем одлуке скупштине, али ће с друге стране бити овлашћен да одлучи о захтеву за накнаду штете, уколико је такав захтев постављен.<sup>728</sup> Оваква одлука је оправдана методологијом нормирања, да чак и када постоји неправилност или незаконитост, али она по свом квалитету не изазива веће штетне последице да би била поништена, суд ће одлучивати о захтеву за накнаду штете. У случају да је од тренутка доношења одлуке до тренутка подношења тужбе или доношења судске одлуке поводом тужбе, дошло до замене одлуке која је предмет побијања, суд ће пресудом обавезати тужено друштво да сноси трошкове спора и одлучиће о захтеву за накнаду штете ако је такав захтев постављен. Уколико су трећа савесна лица стекла одређена права на основу замењене одлуке односно на основу извршења исте, признају им се стечена права.

Субјективни рок за подношење тужбе износи 30 дана од дана сазнања за одлуку, а објективни 30 дана од дана регистрације одлуке, уколико је одлука која се побија морала бити регистрована, односно три месеца од дана када је одлука донета. Овај рок је преклузиван, јер се ради о материјалноправном року за подношење тужбе. *Решењем Вишег трговинског суда, Пж.7753/07 од 03.10.2007.године*, суд је одбио жалбу тужиоца и потврдио првостепено *Решење П.бр.651/07 од 12.09.2007.године, Трговинског суда у З.* којим је одбачена тужба тужиоца као неблагоприятна: „Неосновано је позивање жалбе да се не ради о преклузивном року због тога што је цитираном одредбом Закона о привредним друштвима прописано да се предметна тужба може поднети најкасније у року од шест месеци, односно код котираних друштава у року од три месеца од дана доношења. Одредбом члана 306. став 2 Закона о привредним друштвима за подношење тужбе за побијање одлуке скупштине акционара прописан је рок од 30

<sup>727</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 381, став 1.

<sup>728</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 381, став 2.



дана од дана сазнања за побијану одлуку, при чему је у ставу 3 истог члана прописано да ако је тужилац био присутан на седници скупштине, рок почиње да тече од наредног дана од дана закључења седнице скупштине друштва и у конкретном случају се ради о субјективном року. Одредбом истог става којим је прописан рок у коме се најкасније може поднети тужба у односу на дан доношења одлуке, представља објективни рок и истим није остављена могућност странци да може да бира између прописаног субјективног и објективног рока за подношење тужбе“.

Правне последице поднете тужбе су такве да она не спречава извршење нити регистрацију одлуке аутоматски, већ се привременом мером може тражити забрана извршења и/или регистрација одлуке која се побија, у ком се случају региструје забележба спора.<sup>729</sup> Правне последице пресуде којом се поништава одлука скупштине делује према друштву, акционарима, директорима и члановима надзорног одбора, али не и према трећим савесним лицима у односу на њихова стечена права на основу ове одлуке.<sup>730</sup>

Сходно наведеном, закључујемо да је побијање одлука акционара начин заштите мањинских акционара од умањења вредности акција друштва услед доношења одлука које након реализације могу водити таквом исходу. Наиме, иако мањински акционари имају могућности да против одређених одлука скупштине буду несагласни и остваре друга права (исплата акција), постоје и случајеви када се доносе одлуке које не представљају располагање имовином велике вредности, или не умањују друга права акционара, али могу утицати на вредност компаније. Институт побијања одлука је процесно и финансијски ефикаснији за акционаре од других правних средстава, као што су подношење индивидуалне или деривативне тужбе. Правни домашај побијања одлука је велики и делује превентивно у односу на евентуално наступање штете за друштво и посредно мањинске акционаре.

---

<sup>729</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 377.

<sup>730</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 379.

### 3.2. Лица овлашћена на подношење тужби за побијање

Круг лица која могу поднети тужбу за побијање одлука скупштине је ограничен на акционаре и директоре односно чланове надзорног одбора у ограниченом броју случајева.

Активну легитимацију за подношење тужбе за побијање одлуке скупштине, неће имати акционар коме је престало то својство на дан акционара, или је гласао за предметну одлуку, или је присуствовао седници, а побија је из разлога немогућности учествовања у раду седнице.<sup>731</sup> Према ставу правне теорије, наше право би на основу процесних прописа и досадашње праксе, требало да направи изузетак у погледу овлашћених лица и одобри наследнику умрлог акционара (универзална сукцесија) да настави вођење спора.<sup>732</sup> У случају губитка својства акционара након подношења тужбе, а због продаје или преноса акција тужбу би требало одбацити, јер акционар тужилац отуђењем акција губи правни интерес за наставак вођења поступка.

Тужилац сноси терет доказивања чињенице да је акционар и да је на скупштини гласао против одлуке коју побија, што је у одређеним случајевима, а нарочито ако је гласање тајно, тешко утврдити. Ове законске одредбе су тестиране у пракси, те постоји више одлука привредних судова које потврђују наведене ставове.

Активну легитимацију за подношење тужбе за побијање одлука скупштине нема акционар чији је представник присуствовао седници скупштине друштва и није гласао против одлука чије се поништење тражи, што је потврђено *Решењем Привредног апелационог суда Пж.12148/10 од 12.10.2011.године*, као ни акционар који није имао статус акционара у време доношења одлуке, што је дефинисано *Решењем Привредног апелационог суда Пж.7251/11 од 20.10.2011.године*. На питање да ли је активно легитимисан за подношење тужбе за поништај одлуке скупштине, пуномоћник акционара који је био уредно позван на скупштину

<sup>731</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 376, став 4.

<sup>732</sup> Савић, Г., *op.cit.*, стр. 105-106.

акционара, истој приступио и због несагласности са начином утврђивања кворума, напустио седницу скупштине акционара, на седници Одељења Привредног апелационог суда је дат одговор да наведено лице није легитимисано за подношење тужбе. Смисао законских одредби је да „право на побијање треба признати оном акционару који је приступио седници скупштине, али је кривицом акционарског друштва, односно противправним поступањем био онемогућен да гласа против одлуке коју хоће да побија“<sup>733</sup>

Својство подносиоца тужбе је било различито тумачено, те се у пракси појавило више спорних питања.<sup>734</sup> У време појаве акционарства у Србији, оснивала су се бројна удружења акционара, која су у име и за рачун својих акционара подносила тужбе за побијање одлука. Међутим, судска пракса удружењима акционара није признала својство правног лица, с обзиром да удружења имају статус удружења грађана. Имајући у виду да се код подношења ове врсте тужбе не цени постојање правног интереса, већ својство подносиоца, који мора бити акционар, тако је у судским одлукама изнет став да удружења акционара не могу имати својство овлашћеног лица за подношење тужбе, односно активну легитимацију.

*Решењем Вишег трговинског суда, Пж. 7221/2007 од 17.4.2008. године, утврђено је да удружење акционара поседује статус правног лица али не и позицију акционара, те стога није активно, нити процесно легитимисано за побијање одлука скупштине акционара. У образложењу наведеног решења је наведено „...прописано је да одлуке скупштине акционара може побијати сваки акционар који је на седници скупштине акционара гласао против одлуке скупштине акционара, затим акционар који није био прописно позван на седницу скупштине и акционар који је био онемогућен на други начин да приступи скупштини акционара. Правилно првостепени суд налази да Удружење мањинских акционара није акционар у смислу цитираног прописа, нити је члан управног и надзорног одбора предметног*

---

<sup>733</sup> Изнето у: *Билтен судске праксе привредних судова Републике Србије* бр. 3/2010.

<sup>734</sup> Изнето у: *Билтен судске праксе привредних судова Републике Србије* бр.1/2010, Привредни апелациони суд, реферат судије Јелене Вилдовић Живковић, стр.219-228

акционарског друштва, те према томе нема активну легитимацију за подношење тужбе за побијање одлука скупштине акционара, нити може имати правни интерес за подношење такве тужбе. Активна легитимација доводи до одбијања тужбеног захтева, али правилно првостепени суд истиче да се не може прихватити ни процесна легитимација, односно недостатак правног интереса за подношење овакве тужбе“.<sup>735</sup>

Обрнути случај признавања активне легитимације колективном ентитету је институт конзорцијума, који нема својство правног лица. Наиме, према приватизационим прописима, законом је регулисано заједничко удруживање домаћих или страних правних или физичких лица, ради куповине субјекта приватизације, при чему је обавезно одређивање једног члана односно лица на заступање.<sup>736</sup> Уколико би конзорцијум био проглашен купцем и измирио иницијалне или коначне обавезе из приватизационог уговора, количина тако стечених акција би била уписана у Централни регистар као власништво тог ентитета, односно конзорцијума, до измирења коначних обавеза из приватизационог уговора и расподеле акција међу члановима конзорцијума. Судска пракса бележи случај подношења тужбе за побијање одлука скупштине од стране члана конзорцијума, у ком случају је *Решењем Привредног апелационог суда, Пж 337/13 од 28.02.2013.године* оспорена активна легитимација члана акционара на следећи начин: „конзорцијум, купац капитала уписан у Централни регистар као власник акција овлашћен је за подношење тужбе за побијање одлука скупштине друштва, а не његов члан“. У образложењу наведене одлуке, другостепени суд је навео да подносилац тужбе, није евидентиран као акционар у јавном регистру, а да

---

<sup>735</sup> Решењем Вишег трговинског суда, Пвж. 144/2008 од 20.3.2008. године, такође је оспорена активна легитимација удружења акционара, у поступку иницирања сазивања ванредне седнице акционарског друштва, на следећи начин: „У конкретном случају, захтев суду за издавање налога за сазивање ванредне скупштине друштва поднело је Удружење малих акционара. Захтев је потписан од стране председника удружења, за кога није приложен доказ да је акционар друштва а није потписан од акционара, нити су у захтеву наведени акционари по имену и презимену, са приложеним одговарајућим доказима да су акционари друштва. У ситуацији када је захтев поднет од стране Удружења малих акционара, исти је поднет од стране неовлашћеног лица, јер удружење малих акционара није акционар друштва, нити је удружење легитимисано да у складу са одредбама члана 277. став 1. тачка 1-3 Закона о привредним друштвима, захтева сазивање ванредне скупштине, па је такав захтев првостепени суд правилно одбацио као недозвољен.“

<sup>736</sup> Закон о приватизацији, *Службени гласник РС* бр. 83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016 – аутентично тумачење, члан 12, став 2.

би се сматрао акционаром у односу на акционарско друштво потребно је да је имао то својство у тренутку подношења тужбе, или га стекао у току трајања поступка.

Друго спорно питање које се појавило у судској пракси је давање пуномоћја за заступање и гласање на скупштини акционара, те дилема, да ли овако дато пуномоћје може важити и за подношење тужбе. Суд је у конкретном случају, заузео став да пуномоћје дато за заступање и гласање на скупштини акционара, нема правну снагу пуномоћја за подношење тужбе, у ком случају ће тужба бити одбачена.

Пасивно легитимисано је увек акционарско друштво, те се тужба за побијање одлука скупштине, подноси против акционарског друштва.

### **3.3. Утврђивање основаности тужбе за побијање**

Тужбу за побијање одлука често подносе акционари лично, тако да се из субјективних и објективних разлога дешава, да тужба не садржи основ побијања, нити тачну назнаку одлука чије се побијање тражи.

Како суд није везан правним основом тужбе, тужба неће бити одбачена, уколико не садржи чињенице на основу којих се може утврдити основ побијања, већ се тужиоцу може наложити да наведе основ побијања због прикупљања процесне грађе и накнадно давања налога за уређење тужбе.<sup>737</sup> Поред субјективних разлога за подношење тужбе из којих се не може утврдити правни основ подношења, постоје и објективни разлози за тако нешто. Наиме, уколико је разлог подношења тужбе било неуредно позивање на скупштину акционара, у том случају постоје објективни разлози због којих акционар, чак иако је професионално заступан, није био у могућности да прецизно дефинише одлуке које побија, због немогућности сазнања, и да благовремено поднесе тужбу. Уколико се ради о јавном друштву, чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту, односно МТП, Законом о тржишту капитала је дефинисана обавеза информисања о бројним

---

<sup>737</sup> Изнето у: *Билтен судске праксе привредних судова Републике Србије* бр.1/2010, Привредни апелациони суд, реферат судије Јелене Вилдовић Живковић, стр. 223

чињеницама и догађајима, који могу бити у директној вези са одлукама које су предмет побијања.

Наведене информације, се објављују у одређеним роковима, с тим што се најчешће информације у вези са сазивањем и одржавањем скупштине акционара објављују у роковима прописаним Законом о привредним друштвима, односно 30 дана пре одржавања редовне или 21 дан пре одржавања ванредне скупштине акционара, док се остале информације, па и обавештење о одржаној скупштини акционара објављује без одлагања. Уколико јавно акционарско друштво не објави информацију о одржаној скупштини акционара, као и о донетим одлукама, заинтересовано лице би морало иницирати покретање управног поступка, односно поступка надзора код Комисије за хартије од вредности, ради добијања валидних информација, који би поступак могао трајати дуже од рока у коме акционоар може поднети тужбу за побијање одлука.

С друге стране, Закон о привредним друштвима, поседује два механизма кроз која акционари могу користити да би били обавештени о донетим одлукама скупштине.

*Први механизам* је дефинисан кроз регулисање начина сачињавања записника. Записник се води тако да се свака одлука уноси у записник и сачињава најкасније у року од осам дана од дана одржавања скупштине, а објављује у року од три дана од истека претходно наведеног рока, тако да се достави свим акционарима или да буде објављен на интернет страници друштва 30 дана.<sup>738</sup> Законодавац не прописује санкције за непоступање у складу са овом диспозитивном нормом, већ наводи да непоступање нема утицаја на пуноважност донетих одлука, ако се резултат гласања и садржина истих могу на други начин утврдити.<sup>739</sup>

*Други механизам* сазнања акционара за садржај одлуке која је предмет побијања јесте кроз институт приступа информацијама, када је акционар овлашћен

---

<sup>738</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 363.

<sup>739</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 363, став 9.

да поднесе захтев одбору директора, односно извршном одбору ако је управљање друштвом дводомно, за одређене акте и документе, а између осталог и за записник са седнице скупштине акционара и одлуке са седница скупштине.<sup>740</sup> Друштво је у обавези да стави на располагање ради увида и копирања, односно омогући слободан приступ и преузимање са интернет странице друштва без накнаде, тражену документацију.<sup>741</sup> За разлику од претходно наведене диспозитивне правне норме која регулише обавезу сачињавања записника, овај институт омогућава акционару судску заштиту, уколико друштво у року од пет дана од дана пријема захтева пропусти да поступи по захтеву акционара. У том случају акционар се може обратити суду да у ванпарничном поступку наложи друштву достављање тражене документације кроз доношење одлуке и њено извршење, о чему ће бити више речи у наставку. Уколико друштво не поступи у складу са обавезама установљеним наведеним прописима, ни по захтеву акционара, тужилац треба да предложи прибављање записника и одлука, од супротне стране, што би суд требало да усвоји као предлог, те након прибављања доказа, наложи тужиоцу да тужбу уреди.

Став судске праксе је да предмет побијања могу бити и одлуке донете на ванредној седници скупштине акционара, која је сазвана по одлуци суда, уколико таква седница није сазвана у складу са законом. Наиме, *Пресудом Вишег трговинског суда Пж.9305/07 од 10.07.2008.године* другостепени суд је у образложењу истакао да је правилно првостепени суд утврдио да није утврђена листа акционара изводом из Централног регистра, нити је акционарима достављена документација прописана законом, нити су мањински акционари обавештени о одржавању наставка седнице, на који начин су спречени да учествују у раду скупштине, те се „наведене неправилности не могу третирати као мања повреда правила, како је то првостепени суд правилно и закључио“.

---

<sup>740</sup>Закон о привредним друштвима (2011), члан 465, у вези са чланом 464, став 1, тачка 5-9, прописује да је друштво у обавези да обезбеди овлашћеном акционару приступ записницима са седница скупштине и одлукама скупштине, акту о образовању сваког огранка или другог организационог дела друштва, документима која доказују својину и друга имовинска права друштва, записницима са седница одбора директора, односно извршног одбора и надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно и годишњим извештајима о пословању друштва и консолидованим годишњим извештајима..

<sup>741</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 465, став 1.

Институт побијања одлука скупштине акционара је институт компанијског права, те се може користити само из разлога прописаних Законом о привредним друштвима, док се одлуке донете на скупштини на основу примене других прописа могу побијати у складу са другим правним основом, уколико исти постоји. Овај став је исказан пресудом *Привредног апелационог суда, Пж.13164/10 од 11.05.2011.године* кроз сентенцу „одлуке скупштине се могу побијати због повреда Закона о привредним друштвима, а повреде Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената се штите другим правним механизмима“. Даље другостепени суд у образложењу наводи да су неосновани наводи жалбе тужилаца којима се указује да је дошло до повреде материјалних прописа, јер у конкретном случају није дошло до повреде члана 284 Закона о привредним друштвима, јер је предложена тачка дневног реда измењена у односу на модел докапитализације, што је измена предлога одлуке, а не увођење нове тачке дневног реда.<sup>742</sup> Притом „право на заштиту због повреде члана 54 Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената припада само унапред познатим купцима који су побројани у тој одредби и то само у ситуацији уколико су повређена њихова права тј. уколико им је онемогућено да се користе својим правима из наведеног члана. Права тужилаца свакако нису садржана одредбама члана овог закона, па стога они не могу побијати одлуке скупштине туженог позивајући се на наведену одредбу закона. Поред наведеног, Комисија за хартије од вредности је дана 14.07.2009.године донела решење о издавању хартија од вредности унапред познатим купцима управо на основу одлуке туженог о издавању акција без јавне понуде, што значи да је поступак издавања акција спроведен и по одредбама Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.“

---

<sup>742</sup> У време доношења наведене пресуде, важио је Закон о привредним друштвима (2004) и Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. Тада важећи Закон о привредним друштвима (2004) је чланом 284 регулисао дневни ред, на тај начин што је прописао да се на седници скупштине акционара може одлучивати само о тачкама дневног реда које су ваљано објављене и уврштене у дневни ред, а може се расправљати и о другим питањима. Закон о тржишту хартија од вредности је чланом 54 регулисао изузетке од издавања хартија од вредности без проспекта унапред познатим купцима, међу којима су Република Србија, Народна банка Србије, професионални инвеститори, сви постојећи акционари у складу са законом којим се уређују привредна друштва или запослени код издаваоца када им се акције издају ради доделе у складу са законом којим се уређују привредна друштва.



На основу наведеног, може се закључити да је судска пракса која постоји у вези са институтом побијања, иако сама није извор права, дала одговоре на већину дилема у примени прописа, нарочито у вези са процесноправним питањима и материјалноправним приговорима, као и у погледу релевантности закона који се примењују у вези са побијањем одлука скупштине.

#### 4. ДИРЕКТНА ТУЖБА

Када се у правној теорији разматрају врсте тужби које акционари могу поднети ради заштите својих права и интереса, у зависности од врсте права и испуњења претходних процесноправних и материјалноправних претпоставки, разликују се директна и деривативна тужба. Наведена подела је настала на основу тога коме припада интерес који се поднетом тужбом штити. Директним тужбама се штити интерес акционара, док се деривативним, штити интерес друштва.

Директна тужба је тужба коју акционар подноси у своје име ради отклањања повреде коју је директно претрпео, на основу чега има право на надокнаду (енг. *relief*).<sup>743</sup> У оквиру директне тужбе можемо разликовати поделу на индивидуалну тужбу, која има дејство *inter partes* и колективну (енг. *class action*, *collective aciton*) чије правно дејство има шири ефекат на читаву класу акција, односно акционара, власника одређене класе акција.<sup>744</sup>

Права акционара на подношење директне тужбе су нормирана најчешће компанијским законом или прописима којима се регулише тржишта капитала у најширем смислу, с тим што се заштита права акционара, поред наведеног правног основа, остварује и у складу са општим правилима грађанског права о накнади штете.<sup>745</sup>

---

<sup>743</sup> Editors, Law Review (1962). Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits. *University of Pennsylvania Law Review*, 110(1137), 1147-1157, преузето са [http://scholarship.law.upenn.edu/penn\\_law\\_review/vol110/iss8/5](http://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol110/iss8/5)

<sup>744</sup> Милошевић, В. (2008). *Проблеми структуре власништва у акционарским друштвима и заштита мањине*. Подгорица: Централна банка Црне Горе, стр.61.

<sup>745</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 78 и 79 регулишу правни основ за индивидуалну и деривативну тужбу, док одредбе Закона о облигационим односима регулишу правила о накнади штете и уклањању штете (члан 156), као и институте одговорности правног лица, органа и других лица у правном лицу (члан 170-172).

Појам директне тужбе се може дефинисати на основу следећих карактеристика:

- 1) директна тужба се подноси непосредно суду, без исцрпљивања претходног обраћања акционарском друштву;
- 2) код директне тужбе потраживање накнаде штете припада подносиоцу или акционарима-власницима исте класе акција и
- 3) тужба се подноси против друштва и лица односно органа због незаконитог поступања лица која имају посебне дужности према друштву.

Директна тужба у пракси може имати бројне форме, од захтева за плаћање дивиденде, преко оспоравања емисије акција због дилутације интереса акционара, до заштите права гласа или вршења увида у документацију друштва.<sup>746</sup>

#### 4.1. Индивидуална тужба

Законодавац прописује да је индивидуална тужба (*personal action, action individuelle*) врста тужбе коју акционар може поднети против дефинисаног круга лица за накнаду штете коју му та лице проузрокују повредом посебних дужности према друштву, као и органа друштва.<sup>747</sup> Лица која имају посебне дужности према друштву су, између осталог, акционари који поседују значајно учешће у основном капиталу, друштва или акционар који је контролни акционар друштва, односно када самостално или са другим лицима која са њим заједнички делују врши контролни утицај, путем учешћа у основном капиталу или уговора или утврђеног права на именовање већине директора, односно чланова надзорног одбора, као и директори, чланови надзорног одбора, заступници и прокуристи, ликвидациони

---

<sup>746</sup> Aronson, S., Tomkins, L. S., Hassi, T., & Escobar, R. A. (2009). *Shareholder Derivative Action: From Cradle to Grave*. Los Angeles, California: O'Melveny & Myers, LLP, p.2.

<sup>747</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 78.

управник, или друга лица која оснивачким актом или статутом буду одређена за лица која имају посебне дужности према друштву.<sup>748</sup>

Индивидуална тужба се у српском праву подноси против акционарског друштва као пасивно легитимисаног, али се може поднети и против лица које је учинило повреду, која може представљати последицу одређене штетне или незаконите одлуке надлежног органа или другог лица која има имају посебне дужности према друштву. Када се тужба подноси против лица која имају посебне дужности према друштву, подноси се у складу са компанијскоправном регулативом, али се може поднети и у складу са одредбама закона који регулише облигационе односе, против друштва, уколико акционару штету нанесу органи друштва или запослени.<sup>749</sup> Утемељењем правног основа за подношење тужбе према одређеном кругу лица конституисана је њихова директна одговорност, што је у супротности са општим правилима облигационог права да искључиво правно лице сноси штету према трећим лицима за одлуке сопствених органа.<sup>750</sup> Механизми облигационог права се могу користити и када се подноси тужба против друштва ради уклањања опасности, чиме је омогућена и правна заштита (акционара) пре настанка штете.<sup>751</sup> Према ставу правне теорије, индивидуална тужба акционара се може поднети и у складу са општим правилима о накнади штете, чак и када је лице изгубило својство акционара.<sup>752</sup>

Карактеристика индивидуалне тужбе се састоји у томе да је исту могуће поднети и само према једном члану појединог органа или другог лица из круга лица која имају посебне дужности према друштву.<sup>753</sup>

---

<sup>748</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 61 и 62.

<sup>749</sup> Закон о облигационим односима, члан 170-172.

<sup>750</sup> Закон о облигационим односима, члан 172 став 1 и 2.

<sup>751</sup> Закон о облигационим односима, члан 156 регулише наведену могућност уклањања опасности од штете, кроз формулацију „Свако може захтевати од другог да уклони извор опасности од кога прети знатнија штета њему или неодређеном броју лица, као и да се уздржи од делатности од које произлази узнемиравање или опасност штете, ако се настанак узнемиравања или штете не може спречити одговарајућим мерама“

<sup>752</sup> Лепетић, Ј. (2014). Право акционара на индивидуалну тужбу. *Анали Правног факултета у Београду*, година LXII(1), 187-204.

<sup>753</sup> Сљепчевић, Д. (2005). Индивидуалне и деривативне тужбе по Закону о привредним друштвима. *Право и привреда*, 42 (1-4), 97-105. Опште правило везано за накнаду штете правних лица, нанету одлукама органа

На основу овако формулисаног члана, тужилац може да оптира да ли ће тужбу поднети (1) против друштва, (2) против друштва и одређеног лица (или круга лица) или (3) само против одређеног лица, чиме се не искључује одговорност привредног друштва. У случају да се тужба поднесе само против друштва, друштво ће имати право на регресни захтев према одређеном лицу, које је скривило одређену штету, док обрнуто то неће бити случај.<sup>754</sup>

Дужност и одговорност су две стране исте медаље, јер без повреде дужности, не може бити речи ни о одговорности ове групе лица.<sup>755</sup> Лица са посебним дужностима имају обавезу да поступају у интересу самог друштва, а непоступање у складу са наведеном премисом, се претпоставља у следећим случајевима:

- 1) *повреда дужности пажње* од стране директора, чланова надзорног одбора, заступника, прокуриста и ликвидационог управника, која подразумева извршавање послова савесно, са пажњом доброг привредника и у разумном уверењу да делују у најбољем интересу друштва;<sup>756</sup>
- 2) *повреда дужности пријављивања послова и радњи у којима постоји лични интерес лица* која имају посебне дужности према друштву постоји када наведени круг лица није обавестио одбор директора, односно надзорни одбор о постојању личног интереса или интереса са њим повезаног лица у правном послу које друштво закључује односно

---

друштва је дефинисано чланом 172, став 1 Закона о облигационим односима, на следећи начин: „Правно лице одговара за штету коју његов орган проузрокује трећем лицу у вршењу или у вези са вршењем својих функција.“

<sup>754</sup> *Ibid.*

<sup>755</sup> Норт, Ј. К. (1992). Director's Duties to Shareholders, Employees, and Other Creditors: A view from the Continent. У: McKendrick, Е. (Ed.). *Commercial Aspects of Trust and Fiduciary Obligations*. Oxford: Clarendon Press, p.121.

<sup>756</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 63, став 1. Сматраће се да наведени круг лица савесно поступа, уколико своје поступање заснива и на информацијама и мишљењима лица стручних за одговарајућу област, за које разумно верују да су у том случају савесно поступала.

правној радњи које друштво предузима односно није добио релевантно одобрење за обављање овог посла или правне радње;<sup>757</sup>

- 3) *повреда дужности избегавања сукоба интереса* коришћењем имовине, информација које нису иначе јавно доступне, злоупотребом положаја или коришћењем могућности за закључење послова који се укажу друштву, без претходне сагласности релевантних органа за такво поступање;<sup>758</sup>
- 4) *повреда дужности чувања пословне тајне* за време трајања одређеног својства и одређени период након престанка истог (радног односа, статуса већинског акционара, директора и сл.).<sup>759</sup> Поред накнаде штете, по овом правном основу се може тражити искључење тог лица као акционара уколико је акционар и/или раскид радног односа за то лице, ако је запослено у друштву, при чему раскид радног односа по овом основу не искључује и не условљава могућност отказа радног односа по другом основу<sup>760</sup> и
- 5) *повреда дужности поштовања забране конкуренције* постоји у случају када акционари који поседују значајно учешће у основном капиталу друштва или акционар који је контролни акционар друштва, као и директори, чланови надзорног одбора, заступници и прокуристи имају то

---

<sup>757</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 65, став 1 и став 3. Законодавац прописује обориву претпоставку постојања личног интереса при закључивању правног посла између друштва и тог лица или са њим повезаног лица или у случају постојања правне радње коју друштво предузима према том лицу или повезаним лицима (у судским поступцима и сл.), код закључивања правног посла између друштва и трећег лица или предузимању одређене правне радње према том лицу, уколико је лице које има дужност пажње у финансијском односу са тим лицем, тако да тај однос може утицати на његово одлучивање и код закључивања правног посла, односно предузимања правне радње друштва из које треће лице има економски интерес, ако је треће лица са њим (или са њим повезаним лицем) у финансијском односу који може утицати на његово поступање.

<sup>758</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 61, став 1.

<sup>759</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 62, став 1. Под пословном тајном наш законодавац подразумева податак чије би саопштавање трећем лицу могло нанети штету друштву, као и податак који има или може имати економску вредност зато што није опште познат, нити је лако доступан трећим лицима која би његовим коришћењем или саопштавањем могла остварити економску корист и који је од стране друштва заштићен одговарајућим мерама у циљу чувања његове тајност, као и податак који је законом, другим прописом или актом друштва одређен као пословна тајна.

<sup>760</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 74, став 1 и 2.

својство у другом конкурентском друштву, или је предузетник који има сличан предмет пословања, или је запослен или на други начин ангажован у конкурентском друштву или је пак члан или оснивач у другом правном лицу које има исти или сличан предмет пословања.<sup>761</sup> Тужба по наведеном правном основу се подноси за накнаду штете, пренос користи на друштво, за искључење акционара, ако је акционар и меру забране обављања делатности за то лице, односно конкурентско друштво, као и раскид радног односа за то лице, ако је то лице запослено у друштву.<sup>762</sup>

Лица са посебним дужностима могу бити индивидуално и колективно одговорна. Индивидуална одговорност је од значаја када се ради о повреди дужности лојалности, док колективна одговорност постоји код повреде дужности пажње,<sup>763</sup> имајући у виду да су сви чланови тог колективног органа били у обавези да процене одређени правни посао или правну радњу друштва. Наведена лица имају имовинску одговорност, али због повреде дужности компанијским законом је предвиђена и кривична одговорност ове групе лица.<sup>764</sup> Уколико је лице са посебним дужностима директор друштва, одговара и статусно, јер директор може бити разрешен и без навођења разлога.

Право на судску заштиту је гарантовано акционару који је активно легитимисан за подношење индивидуалне тужбе и који може лично или преко пуномоћја заступати своје интересе или више лица која делују заједно због истог чињеничног и правног основа, када се ради о супарничарству. Надлежност за поступање у споровима по индивидуалној тужби има суд специјализоване надлежности, односно привредни суд, без обзира на ситуацију када тужилац и

---

<sup>761</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 75, став 1.

<sup>762</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 76, став 1.

<sup>763</sup> Ibrahim, M. D. (2007). Individual or Collective Liability for Corporate Directors. *Iowa Law Review*, 93(2007/08), 935-944.

<sup>764</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 582 и 583.

тужени немају то својство.<sup>765</sup> Рок за подношење наведених тужби због повреде посебних дужности, је шест месеци од дана сазнања за учињену повреду, док је објективни рок, пет година од дана учињене повреде.<sup>766</sup>

Разлози подношења индивидуалне тужбе у српској судској пракси су неисплата или утаја дивиденде, нетачно приказивање резултата пословања друштва ради избегавања исплате дивиденде, повреда права пречег уписа акција при повећању основног капитала друштва, принуда акционара да упишу акције, онемогућавање остваривања права гласа и др.

Регулисањем истог института одредбама компанијског и облигационог права долази до преклапања правног основа за утужење, питања одговорности и накнаде штете, што ствара одређену правну несигурност како за акционаре, тако и за пасивно легитимисана лица. У том смислу сматрамо да има места уклањању нејасноћа између ова два прописа, кроз прецизније формулисање одговорности лица које имају посебне дужности и одговорности правног лица, тако што би се у случају позивања на правни основ повреде посебних дужности, искључила њихова одговорност по правилима облигационог права.

#### **4.1.1. Ликвидациона тужба као посебни облик индивидуалне тужбе**

Изузетно важан механизам заштите мањинских акционара представља тужба за престанак друштва по одлуци суда. Ликвидациона тужба, уједно представља и највећу заштиту коју је законодавац пружио мањинским акционарима.

Правна природа овог института може бити посматрана двојачко, јер ова врста тужбе има елементе индивидуалне, али и елементе посебне тужбе. Наиме, сличности са индивидуалном тужбом се огледају у томе (1) да и тужба за престанак друштва по одлуци суда има дејство *inter partes* и (2) да се може поднети из разлога, који се између осталог, могу сматрати разлозима повреде дужности

---

<sup>765</sup> Закон о уређењу судова, *Службени гласник РС*, бр. 116/08, 104/09, 101/10, 31/11 – др. закон, 78/11 – др. закон, 101/11 и 101/13, чл. 25, ст. 1, тач. 3. Упор. Закон о привредним друштвима (2011), члан 7 и Закон о привредним друштвима (2004), члан 46, став 1.

<sup>766</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 77, став 1.

одређене групе лица уз nanoшеће штете акционарима (из којих се разлога подноси индивидуална тужба). Законодавац прописује могућност да се тужба поднесе уколико директори, односно чланови надзорног одбора, делују противзаконито, непоштено или преварно, а противно интересима акционара који подnose тужбу, као и када се имовина друштва расипа и умањује.<sup>767</sup> С друге стране, као разлози за подношеће тужбе се наводе немогућност одлучивања у оквиру органа друштва и то одбора директора, надзорног одбора или скупштине, који правни основ нема или не мора да има упориште у повреди дужности одређене групе лица.<sup>768</sup>

Разлике у односу на индивидуалну тужбу су (1) тужбу могу поднети само акционари који поседују или представљају најмање 20% основног капитала друштва; (2) тужба се може поднети само против друштва, а не и против лица која имају дужност према друштву, те тужилац следствено, не може усмерити захтев за накнаду штете према наведеним лицима јер иста нису пасивно легитимисана; (3) посебни разлози за подношеће у делу који се односи на блокаду рада органа; (4) недостатак утврђеног субјективног и/или објективног рока за подношеће и (5) мешовита, односно хибридна правна природа судске одлуке у односу на тужбени захтев.

У вези са последњом наведеном дистинкцијом, важно је истаћи да је законодавац овластио мањинске акционаре да могу поднети тужбу за престанак друштва или захтевати друге мере које се односе на разрешеће директора или чланова надзорног одбора, увођеће принудне управе, одређене финансијске мере (ванредна ревизија и исплата дивиденде), као и откуп акција које поседују акционари који су поднели тужбу од стране друштва по тржишној вредности. Наведени механизми постављени у виду мера, дају значајна права мањинским акционарима, пружају могућност да „изађу“ (*exit*) из власништва, када не постоји могућност активирања других механизма заштите, а у ситуацији када се у друштву спроводе активности које нису у интересу ни самог друштва ни

---

<sup>767</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469 став 1, тачка 3 и 4.

<sup>768</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 1, тачка 1 и 2.



акционара.<sup>769</sup> С друге стране, законодавац је дао овлашћење суду да по службеној дужности, у фази преходног испитивања тужбе процени да ли су разлози за подношење тужбе отклоњиви, у ком случају може оставити друштву рок од највише шест месеци за отклањање неправилности. Уколико друштво у наведеном року не отклони неправилности, суд ће пресудом одредити престанак друштва или једну или више од наведених мера.<sup>770</sup> Наведена законска формулација, оставља места различитом тумачењу, на које је судска пракса дала одређене одговоре.

На питање да ли се од суда може тражити усвајање одређених мера мимо подношења ликвидационог захтева, судска пракса је у *Решењу Вишег трговинског суда Пвж.335/07 од 24.05.2007.године* стала на становиште да суд може наложити одређене мере само под условом да је поднет захтев суду за престанак друштва, уједно појашњавајући да се наведене мере не могу одредити у неком другом поступку, мимо овог нормираног поступка. Нејасноћа могућности одређивања мера уместо или без обзира на сам тужбени захтев, довела је до погрешног закључка првостепеног суда који је наведени поступак спровео по одредбама ванпарничног, а не парничног поступка. *Решењем Вишег трговинског суда Пж.9464/07 од 11.06.2008.године* потврђује се да се ради о посебном институту и крајњем средству за заштиту права мањинских акционара, када за то постоје озбиљни разлози злоупотребе права већинског акционара или органа управљања у друштву. Како је суд у обавези да утврди постојање законских разлога, путем извођења доказа, дакле у контрадикторном поступку, то је поступак могуће спровести само у парничном поступку.

У том смислу сматрамо да има места додатном уређењу наведеног института у смислу појашњења врсте механизма, његовог дејства и правних последица.

---

<sup>769</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 3, тачка 1-5.

<sup>770</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 3.

#### 4.1.2. Упоредноправни преглед института индивидуалне тужбе

Право на подношење индивидуалне тужбе акционара постоји у свим развијенијим законодавним системима, као средство заштите акционара од директно нанете штете и онемогућавања коришећења загарантованих прва.

Англосаксонски системи су детаљно развили обавезе директора и контролних акционара у вези са посебним дужностима и одговорностима, тако да су у британском праву ове дужности обухваћене Компанијским законом.<sup>771</sup> Британско право познаје могућност подношења индивидуалне тужбе против директора за повреду дужности према акционарима, када им та лица дају погрешан савет у вези са вршењем права или када претрпе штету због повреде дужности.<sup>772</sup>

У САД-у, у судској пракси, постоји тест на основу кога се утврђује да ли је једна тужба индивидуална или деривативна. Овај тест укључује испитивање директне штете, посебне штете и оштећеног лица.<sup>773</sup> Типичан пример индивидуалне тужбе јесте да је директор преварним понашањем навео акционара да повећа или смањи своје власништво у друштву. Уколико се ради о посебној штети, Врховни суд Делавера приступа овом тесту тако да се тражи да је у питању штета/повреда која није нанета свим акционарима, већ тужиоцу, или да је у питању повреда уговорне обавезе у вези са гласањем.<sup>774</sup> Последњи тест који се примењује у правосуђу у САД-у је тест оштећеног лица који подразумева два аспекта провере и то да ли је обавеза прекршена и према коме је прекршена. Уколико је повреда учињена према одређеном акционару, путем повреде оснивачког акта, закона, уговора акционара или уговора закљученог између акционара и друштва, радиће се о директној, индивидуалној тужби.<sup>775</sup>

---

<sup>771</sup> Компанијски закон, 2006 (УК), секција 166.

<sup>772</sup> Davies, P., & Worthington, S., *op.cit.*, pp.662-663.

<sup>773</sup> Thompson, J. E. (2009). Direct Harm, Special Injury or Duty Owed: Which Test Allows for the Most Shareholders Success in Direct Shareholders Litigation. *The Journal of Corporation Law*, 35(1), 220-222.

<sup>774</sup> *Ibid.*, p.221.

<sup>775</sup> *Ibid.*, p.222.

Континентални правни системи, код дужности пажње имају другачији приступ, у коме се полази од општих принципа грађанског права, чиме је и домет ових правила проширен не само на управу и менаџмент већ и на све акционаре.

Право акционара на индивидуалну тужбу је прописано немачким правом, у ограниченом домету, имајући у виду да се тужба подноси против других акционара и других лица која су намерно извршила утицај на директора или члана надзорног одбора, да поступи на штету друштва, али за износ штете која превазилази штету коју је претрпело друштво.<sup>776</sup> Акционарима није дозвољено да директно туже директоре или чланове надзорног одбора због непостојања правне везе, због чега се примењују правила о вануговорној одговорности.<sup>777</sup>

У француском праву, поношење индивидуалне тужбе је могуће иако није посебно нормирано. Индивидуална тужба се најчешће подноси због нетачно приказаних резултата пословања, ширења лажних информација или злоупотребе инсајдерских информација.<sup>778</sup> Правни основ индивидуалне тужбе у француском праву је споран, јер поједини аутори сматрају да право на подношење тужбе произлази из члана 1382 Грађанског законика, или из одредаба Трговинског законика.<sup>779</sup>

#### 4.1.3. Статусна и имовинска одговорност директора

У односу на остала лица која имају одговорност због повреде дужности пажње, издвојићемо директоре, који се због своје функције најчешће налазе у могућности да поступају незаконито или прекораче своја овлашћења.

Директори друштва могу бити законски (статутарни заступници) и то као физичка и правна лица, као и лица која су актом или одлуком надлежног органа друштва овлашћена да заступају друштво и као таква регистрована у складу са

---

<sup>776</sup> Wirth, G., et al., *op.cit.*, у: Лепетић, Ј. (2014). *op.cit.*, стр.189-190.

<sup>777</sup> *Ibid.*

<sup>778</sup> Cozian, M., Viadier, A., & Deboissy, F. (2016). *Droit des sociétés* (29<sup>th</sup> edition). Paris: LexisNexis; Grelon, B. (2009). Shareholders' Lawsuits against the Management of the Company and its Shareholders under French Law. *European Company and Financial Law Review*, 2–3, 205-218, у: Лепетић, Ј. (2014)., *op.cit.*, стр.190.

<sup>779</sup> Merle, P., & Fauchon, A. (2014). *Droit commercial, Sociétés commerciales* (18<sup>th</sup> edition). Paris: Dalloz. У: Лепетић, Ј. (2014)., *op.cit.*, стр.190.

законом о регистрацији (остали заступници).<sup>780</sup> Законодавац разликује и трећу категорију заступника, која није формално регистрована, али врши заступање друштва у континуитету. Због наведене ситуације, установљена је законска претпоставка да је друштво конклюдентно овластило одређено лице на заступање, осим уколико друштво не докаже да је чињеница непостојања овлашћења за заступање била позната трећем лицу.<sup>781</sup>

Имајући у виду да директори крше обавезе дужности пажње и кроз прекорачење својих овлашћења, на овом месту ћемо ближе објаснити институт *ultra vires* и правне последице за друштво, а имајући у виду да је о врстама повреда посебних дужности било речи у претходном делу, а детаљна елаборација би превазишла обим и тему овог рада.

#### 4.1.3.1. *Ultra vires*

Правна теорија познаје доктрину *ultra vires* која има два аспекта посматрања, од којих се први односи на правно лице, а други на заступнике друштва. Сматра се да правно лице има специјалну правну способност која се заснива на обављању пословних активности које су уписане у надлежни регистар (регистроване делатности) и евентуално акцесорним делатностима које друштво обавља. Вршење делатности од стране привредног друштва, ван регистрованих и акцесорних делатности, сматра се прекорачењем активности и сматра се *ultra vires*.<sup>782</sup> Други вид наведене доктрине се односи на поступање заступника изван својих овлашћења. Прекорачењем овлашћења наступају правне последице за трећа лица, у виду непуноважности закљученог правног посла,<sup>783</sup> што води одговорности правног лица и заступника за накнаду штете.

*Ultra vires* доктрина је важна и за разумевање правног основа за подношење деривативне тужбе. Имајући у виду наведено, уколико акционар тужбом тражи забрану одређеног *ultra vires* правног посла, правни основ неће имати деривативни

<sup>780</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 30 и 31, став 1.

<sup>781</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 31, став 2.

<sup>782</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.116.

<sup>783</sup> *Ibid.*

карактер. Супротно томе, уколико акционар тражи повраћај имовине и евентуалну накнаду штете на основу *ultra vires* правног посла, поступак ће се спроводити према правилима за деривативну тужбу.<sup>784</sup>

У оквиру Европске уније, све државе чланице су познавале *ultra vires* доктрину, осим Немачке, при чему је Прва директива 2009/101/ЕЗ<sup>785</sup> усвојила немачко решење, према коме се штити интерес трећег лица, уколико је закључило правни посао са регистрованим заступником (органом).<sup>786</sup> У том смислу, Прва директива познаје три врсте ограничења.<sup>787</sup> *Прво ограничење* се односи на прекорачење законског ограничења заступника, према коме друштво неће обавезати правни послови које је закључио заступник, уколико тај заступник (орган) није овлашћен да закључи такав правни посао. Полази се од претпоставке да треће лице познаје закон, те и такву врсту ограничења. *Друго ограничење* се односи на ограничење успостављено аутономним актима друштва и одлукама у погледу обављања делатности, при чему друштво неће бити обавезно таквим правним пословима уколико докаже да је трећем лицу било познато да су послови предузети изван делатности, при чему није валидан доказ чињеница да је такав интерни акт друштва био јавно објављен. *Треће ограничење* је везано за поверавање већих овлашћења за заступање једном заступнику или заступницима који заједнички обављају ову функцију, мимо уобичајених правних правила, али на основу такве могућности прописане законом. Уколико је веће овлашћење дато заступнику или заступницима и исто унето у статут, на основу тога се могу истицати аргументи против приговора трећих лица за такво заступање.

Генерално становиште је да различита евентуална ограничења која су садржана у интерним актима или одлукама, не могу се истицати према трећим

---

<sup>784</sup> Boyle, J. A. (2004). *Minority Shareholders' Remedies*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, p.24.

<sup>785</sup> Directive 2009/101/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and third parties, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 48 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent, презето са <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:258:0011:0019:EN:PDF> дана 05.02.2017.године, - Прва директива.

<sup>786</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр.116.

<sup>787</sup> Прва директива, члан 10.

лицима, без обзира да ли су објављена. На овај начин се одступа од „принципа позитивног публицитета регистра“.<sup>788</sup>

Српски законодавац је прихватио доктрину *inter vires* којом се обавезује заступник да поступа у складу са ограничењима својих овлашћења која су утврђена аутономним актима друштва или одлукама надлежних органа друштва.<sup>789</sup> Међутим, иако је законодавац прописао обавезу објављивања оснивачког акта и статута, евентуална ограничења овлашћења, неће утицати на савесност трећих лица, те се према њима не могу ни истицати, осим обавезног супотписа, уколико је ово ограничење регистровано у складу са законом о регистрацији.<sup>790</sup>

На основу напред наведеног, констатујемо да је наше законодавство делимично прихватило решења Прве директиве у погледу ограничења овлашћења заступника која се налазе у интерним актима.

#### 4.1.3.2. Статусна одговорност

Статусна одговорност директора се може посматрати са два аспекта. *Први аспект* је могућност да акционари разреше управу и менаџере, без или уз навођење разлога. *Други аспект* статусне одговорности се спроводи на основу судске одлуке, као последице повреде одређених дужности пажње.

Основно правило у нашем законодавству је да скупштина као највиши орган може разрешити директоре и чланове надзорног одбора и пре истека мандата на који су именовани, без навођења разлога.<sup>791</sup> На овом месту истичемо да разрешење директора у дводомном систему од стране скупштине, представља изузетак од правила да орган који именује, уједно и разрешава, имајући у виду да чланови надзорног одбора бирају директоре, али се наведено одступање од правила може прихватити у случају губитка поверења члана управе.<sup>792</sup>

---

<sup>788</sup> Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т., *op.cit.*, стр. 119.

<sup>789</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 33, став 1.

<sup>790</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 33, став 2 и 3.

<sup>791</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 395 и 439.

<sup>792</sup> Васиљевић, М. (2007)., *op.cit.*, стр.218.

Разрешење без навођења разлога је својствено континенталном упоредноправном компанијском праву, док се у америчкој пословној пракси често примењује клаузула у аутономним актима акционарског друштва да је разрешење члана одбора директора или менаџера могуће само у случају постојања оправданог разлога, што отвара питање дефинисања оправданости давања отказа, као и терета доказивања.<sup>793</sup>

Судско разрешење директора је могућност која постоји у савременом компанијском праву и одликују је две карактеристике и то да је нормирана законом и да се спроводи по захтеву односно тужби мањинских акционара са одређеним капиталним цензусом.<sup>794</sup>

У српском законодавству је прихваћен наведени институт, кроз тужбу за ликвидацију, који даје могућност мањинским акционарима који представљају најмање 20% основног капитала друштва да поднесу тужбу за престанак друштва или захтевају од суда налагање одређених мера, мимо корпуса мера које су наведене *exempli causa*.<sup>795</sup>

У вези са судским разрешењем директора треба напоменути да поједини директори могу бити запослени у друштву на основу уговора о раду, у ком случају им неће престати права која по том основу имају у друштву, већ само статусна права везана за одлуку скупштине о разрешењу. Међутим, законодавац прописује да и радни однос појединих лица која имају посебне дужности у друштву, најчешће директора, може престати на основу судске одлуке и то уколико се такав захтев постави у поступку по тужби због повреде дужности чувања пословне тајне и због повреде правила о забрани конкуренције. Могућност подношења деривативне тужбе са мером престанка радног односа је од великог значаја за мањинске акционаре у случају када не могу да спроведу разрешење директора усвајањем такве одлуке на скупштини. Међутим, овако дефинисана мера оставља отворено питање да ли престанак радног односа аутоматски доводи и до разрешења

---

<sup>793</sup> *Ibid.*, стр.219.

<sup>794</sup> *Ibid.*, стр.222.

<sup>795</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 469, став 2, тачка 1 и 2.

директора. Наиме прописи о регистрацији предвиђају да се директор (заступник) региструје одлуком о именовану односно да се заступник мења на основу одлуке о разрешењу, тако да правноснажна судска одлука не представља правни основ за разрешење директора коме је престао радни однос.<sup>796</sup> Такође, постоји могућност да се са директором коме је на основу судске одлуке престао радни однос, закључи менаџерски уговор (уговор о правима и обавезама директора). Сходно наведеном закључујемо да престанак радног односа директора применом наведене мере представља додатни основ мимо нормираних основа утемељених законом који регулише радне односе.<sup>797</sup> Имајући у виду одређена отворена пирања при регулисању ове супсидијарне статусне санкције за директоре, сматрамо да има места прецизнијем регулисању могућности престанка радног односа директору у случају повреде посебних дужности, јер сматрамо да је интенција законодавца била да се директору који је спроводио незаконите радње не дозволи могућност да исте понови у истом друштву.

#### 4.1.3.3. Имовинска одговорност

Имовинска одговорност директора је утврђена законом, тако да директор одговара друштву за штету коју му проузрокује повредом одредаба закона, статута или одлуке скупштине, осим уколико је поступао у складу са одлуком скупштине.<sup>798</sup> Кроз наведену формулацију, утврђује се да је и наш законодавац прихватио „принцип већине“ да уколико је одлука донета или одобрена већином, суд исту неће оспоравати осим уколико не представља еклатантно кршење закона због чега би била ништава по сили закона.

Поред наведеног, законодавац поред индивидуалне уводи и солидарну одговорност колективног органа. Солидарна одговорност се нормира код

---

<sup>796</sup> Правилник о садржини Регистра привредних субјеката и документацији потребној за регистрацију („Службени гласник РС“, бр.42/16) у члану 32, став 1 регулише промену заступника прописујући да се уз пријаву промене доставља одлука надлежног органа субјекта регистрације о именовану односно разрешењу, а не и друга документација, као што је доказ о истеку уговора о раду на одређено време или решење о отказу уговора о раду и сл.

<sup>797</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 74, став 1 и 2 и члан 76 став 1, тачка 5.

<sup>798</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 415, став 1 и 2.



потраживања накнаде штете у случају подношења тужбе од стране друштва или деривативне тужбе, када тужилац може захтев усмерити против свих лица која су повредила дужност, солидарно. Међутим, законодавац такође уводи изузетке од овог правила солидарне одговорности. Наиме, неће бити одговорни директори који нису гласали за усвајање одређене одлуке. Гласање против одлуке мора бити експлицитно исказано, јер законодавац у случају уздржаности, или одсутности, сматра да је тај директор гласао за доношење одлуке (није јој се противио), осим уколико у писаној форми не искаже своју несагласност.<sup>799</sup>

Одговорност за накнаду штете се процењује према општим правилима грађанског права, тако што се мора утврдити (1) да ли је настала штета; (2) да ли је постојала намера односно кривица, уз напомену да се одговорност претпоставља за обичну непажњу и (3) да ли постоји узрочна веза између кривице и настале штете.

Како је предуслов за подношење тужбе, одређена противправна радња односно кршење посебних дужности наведеног круга лица, поставља се питање да ли је противправност у компанијском праву посебан услов одговорности. У правној теорији, постоје ставови да је противправност четврти елемент одговорности за накнаду штете, иако се у судској пракси, приликом утврђивања кривице, утврђује и противправност, која је њен саставни део. У том смислу, без обзира да ли директори и чланови надзорног одбора крше посебне дужности или не, уколико је штета настала, акционар ће имати право на накнаду штете. Из наведеног произлази да није неопходно утврђивати да ли је одговорност лица која имају посебне дужности уговорна или вануговорна, јер је наведена чињеница ирелевантна у односу на чињеницу да је штета настала, те да иста мора бити надокнађена.<sup>800</sup>

У корпоративној америчкој пракси, постоји више врста мера које корпорације уводе да би заштитиле своје директоре од излагања потенцијалној деривативној одговорности (тужби) и то су (1) ограничење одговорности; (2) обештећење и (3) осигурање директора и менаџера или „D&O осигурање“ (енг.

---

<sup>799</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 415, став 3 и 4.

<sup>800</sup> Закон о облигационим односима, члан 154.

*directors & officers liability insurance, D&O insurance*).<sup>801</sup> У случају ограничења одговорности директора може се законом или другим прописом обавезујуће снаге нормирати да се директор ослобађа одговорности уколико је поступао у складу са дужношћу пажње и у доброј вери. Обештећење директорима за штету коју су платили или трошкове вођења поступка може у пословној пракси бити забрањено, обавезно, или дозвољено.

#### **4.1.4. Критеријум забране индиректне штете код индивидуалних тужби**

Уводне напомене о индиректној штети су дате у првој глави петог дела, ради бољег схватања разлога обраћања мањинских акционара међународним трибуналима. Међутим, разликовање директне и индиректне штете ћемо детаљније анализирати у овом поглављу, из два разлога. Први је што су „починиоци“ индиректне штете акционарима најчешће чланови управе и менаџери, као и друга лица из круга лица са посебним дужностима, индивидуално или колективно. Други разлог је што је карактер штете нанете акционарима, кључан за опредељивање коришћења правног механизма заштите права, односно директне или деривативне тужбе.

Индиректна штета може бити дефинисана и као штета коју акционари претрпе услед пада вредности акција или изостанка раста вредности акција, а коју штету акционар не може потраживати јер се ради о рефлексиви штете нанете друштву.<sup>802</sup> Закључује се да је рефлексна штета, у ствари секундарна штета у односу на примарну штету која је нанета, најчешће повредом посебних дужности, а чије последице трпе акционари.

Принцип забране индиректне (рефлексне) штете јесте принцип *common law* права. Наведени принцип се не примењује у контексту заштите права мањинских акционара, уколико је индиректна штета наступила као последица „непоштеног

---

<sup>801</sup> Aronson, S., et al., *op.cit.*, pp.82-83.

<sup>802</sup> De Jong, B. J. (2013). Shareholders' Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis. *European Business Organization Law Review*, 14(01), 97-118, pp.98-99.

штетног понашања“ (енг. *unfairly prejudicial conduct*), а може се користити и од стране већинског власника.<sup>803</sup>

Индијектна штета у српском праву није директно регулисана, али се могу извести одређени закључци на основу општих принципа компанијског и грађанског, односно облигационог права. Једно од ограничења при подношењу тужбе којом се захтева индијектна штета, је да се потражује штета која превазилази штету коју је претрпело друштво, што може довести акционаре у гори правни положај у односу на остала оштећена лица. Законодавац не захтева као предуслов да се ради о штети која превазилази штету друштва, те би акционари у начелу имали право да потражују рефлексну штету јер су власници акција у привредном друштву које је претрпело штету, тако да је посредно и сами трпе.

Основни принцип облигационог права је да је свако ко другоме нанесе штету дужан да је надокнади, осим уколико не докаже да је штета настала без његове кривице.<sup>804</sup> У посебним случајевима, као што је одговорност за штету од ствари или делатности од којих потиче повећана опасност штете за околину, одговара се без обзира на кривицу.<sup>805</sup> Сама штета је дефинисана као умањење нечије имовине (обична штета) и спречавање њеног повећања (измакла корист).<sup>806</sup>

У српској правној теорији се разликују појмови посредне (индијектне) и непосредне (директне) штете. Директна штета је настала на добрима оштећеног, при чему штетник одговара по правилима деликтне одговорности.<sup>807</sup> Посредна штета је више теоријски појам, те се у доктрини прави разлика између ових појмова у вези са наступајућом последицом. Тако је непосредна штета уједно и непосредна

---

<sup>803</sup> Више о томе: Griffin, S. (2010). Shareholder Remedies and the No Reflective Loss Principle: Problems Surrounding the Identification of a Membership Interest. *The Journal of Business Law*, 1, 467–468, у: Лепетић, Ј. (2014)., *op.cit.*, стр.195.

<sup>804</sup> Закон о облигационим односима, члан 154, став 1.

<sup>805</sup> Закон о облигационим односима, члан 154 став 2 и 3.

<sup>806</sup> Закон о облигационим односима, члан 155. Поред обичне штете и измакле користи, законодавац познаје и нематеријалну штету која настаје услед доношења другог физичког или психичког бола или страха.

<sup>807</sup> Капор, В. Коментар Закона о облигационим односима, II књига, Савремена администрација, Београд, 1983, стр. 1304-1305. Види Закон о облигационим односима, члан 488, став 3 „Поред тога, и независно од тога, продавац одговара купцу и за штету коју је овај због недостатка ствари претрпео на другим својим добрима, и то према општим правилима о одговорности за штету.”

последица штетне радње, док је посредна штета индиректна последица штетне радње.<sup>808</sup> Следствено, уколико акционари претрпе штетне последице услед штетне радње којом је директно оштећено друштво, могу се сматрати посредно оштећеним лицима, тако да штету не трпи друштво, већ акционари на својим добрима, те је иста рефлексна.<sup>809</sup>

Према домаћој судској пракси, висина штете која је учињена члановима привредног друштва, може се утврђивати само након утврђења основа и висине штете причињене самом друштву. У пресуди *Привредног апелационог суда, Пж. 7572/2013 од 11.4.2014. године* се наводи: "Првостепени суд је закључио да се основ и висина штете која је учињена тужиоцима као члановима друштва може утврђивати само након утврђења основа и висине штете причињене самом друштву. Правилно је становиште првостепеног суда да штета за члана друштва настаје посредно, спречавањем увећања његове личне имовине, до које би у редовним околностима, да није било штетних радњи, дошло остваривањем права на дивиденду, тј. права на учешће у расподели добити друштва. Утврђење штете за члана друштва немогуће је без сазнања о висини штете коју трпи друштво спречавањем остваривања добити друштва. Првостепени суд је правилно закључио да право на подношење индивидуалне тужбе није условљено претходним или истовременим подношењем деривативне тужбе, већ је битно утврђење чињеница у вези са оценом постојања основа и висине штете која је причињена члановима друштва повредом дужности лица."

Према ранијем законском решењу, било је могуће да исто лице истовремено поднесе индивидуалну и деривативну тужбу, тако да суд води оба поступка, уз претходно испуњење прописаних услова за обе тужбе.<sup>810</sup> Како је према ранијем законском решењу успостављена забрана закључења поравнања у судским поступцима по деривативним тужбама, на тај начин су спречене могућности злоупотребе овог права од стране мањинских акционара и вођење поступака ради

---

<sup>808</sup> Радишић, Ј. (2004). *Облигационо право, општи део*. Београд: Номос, стр.202

<sup>809</sup> Лепетић, Ј. (2014)., *op.cit.*, стр.198.

<sup>810</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 42.

закључења евентуалног поравнања. Сматрамо да, без обзира на изостанак експлицитног допуштења вођења судског поступка истовремено по индивидуалној и деривативној тужби, уколико су испуњени други услови прописани процесним законом, ова два поступка могу бити вођена истовремено.

Сходно наведеном, рефлексна штета у компанијском праву настаје као последица постојања посебног правног субјективитета друштва у односу на акционаре, те одвојености имовине друштва од имовине акционара, због чега је могуће и разликовати постојање директне и посредне односно рефлексне штете.<sup>811</sup>

Ипак, разлози одбране принципа забране индиректне штете су вишеструки и полазе од могућности двоструке накнаде у случају успеха у индивидуалној и деривативној тужби, инфлација тужби са могућим различитим правним исходом и стварање правне несигурности, уз нарушавање принципа равноправности акционара, као и стављање акционара у привилегован положај у односу на повериоце друштва.<sup>812</sup>

## 4.2. Деривативна тужба

Деривативна тужба (*actio pro socio, derivative action, derivative suit, Aktionärsklage, action sociale ut singuli*) представља глобални феномен који своје порекло води из *common law* правног система и може бити сагледан као „функционална неопходност за разумно спровођење директорских дужности“ или као сложени и тешко применљиви механизам корпоративног управљања.<sup>813</sup> Према појединим ауторима, деривативна тужба се сматра једним од најбољих механизма одговорности за велике формалне организације.<sup>814</sup>

---

<sup>811</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 42.

<sup>812</sup> Лепегић, Ј. (2014)., *op.cit.*

<sup>813</sup> Puchniak, D. W., Baum, H., & Ewing-Chow, M. (2012). *The derivative action: an economic, historical and practice-oriented approach*. Excerpt: Cambridge University Press, преузето са [http://assets.cambridge.org/9781107012271/excerpt/9781107012271\\_excerpt.pdf](http://assets.cambridge.org/9781107012271/excerpt/9781107012271_excerpt.pdf), p.1.

<sup>814</sup> Clark, R. (1986). *Corporate Law*. Boston: Little Brown, преузето из *Ibid.*

Деривативна тужба има за циљ да принуди друштво да поднесе тужбу и да могућност акционарима да у име друштва накнаде штету друштву.<sup>815</sup> У правној теорији се могу разликовати основне одлике деривативне тужбе и то:<sup>816</sup>

- 1) да је штета настала за друштво;
- 2) штета је настала као последица радњи лица које има посебне дужности према друштву;
- 3) надлежно тело у друштву, које је овлашћено да покрене поступак ради накнаде штете у име компаније, такав поступак није покренуло, јер је лице које је нанело штету истовремено и лице које врши ефекетивну контролу у том телу;
- 4) право друштва да покрене поступак је пренето другом лицу, које је овлашћено да у име друштва поднесе деривативну тужбу;
- 5) деривативни тужилац предујмљује трошкове подношења тужбе и вођења поступка и
- 6) накнада остварена по основу деривативне тужбе, припада друштву, а не тужиоцу.

Деривативна тужба је специфична врста тужбе, усмерена на превентивно деловање на управу акционарског друштва и представља механизам судске заштите интереса мањинских акционара, која се подноси у своје име, а за рачун друштва (комисиона тужба), ради остваривања накнаде штете причињене друштву и других законом дозвољених захтева, на основу повреде посебних дужности лица.

Тужбу у случају повреде дужности првенствено подноси друштво, при чему би поступак иницирања требало спровести преко органа друштва. Међутим, имајући у виду да су управа и менаџери, управо лица који су починила повреду, у

---

<sup>815</sup> Видети Aronson v. Lewis (1984). 473 A.2d 805, 811, у: Aronson, S., et al., *op.cit.*, p.1.

<sup>816</sup> Puchniak, D. W., Baum, H., & Ewing-Chow, M., *op.cit.*, pp.7-8.

пракси се ретко дешава да друштво иницира овакав поступак. Менаџери и контролни акционари немају интерес да подносе овај тип тужби, из разлога што остварују фактичку власт у органима друштва. Имајући наведено у виду, законодавства бројних држава су омогућила мањинским акционарима да путем института деривативне тужбе заштите права и економски интерес компаније, чиме им се посредно омогућава и заштита сопственог правног и економског интереса.

Деривативне тужбе се најчешће подносе против директора, али и против других лица која имају посебне дужности према друштву.

#### 4.2.1. *Foss v. Harbottle* и изузеци

Основни принципи *common law* права у вези са деривативном тужбом су садржани у правилу формираном у прецедентном праву.

У правној теорији постоји спор да ли се ради о два принципа једног правила или два одвојена правила.<sup>817</sup> Иако је правило добило назив по случају *Foss v. Harbottle*, исто је формулисано у другом судском поступку. Иницијално, правило је гласило „корпорације треба да туже у своје лично име и у корпоративном својству, или у име некога који је по слову закона представник.”<sup>818</sup> Међутим, у облику у коме је сада познато, наведено правило је формулисано у случају *Edwards v. Halliwell* тако што је адекватан тужилац у тужби за радње за које се тврди да су почињене компанији или удружењу, дефинисан пре свега као само компанија или то удружење. Уколико је у питању радња или трансакција која може бити одобрена простом већином осталих чланова друштва, онда ни један члан као појединац не

---

<sup>817</sup> Wedderburn, K. W. (1957). Shareholders' Rights and the Rule in *Foss v. Harbottle*. *Cambridge Law Journal*, 15(2), 194-198; Други аутори тврде да се ипак ради о једном правилу, више о томе Berkahn, M. (1998). The Derivative Action in Australia and New Zealand: Will the Statutory Provisions Improve Shareholders' Enforcement Rights? *10 Bond Law Review*, 74-76, преузето са <http://epublications.bond.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1139&context=blr> дана 26.02.2017.године.

<sup>818</sup> Судија у случају *Foss v Harbottle*, Sir James Wigram VC је то правило формулисао на следећи начин: 'the corporation should sue in its own name and in its corporate character, or in the name of someone whom the law has appointed to be its representative'. Више о томе Ramsay, M. I., & Saunders, B. B. (2006). Litigation by shareholders and directors: an empirical study of the statutory derivative action. *Journal of Corporate Law Studies*, 6(2), 397-446, p.8.

може да покрене тужбу, уколико је већина чланова друштва или удружење сагласна са оним што је учињено.<sup>819</sup>

Ипак, ово правило у примени има одређене изузетке, којима се обезбеђује правичност и на основу којих је подношење деривативне тужбе увек дозвољено:<sup>820</sup>

(1) постојање незаконитих радњи или *ultra vires* – када акционар може поднети тужбу ради спречавања незаконитих радњи, јер скупштинска већина не може ратификовати *ultra vires* радње; (2) непостојање прописане већине за доношење одлуке, у случају постојања квалификоване већине за одобрење одређене радње, када акционар може да тужи за побијање тако донете одлуке; (3) ада су повређена права и појединачног акционара и друштва, могу се кумулирати индивидуална и деривативна тужба; (4) у случају преваре мањинских акционара, када лица која су починила превару контролишу друштво и (5) изузетак у интересу правде – чије је постојање дискутабилно у правној теорији и најпре постоји у форми спремности суда да пружи помоћ мањинским акционарима који траже накнаду штете за учињене незаконитости.

Сходно наведеном, може се закључити да деривативна тужба омогућава акционарима да врше надзор и надокнаде штету друштву, коју проузрокују директори, у случајевима када сами директори то не учине.<sup>821</sup>

#### 4.2.2. Процесне претпоставке за подношење деривативне тужбе

Имајући у виду да механизам деривативне тужбе представља алтернативну могућност мањинских акционара да у име и за рачун друштва, поднесу ову врсту тужбе и заштите интерес друштва, прописани су претходни услови, чијим се испуњењем тек стичу услови за подношење деривативне тужбе. Наведено правило је конституисано због супсидијарног и делимично акцесорног карактера ове комисионе тужбе и усмерено је на претходно вршење притиска на управу друштва да поднесе тужбу против одређеног круга лица.<sup>822</sup> Постоје две основне процесне

<sup>819</sup> Више о томе Ramsay, M.I., & Saunders, B. B., *op.cit.*

<sup>820</sup> *Ibid.*, p.9.

<sup>821</sup> Из пресуде Meyer v. Fleming (1946). 327 U.S. 161, преузето из Aronson, S., et al., *op.cit.*, p.1.

<sup>822</sup> Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр.13-14.



претпоставке чије испуњење је предуслов за подношење деривативне тужбе и то су (2) да акционари исцрпе правно средство, подношењем захтева за утужење друштву у писаној форми и (2) да тужбу може поднети само акционар који поседује одређени капитални цензус.

Наиме, прва процесна претпоставка јесте да квалификовани подносиоци односно, један или више акционара који поседују акције које представљају најмање 5% основног капитала друштва, поднесу писани захтев друштву.<sup>823</sup> Иако законодавац није прописао обавезне елементе самог захтева, конституисана је обавезна писана форма, а минимална садржина захтева је идентификација лица које је повредило дужност пажње и опис повреде, као и сама формулација захтева који се упућује друштву ради покретања поступка против једног или више наведених лица која имају обавезу према друштву, те захтев да друштво у року од 30 дана од дана пријема захтева одлучи о истом. Захтев се предаје благовремено, у оквиру рокова који су прописани за подношење тужбе, директно друштву или путем поште.

Када друштво прими предметни захтев, провериће да ли је поднет од стране квалификованих подносилаца и да ли је захтев благовремен, те након тога може поступити на један од начина: (1) усвоји захтев и о томе обавестити подносиоца или (2) не поступи по захтеву у ком случају ће постојати необорива претпоставка (*presumptio iuris et de iure*) да је захтев одбијен по истеку рока за достављање одговора од стране друштва или (3) одбије захтев и о томе обавести подносиоца.

Приликом претходног испитивања деривативне тужбе, суд ће проверити испуњеност претходних услова као и да ли је тужба поднета у року од шест месеци од дана сазнања за повреду, односно пет година од дана учињене повреде.

За разлику од колективне тужбе која представља хоризонтални механизам који супституише „сет личних тужби“, деривативна тужба представља вертикални механизам, који проширује круг тужилаца који могу поднети ову врсту тужбе на

---

<sup>823</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 79, став 1 и 2.

акционаре, а у неким јурисдикцијама и на повериоце.<sup>824</sup> Тако, у САД-у постоји тенденција проширења круга подносилаца деривативне тужбе на чланове одбора директора, извршне директоре или чак и повериоце.<sup>825</sup>

Поједине јурисдикције познају и посебну врсту деривативне тужбе под називом двострука или вишеструка деривација, односно деривативна тужба (САД, Канада и Немачка) у случају када постоји група компанија и хоризонтално односно вертикално повезивање истих (однос између мајке и ћерке друштва, када акционар-мајка друштво подноси тужбу у име ћерке друштва или однос друштava сестара).<sup>826</sup> Право на подношење тужбе прво произлази из ћерке фирме ка мајци фирми, имајући у виду да је мајка друштво акционар, а одатле произлази и за акционар-мајке друштва, чиме настаје двострука или вишеструка деривација.

Иако се у академским круговима воде бројне расправе и анализира институт деривативних тужби, у пракси се исти не користи превише. Наиме, у конкретном случају потребно је да акционар или више акционара, уколико испуњавају капитални цензус непходан за подношење тужбе, предујми трошкове вођења судског поступка у име и за рачун друштва. Тешко је очекивати од акционара, најпре мањинских, да могу издвојити довољно времена и средстава за овај подухват, имајући у виду да су најпре склони понашању „слепог путника“. Наредно спорно питање је и мотивација акционара да поднесу наведену тужбу, имајући у виду да се иста подноси за рачун друштва, које само није мотивисано да исту поднесе, а да би евентуалне користи накнаде штете, такође припале по правноснажности одлуке том акционарском друштву, док би тужилац имао тек посредну корист (накнадна исплата дивиденде или увећање вредности друштва, па самим тим и вредности акција и сл.).

Бројне студије су спроведене у вези са анализом увођења и заступљености коришћења деривативне тужбе као механизма за заштиту права и интереса

---

<sup>824</sup> Rotem, Y. (2013). The Law Applicable to a Derivative Action on Behalf of a Foreign Corporation— Corporate Law in Conflict. *Cornell International Law Journal*, 46, 321-360, p.355.

<sup>825</sup> Pinto, A. & Branson, M. D., *op.cit.*, pp.629-650 у: Васиљевић, М. (2007), *op.cit.*, стр. 248.

<sup>826</sup> Puchniak, D. W., Baum, H., & Ewing-Chow, M., *op.cit.*, pp.7-8.

акционара. Поједине државе Европске уније су релативно касно увеле овај инстиут, уз строга ограничења за акционаре, што је довело до некоришћења овог механизма.<sup>827</sup> Према новијим студијама, карактеристично је да све државе Европске уније имају уведено ово правно средство, са ужим или шире постављеним условима (од једне акције до 20% акција или вредности акција).<sup>828</sup>

## 5. КОЛЕКТИВНА ТУЖБА

### 5.1. Појам колективне тужбе

Колективни интерес одређене групе лица у праву се може остваривати на више начина, применом различитих механизма, почев од стандардних института процесног права, као што су супарничарство или спајање поступака до подношења тужби за заштиту приватних или јавних интереса.<sup>829</sup> У тужбе компанијског права, поред индивидуалне и деривативне, спада и колективна тужба.

Колективна тужба представља врсту директне тужбе, која се подноси ради заштите појединачних интереса свих акционара који се налазе у истом правном положају, као и лице које је такву тужбу поднело. Дејство ове тужбе се проширује са акционара који је поднео и на све акционаре који имају исту правну позицију као и тужилац.

---

<sup>827</sup> Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140, p.133. Италија је деривативне тужбе увела 1998.године уз претходно испуњење услова од 5% власништва акција, као и обавезу стране која је изгубила да плати трошкове поступка страни која је добила поступак и прилично комплексне доказе којима се доказују тужбени наводи које је тешко прибавити. Имајући у виду да због наведених околности тужбе нису подношене, до 2006.године је сукцесивно дошло до измена у законодавству, тако што је мањинским акционарима олакшано вођење наведеног поступка, јер им је омогућено да поднесу тужбу против друштва које је већински власник или оснивач акционарског друштва у коме акционари поседују акције, уведена је могућност плаћања накнаде адвокатима тек по добијеном поступку или постигнутом поравнању, што смањује финансијско оптерећење за тужиоце, који више не морају да унапред финансирају поступак, као и смањење прага за подношење тужбе на 2,5%. У Немачкој је током 2005.године дошло до значајнијих измена у законодавству по угледу на начин вођења оваквих поступака у САД-у, те је смањен капитални цензус за покретање деривативних тужби на 1% или 100.000 евра вредности акција, ради покретања деривативних тужби против директора и уведене повољније адвокатске накнаде за овај тип тужби. Француска судска пракса скоро и да не познаје примере деривативних тужби.

<sup>828</sup> European Commission (2003), *op.cit.*, pp.192-199. Већина држава чланица Европске уније је као праг поставила једну акцију до 10%, с изузетком Италије, која је капитални цензус поставила на 20% акција.

<sup>829</sup> Лепетић, Ј. (2016). Механизми колективне заштите у компанијском праву и праву тржишта капитала, Колективна тужба акционара. *Право и привреда*, 4-6, стр.145.

У формалном смислу, колективна тужба представља процесни механизам колективне заштите одређене групе лица (класе или поткласе), који омогућава групи са истоветним правним захтевом да ради процесне економије и ефикасности извршења, обједини више појединачних тужби, како би на бољи начин обезбедила заштиту појединачних интереса чланова групе, који по редовном току ствари не би били заштићени, због комплексности покретања и вођења судског поступка и висине повезаних трошкова.<sup>830</sup> Тужбени захтев који се може поставити у колективној тужби може бити захтев да се престане са незаконитим поступањем (енг. *injunctive relief*) и/или захтев за накнаду штете, настале незаконитим поступањем.<sup>831</sup>

Међутим, од колективне тужбе треба разликовати две сличне процесне ситуације и то прву у којој се више акционара удружује ради постизања капиталног цензуса ради предузимања одређене радње или заштите права у судском поступку, као и удруживање више акционара ради подношења индивидуалне тужбе, уколико су исти обухваћени истим чињеничним и правним стањем и нанета им је штета поступањем одређеног лица које има посебне дужности према друштву.<sup>832</sup>

Један од проблема који се често јавља код подношења колективних тужби први је идентификовала теорије, као чињеницу да акционари имају право да потражују мали пропорционални део добити, али под условом да тај мали део добити може само бити мањи од трошкова које би тај акционар имао за подношење колективне тужбе.<sup>833</sup>

Историјски посматрано, колективна тужба односно тужба класе (*class action*) је формално уведена први пут у правни систем САД 1938.године, на основу донетог прописа под називом Федерална правила о парничном поступку (*Federal*

---

<sup>830</sup> COM (2013). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Towards a European Horizontal Framework for Collective Redress", преузето са <http://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/202773>

р.4; Процесно одређивање колективне тужбе се помиње и у пресуди *Hansberry v. Lee* (1940). 311 U.S.

<sup>831</sup> *Ibid.*

<sup>832</sup> Васиљевић, М. (2006), *op.cit.*, стр.147.

<sup>833</sup> Olson, M. (1965). *The Logic of Collective Action: Bulic Goods and the Theory of Groups*. Cambridge, MA: Harvard economic studies, p. 14.

*Rules of Civil Procedure*, Федерална правила) иако су поједине судске одлуке (Енглеска, САД) и раније садржале у себи елементе тужбе класе, односно колективне тужбе.<sup>834</sup>

За разлику од назива тужба класе, у Европи је присутнији термин колективна или групна тужба (*collective, group action*). Поред терминолошке разлике у појмовима, истичемо да се ова два механизма суштински разликују у погледу инструмената колективне заштите, о чему ће више речи бити у наставку рада.

## 5.2. Тужбе класе у САД

Федерално правило 23 дефинише у којим се случајевима може поднети тужба класе и то: (1) уколико су чланови класе толико бројни; (2) да спајање поступака не би било практично; (3) правна и фактичка питања су истоветна за читаву класу; (4) захтев је идентичан за читаву класу и (5) уколико ће представник класе заштитити интересе класе на фер и адекватан начин. Сам поступак се одвија тако што се прво врши признање својства класе, именује заступник, те достави обавештење свим члановим класе који су могли бити идентификовани уз улагање разумног напора о подношењу тужбе класе, уз напомену да сваки члан класе може бити изузет из овог поступка, уколико експлицитно на одређени начин и у одређеном року буде захтевао изузеће (енг.*opt-out*).

Поред наведеног правила, релевантан пропис за регулисање тужбе класе у САД је и Закон о правичности тужбе класе (*The Class Action Fairness Act*) из 2015.године, којим су установљена одређена правила ради заштите чланова класе од евентуалних злоупотреба. Рацио доношења овог прописа је био допуна важећих процесних правила а на основу утврђених чињеница да је уочено доста злоупотреба

---

<sup>834</sup> Hess, Y. (2013). Proposed Collective Redress in Europe in the Perspective of Deterrence of Corporate Wrongdoing. *European Company Law*, 10(3), 123-128. У случају *West v. Randall* (1820). 29 F.Cas (No.17,424) (C.C.D.R.I.) успоставља се правно правило „неопходност странака“ чија је суштина у томе да сва лица материјално заинтересована за предмет спора, без обзира да ли су тужиоци или тужени, морају бити странке у спору, без обзира колико бројне биле, више о томе [https://www.law.cornell.edu/wex/class\\_action](https://www.law.cornell.edu/wex/class_action)

у вези са тужбама класе којима је нанета штета члановима класе (нису добијали значајније надокнаде), као и туженима који су се понашали одговорно, угрожена је трговина између држава у САД и умањено јавно поштовање правосудног система.

Основна подела на тужбе класе у САД јесте на тужбе које за циљ имају институционалне реформе и на тужбе које за циљ имају новчану накнаду. У прву групу тужби класе најчешће спадају тужбе класе у вези са дискриминацијом, у другу групу тужби класе спадају масовне тужбе у којима је повређено неко лично или имовинско право, тужбе које се односе на хартије од вредности и акционаре и друге тужбе које за циљ имају накнаду штете (антимонополске, потрошачке и др.).<sup>835</sup>

Тужбе класе које се односе на хартије од вредности и акционаре, правни основ имају у Федералном правилу 23 (б)(3), као и повреди одредаба Закона о хартијама од вредности (1933) и Закону о трговању хартијама од вредности (1934) и подносе је инвеститори, односно акционари, против директора и других менаџера компаније, а ради накнаде штете због инвестиционог губитка насталог на основу одлуке директора.<sup>836</sup> Карактеристика овог типа тужбе је да је представник класе углавном највећи инвеститор, као и да обавеза објављивања постоји чак и пре добијања легитимације класе.<sup>837</sup> Тужба класе може бити поднета и против издаваоца и других одговорних лица уколико су објавила мањкаве информације које су се односиле на промет хартија од вредности или нетачне, непотпуне и погрешне информације на основу којих су инвеститори куповали те хартије од вредности, као и због неадекватног објављивања информација у материјалима за скупштину акционара.<sup>838</sup>

---

<sup>835</sup> Pace, M. N. (2007). *Class Actions in the United States of America: An Overview of the Process and the Empirical Literature*. Santa Monica, California, U.S.A: RAND Institute for Civil Justice, pp.10-18.

<sup>836</sup> *Ibid*, pp.15-17. Најчешћи примери ових одлука су нетачна информација која је објављена а односи се на будућу зараду или пословне операције, или нерегуларности у финансијском извештају.

<sup>837</sup> *Ibid*, p.15.

<sup>838</sup> Masayuki, T. (2012). Securities Class Action: Anglo-American Comparison and Cross-Border Implications. *European Business Law Review*, 23(1), p.91, преузето са <http://works.bepress.com/tamaruya/2/>; Thomas, R. S., & Thompson, R. B. (2012). Empirical studies of representative litigation. *Research Handbook and the Economic of Corporate Law*, 152-170, p.153; Kraakman, R., Park, H., & Shavell, S. (1994). When Are Shareholders Suits in Shareholder Interest?, *The Georgetown Law Journal*, 82, 1758-1759, преузето из Лепетић, Ј. (2016)., *op.cit.*

Тужбе класе генерално, као и колективне тужбе у вези са спајањем и преузимањем у САД-у се сматрају значајним механизмом контроле поступања управе и спадају у надлежност федералних судова.<sup>839</sup>

### 5.3. Механизми колективне заштите у Европској унији

Европска унија је на нивоу држава чланица имала већи број различитих механизма којима се пружала колективна заштита права. Међутим, због различитости наведених механизма, настала је потреба за унифицирањем на хоризонталном нивоу одређених основних принципа имплементације механизма колективне заштите у свакој од држава чланица, којој финализацији су претходиле бројне студије и анализе.<sup>840</sup>

Главни извештај Европске комисије *DG Sanco* под називом *Евалуација ефикасности и ефикасности механизма колективног обештећења у Европској унији* (Извештај о механизмима колективног обештећења) се пре свега бави колективним механизмима релевантним за заштиту потрошача, кроз групну тужбу која представља више тужби груписаних у један поступак, репрезентативну тужбу код које физичко лице или организација представља више лица, тест случај (енг. *test case*) код кога пресуда којом се решава по тужби која је поднета од стране више лица, представља основу за остале тужбе поднете од стране лица која имају исти правни интерес против истог туженог и процедуре у случају присвајања дела профита (енг. *skimming-off profits*) код које се тужени који је повредио одређена правна правила обавезује да надокнади нелегално стечену добит.<sup>841</sup>

---

<sup>839</sup> Thomas, R. S., & Thompson, R. V., *op. cit.*, pp.153 и 195.

<sup>840</sup> Важнији документи у којима се обрађују механизми колективне заштите су: COM(2005) Green Paper on antitrust damages action, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A52005DC0672>, COM(2008) White Paper on antitrust-specific collective redress, преузето са [http://ec.europa.eu/competition/antitrust/actionsdamages/files\\_white\\_paper/whitepaper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/antitrust/actionsdamages/files_white_paper/whitepaper_en.pdf) дана 30.10.2016.године, COM(2008) Green Paper on consumer collective redress, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52008DC0794> дана 30.10.2016.године, 2011/2089 (INI) Resolution “Towards a Coherent European Approach to Collective Redress, COM(2013) Communication “Towards an European Horizontal Framework for Collective Redres, *op.cit.*

<sup>841</sup> Alleweldt, F., Tessler, A., Rott, P., Kara, S., Beteille, R. & Bucino, S. (2008): Evaluation of the effectiveness and efficiency of collective redress mechanisms in the European Union, Final report – Part I: Main report, European Commission – DG SANCO, p.21

*Групне тужбе* се разликују међусобно у зависности од сваке државе чланице, као и од класичне субјективне кумулације, односно супарничарства тужилаца. Пре свега, постоје групне тужбе (1) код којих су појединачне тужбе кумулиране у један поступак; (2) тужбе које су поднете од стране групе потрошача и (3) групне тужбе поднете од стране једног тужиоца, појединца или организације или омбудсмана, којима се тражи накнада штете у име групе.<sup>842</sup>

Правни оквир регулисања механизма колективног обештећења је пре свега дефинисан у Препоруци 2013/396/EУ о заједничким принципима за колективне захтеве због повреда и накнаду штете у државама чланицама (Препорука о колективним захтевима).<sup>843</sup> Основни циљеви Препоруке о колективним захтевима су постављање платформе необавезујућих принципа за националне колективне механизме накнаде штете, омогућавање реализације заштите загарантованих права физичким и правним лицима у Европској унији, уколико су иста повређена, као и омогућавање примене колективне заштите у различитим областима комунитарног права, као што су заштита потрошача, финансијске услуге и инвестициони спорови и др.

Поред основних циљева, Препоруке о колективним захтевима су поставиле и основне принципе поступања у случају колективних механизма и то: (1) тужиоци треба да имају могућност да траже заштиту својих загарантованих права кроз престанак штетне радње (енг. *injunctive action*) и накнаду штете проузроковану таквим повредама (енг. *redress action*); (2) поступак мора бити фер, равноправан, благовремен и не превише скуп; (3) поступак колективне накнаде штете треба да буде заснован на тзв. “*opt-in*” механизму, тако да последице судског поступка могу

---

<sup>842</sup> *Ibid.*, р.27. У Немачкој и Великој Британији, а донекле у Шпанији и Португалији, групна тужба постоји као претежни механизам колективне заштите и механизам процесне ефикасности, а од активног супарничарства као класичног инситуа субјективне кумулације се разликује по одређеним специфичностима као што су посебна судска надлежност или посебни захтеви на страни тужиоца. Подношење групних тужби у Немачкој је регулисано кроз *Capital Market Model Claim Act*, а у Великој Британији кроз *Group Litigation Order*.

<sup>843</sup> Recommendation 2013/396/EU on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in EU countries, преузето са [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3A090402\\_1](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3A090402_1) дана 30.10.2016.године, даље “Препорука”. Државе чланице Европске уније су позване да примене Принципе до 26.07.2015.године.



обавезивати само лица која су директно изразила свој пристанак на учествовање у поступку; (4) потребно је обезбедити процесна ограничења ради избегавања злоупотребе механизма колективног обештећења и то кроз забрану одређивања изузетно високих износа накнаде штете, забрану покретања поступка од стране профитних организација као и забрану плаћања накнаде адвокатима у процентуалном износу (енг. *contingency fee*); (5) увођење принципа да страна која изгуби судски спор треба да плати трошкове супротној страни (енг. *loser pays principle*); (6) кључна улога судије у колективној парници да ефикасно управља поступком и води рачуна о евентуалним злоупотребима и (7) тужиоцима треба да буде омогућено да се поравнају са туженом страном, кроз механизме колективног решавања спорова.

Препоруком о колективним захтевима се прописује могућност да колективну тужбу поднесе група лица (енг. *group action*) или у одређеним ограниченим случајевима и одређено тело, односно организација (енг. *representative action*).<sup>844</sup> Поред наведеног, истичемо и прописану забрану у погледу висине накнаде штете (*punitive damages*), која не сме прећи износ који би био досуђен да је уместо колективне поднета индивидуална тужба од стране оштећеног лица.

Колективне тужбе се деле на деклараторне којима се тражи престанак штетне радње и кондерманторне за накнаду штете, као и у праву САД. Колективне тужбе за накнаду штете Препорука о колективним захтевима дефинише као:

- 1) правни механизам који омогућава подношење захтева за престанак штетног понашања колективно, од стране две или више физичких или правних лица, или од стране ентитета овлашћеног да поднесе представничку тужбу (енг. *injunctive collective redress*) и
- 2) правни механизам који омогућава подношење захтева за накнаду штете колективно, од стране два или више физичких или правних лица, која су

---

<sup>844</sup> У случају подношења колективне тужбе од стране одређеног тела или организације, Препоруком (4 (а)-(ц)) се дефинишу предуслови који се односе на непрофитни карактер и административни и финансијски капацитет тела, односно организације у случају подношења тужбе.

оштећена у ситуацији масовног штетног догађаја или од стране ентитета овлашћеног да поднесе репрезентативну тужбу (енг.*compensatory collective redress*).<sup>845</sup>

Препорука о колективним захтевима такође дефинише, поред осталог и подврсту колективне тужбе за накнаду штете која проистиче из поступка покренутог од стране јавног тела против штетника, у ком случају се тужба не може поднети пре окончања поступка које води јавно тело, што представља процесну претпоставку за покретање поступка.<sup>846</sup>

Имајући у виду да се правни основ за грађанскоправну одговорност у вези са колективним механизмима заштите акционара као инвеститора може наћи како у компанијским законима, тако и у прописима који регулишу тржиште капитала, то на нивоу Европске уније грађанскоправну одговорност помиње Директива о проспекту 2003/71/ЕЗ<sup>847</sup>, члан 6(2) као и Директива о транспарентности 2004/109/ЕЗ<sup>848</sup> у члану 7, као одговорност издаваоца и чланова управе за објављене информације.<sup>849</sup>

#### **5.4. Могућност колективне заштите акционара у српском праву**

Српско законодавство није експлицитно нормирало колективну тужбу, али механизми колективне заштите акционара у ширем смислу, јесу предвиђени у компанијском и праву тржишта капитала.

---

<sup>845</sup> *Ibid.*, 3 (a).

<sup>846</sup> *Ibid.*, 3 (c), 33.

<sup>847</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal of the European Union, L 345/64, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN>

<sup>848</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal of the European Union, L 390/38, преузето са <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=EN> дана 28.10.2016.године.

<sup>849</sup> Tountopoulos, D. V. (2014). Market Abuse and Private Enforcement. *European Company and Financial Law Review*, 11(3), 303-305.

У делу иницирања механизма колективне заштите акционара, у својству тужиоца се могу јавити само оштећени акционари, али не и удружења акционара, уз изузетак Комисије за хартије од вредности, о чему ће у наставку рада бити више речи.

Формалноправно, наше законодавство је за покретање механизма колективне заштите пошло од принципа укључивања акционара у поступак (енг.*opt-in*), с тим да у појединим случајевима, судска одлука има проширено дејство и на друге акционаре који су обухваћени истим чињеничним и правним стањем, што указује на то да је наше законодавство прихватило колективни механизам заштите – тест случај. У тест случају, један решени случај у вези са тужбом из истог чињеничног и правног основа има обавезујући карактер на остале случајеве.

На овом месту напомињемо да је Закон о парничном поступку<sup>850</sup> предвиђао одредбе о поступку заштите колективних права и интереса грађана, у члановима 494-505, који су укинута *Одлуком Уставног суда ИУз-51/2012 од 23.05.2013.године*. Наведеним одредбама Закона о парничном поступку, је *интер алиа*, прописано да поступак заштите колективних права могу покренути, поред грађана и удружења, савези и друге организације. Тако покренутом поступку могу приступити у својству умешача са положајем јединственог супарничара и друга лица, што указује на опредељење српског законодавства за укључујући (*opt-in*) систем. Законодавац је такође прописао две врсте колективних тужби и то групу тужби којима би се спречило даље незаконито поступање и тужбу за накнаду штете, чиме је исказана тенденција праћења правних трендова континенталног система.<sup>851</sup> Разлози укидања наведених одредаба су

---

<sup>850</sup> Закон о парничном поступку, *Службени гласник РС*, бр. 72/2011, 49/2013 – одлука УС, 74/2013 – одлука УС и 55/2014

<sup>851</sup> Закон о парничном поступку, члан 489, став 1 прописивао је следеће тужбе за спречавање даљег незаконитог поступања и то: (1) забрану предузимања активности од које прети повреда права и интереса грађана које је тужилац законом овлашћен да штити; (2) уклањање постојеће повреде колективних права и интереса грађана или штетних последица поступања туженог и успостављање пређашњег стања, стања у коме таква повреда више не би могла да настане или стања које приближно одговара стању које је постојало пре повреде; (3) утврђивање недопуштености радње којом су повређени колективни интереси и права грађана објављивањем пресуде којом је усвојен тужбени захтев из разлога наведених у грађана које је

правдани недоумицама у погледу тужилаца и предмета поступка, као и недовољне јасноће одредаба и материјалноправни карактер одредаба које из тог разлога не треба да се налазе у процесном закону, те неодређеност саме правне норме. Непрецизност и неодређеност правних норми угрожава начело правне сигурности, те следствено и начело владавине права.<sup>852</sup>

С друге стране, у Закону о привредним друштвима прописана су колективна дејства судских одлука.

*Прво*, у делу који се односи на побијање скупштинских одлука, прописано је да судска одлука којом се поништава скупштинска одлука, има одређене правне последице и дејство према привредном друштву, акционарима, директорима и члановима надзорног одбора, ако је управљање друштвом дводомно, те одлука делује проширено, а не само на стране у поступку.<sup>853</sup>

*Друго*, несагласни акционари имају права да поднесу тужбу због донешења одлука које узрокују структурално-функционалне промене којима се умањују права акционара предвиђена статутом или законом, статусне промене, промене правне форме и др.<sup>854</sup> Законодавац је прописао да се у случају подношења више тужби, поступци спајају. У случају да суд правноснажном пресудом по предметној тужби обавезе друштво да несагласном акционару исплати разлику до пуне вредности акција, односно пуну вредност акција, проширено дејство последица такве пресуде се огледа у томе што је друштво обавезно да свим другим несагласним акционарима исте класе акција призна и исплати исту вредност акције, без обзира да ли су ти акционари поднели тужбу (изузетак од *opt-in* правила). Уколико пак друштво не поступи у парционом року и не исплати свим акционарима укупан

---

тужилац законом овлашћен да штити, уклањањем постојеће повреде колективних права и интереса грађана или штетних последица поступања туженог и успостављање пређашњег стања, стања у коме таква повреда више не би могла да настане или стања које приближно одговара стању које је постојало пре повреде, утврђивањем недопуштености радње којом су повређени колективни интереси и права грађана и објављивањем пресуде којом је усвојен тужбени захтев у средствима јавног информисања, о трошку туженог.

<sup>852</sup> Решење Уставног суда ИУз-51/2012 од 23.05.2013.године

<sup>853</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 379, став 1.

<sup>854</sup> Лепетић, Ј. (2016), *op.cit.*, стр.157-158; Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 1.

износ или разлику до укупно досуђеног износа, несагласни акционари могу тужбом од надлежног суда тражити исплату која је утврђена правноснажном пресудом.<sup>855</sup>

На основу наведеног, може се закључити да је наш законодавац предвидео обавезујуће дејство пресуде у вези са истим чињеничним и правним основом у односу на све остале случајеве, те су тако акционари који су водили поступак, *de facto* представници класе, односно у конкретном случају, класе акција. Уколико се даље тумачи правна норма, утврђује се да је законодавац олакшао несагласним акционарима, тако што у новом судском поступку неће морати да утврђују висину износа, али ће свакако морати да спроведу извршни поступак.

Сматрамо да је ово решење требало да буде дефинисано другачије, у правцу повећања ефикасности и скраћивања трајања поступка, тако што је требало предвидети покретање извршног поступка на основу претходно донете правноснажне одлуке, уз достављање доказа о својству акционара и броју акција на дан који је утврђен као дан исплате.

*Треће*, законодавац је прописао и правне механизме заштите мањинских акционара у случају принудног откупа и права на принудну продају акција, као врсту колективног механизма заштите, због такође проширеног дејства одлуке.<sup>856</sup> Мањински акционари имају право да у судском поступку утврде вишу вредност акција. Након правноснажно спроведеног поступка, нова утврђена цена важи и за све остале акционаре чије су акције предмет принудног откупа, те надлежни суд доставља Централном регистру одлуку којом се утврђује вредност акција, а откупилац је у обавези да у наредном року од 30 дана депонује недостајући износ средстава, у супротном је друштво солидарно одговорно за исплату.<sup>857</sup> Код права на продају је ситуација нешто другачија, јер се сваки заинтересовани акционар индивидуално обраћа већинском власнику, те је већински власник у обавези да у случају утврђене више цене у судском поступку исплати тужиоцу разлику вредности, при чему је друштво такође солидарно одговорно за испуњење обавезе

---

<sup>855</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 4-5.

<sup>856</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан, 515-516.

<sup>857</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 521, став 3-5.

већинског власника. Уколико не дође до добровољне исплате, захтев акционара за исплатом разлике застарева у року од три године од правноснажности.<sup>858</sup>

Право на продају акција је законодавац на сличан начин регулисао у случају постојања контролног акционара који поседује најмање 90% основног капитала друштва. Контролни акционар је у обавези да на захтев мањинског акционара откупи његове акције, по цени, законом утврђеној, по којој се исплаћују и несагласни акционари.<sup>859</sup> Изузетак од утврђивања цене представља случај када је контролни акционар 90% акција стекао у поступку преузимања путем добровољне или обавезне понуде, тако да ће се цена из понуде применити на преостале акционаре у року од три месеца од дана истека понуде. У истом року је контролни акционар у обавези да спроведе принудни откуп акција.<sup>860</sup> Уколико мањински акционар који је поднео захтев за продају акција, сматра да је цена акције није утврђена на незаконит начин, има право да од суда у ванпарничном поступку тражи утврђивање наведене цене, при чему су све нејасноће везано за правне последице и проширено дејство одлуке суда исте као и код принудног откупа акција.<sup>861</sup>

*Четврто*, Закон о преузимању пружа правни основ акционарима за покретање судског поступка који по својој природи има колективно дејство. Уколико понуђач не објави понуду за преузимање у складу са законом, сваки акционар може судским путем захтевати откуп акција под условима под којима је морала бити објављена понуда за преузимање.<sup>862</sup> Из наведене материјалноправне одредбе се утврђује њен опсег, јер иста регулише право свих акционара (акционара одређене класе акција), који се нужно налазе у идентичном положају. Сматрамо да би у конкретном случају могло да се ради о колективној тужби акционара, уз примену укључујућег система или пак о проширеном дејству судске одлуке по принципу тест случаја, на који начин би се сви акционари ставили у исти положај и могли да оптирају за продају својих акција, без вођења посебног судског поступка

---

<sup>858</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 521, став 6 и члан 522, став 9.

<sup>859</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан, 522, став 1-3.

<sup>860</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан, 523.

<sup>861</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан, 522, став 3-7.

<sup>862</sup> Закон о преузимању, члан 41 б, став 1.

за утврђивање цене акција (уколико је правноснажном одлуком то претходно утврђено). Из наведене одредбе се закључује да законодавац није експлицитно дефинисао надлежност ванпарничног суда, као у компанијском закону, који је надлежан за утврђивање цене акција у случају несагласних акционара, што би такође требало прецизирати.

*Пето*, према одредбама Закона о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности је овлашћена на покретање поступка пред судом, против било ког лица ради заштите интереса инвеститора који улажу у финансијске инструменте и других лица за која претходно утврди да им је повређено одређено право или на праву заснован интерес, уколико је у вези са финансијским инструментима. Дакле, могућност подношења организационе тужбе, као једног од вида колективне тужбе, је законски нормирана при чему је овлашћење на подношење дато независној организацији. У конкретном случају, Комисија за хартије од вредности може покренути поступак ради заштите акционара, али и других учесника на тржишту капитала, односно у вези са пословима са финансијским инструментима.

Иако на први поглед, наведена одредба даје велике могућности за заштиту, нарочито мањинских акционара, даљом анализом се може утврдити њен релативно ограничени домашај. Наиме, уколико би Комисија за хартије од вредности поднела организациону тужбу која би за циљ имала отклањање или даље спречавање штетних последица за акционаре, иста би могла бити реализована. Међутим, уколико би се тужбом тражила и накнада штете која је настала услед незаконитог деловања, у пракси би се појавиле бројне дилеме, почев од тога да ли је у складу са домаћим правним поретком да државна институција, за рачун трећих лица који на то нису пристала води судски поступак за накнаду штете, дакле без укључивања акционара, те у случају успешно реализоване и наплаћене накнаде штете, долазимо до дилеме како би се та накнада штете дистрибуирала оштећеним лицима, имајући у виду законска ограничења буџетских корисника. Дакле, да би спровођење наведене правне норме било могуће у делу подношења тужбе за накнаду штете са одређеним колективним дејством, потребно је извршити одређене измене релевантних закона у правцу спровођења исте.

## 6. ПРОЦЕСНОПРАВНА ЗАШТИТА У СУДСКОМ ПОСТУПКУ

Процесноправна заштиту мањинских акционара се обезбеђује у грађанским судским поступцима. Путем процесних механизма грађанског права, акционару се омогућава директна заштита, кроз реализацију статусних и имовинских права, односно даје могућност наплате штете у случају повреде.

Права акционара се штите и посредно, у оквиру тзв. репресивних поступака, који се покрећу по службеној дужности. Заштита права акционара се огледа кроз процесуирање и кажњавање учиониоца одређеног кривичног дела, привредног преступа или прекршаја, јер се на тај начин постиже престанак противправне радње и кажњавање учиониоца, као и секундарни позитивни правни ефекти за акционара.

У наставку рада обрадићемо процесне аспекте заштите права мањинских акционара, у ванпарничном и парничном поступку, са посебним освртом на судску праксу и утврђивање цене акција у поступку принудног откупа и продаје и у случају несагласних акционара. Како је рад конципиран на утврђивању и механизмима остваривања овог права, аспекти извршења судских одлука и стечајни поступак, иако део грађанске процесноправне материје, неће бити посебно обрађени. У оквиру исте целине, биће обрађени и репресивни поступци.

### 6.1. Заштита у ванпарничном поступку

Законодавац је у Закону о ванпарничном поступку<sup>863</sup> прописао да се тим законом одређују правила по којима редовни судови поступају и одлучују о личним, породичним, имовинским и другим правним стварима, које се по том или другом закону решавају у ванпарничном поступку и када се одредбе тог закона примењују и у другим правним стварима и надлежности судова, и када за решавање одређених правних ствари није експлицитно прописано решавање у ванпарничном поступку, под условом да се не односе на заштиту повређеног или

---

<sup>863</sup> Закон о ванпарничном поступку *Службени гласник СРС*, бр. 25/82 и 48/88 и *Службени гласник РС*, бр. 46/95 - др. закон, 18/2005 - др. закон, 85/2012, 45/2013 - др. закон, 55/2014, 6/2015 и 106/2015 - др. закон



угроженог права нити се због учесника у поступку могу применити одредбе Закона о парничном поступку.<sup>864</sup>

Ванпарнични поступак уређује правне односе у којима нема спора или угрожавања права, али како између странака нема сагласности о начину уређења, однос се мора уредити судским путем. Правна природа ванпарничног поступка је таква да је функција суда у служби уређења правних ствари те је стога више управљачка него пресуђујућа.<sup>865</sup> Домаћа јуриспруденција стоји на становишту да је главно обележје ванпарничног поступка недостатак спора, што је с друге стране главно обележје парничног поступка. Међутим, правна наука данас препознаје контенциозни ванпарнични поступак, који садржи елементе спора у себи, односно две стране са супротним интересима, што их приближава парничном поступку.<sup>866</sup>

Посматрано историјски, Закон о предузећима није посебно регулисао случајеве у којима је суд одлучивао у ванпарничном поступку, док је Законом о привредним друштвима из 2004.године уређено чак 17 посебних ванпарничних поступака. Поред наведеног, Закон о привредним друштвима и из 2004.године је регулисао и део процесних правила, као што су правила поступка, надлежност трговинског суда за спорове који проистичу из закона, примарну примену парничног поступка, као и хитност у поступању кроз прописивање кратких рокова за одлучивање.<sup>867</sup>

Закон о привредним друштвима је прописао више посебних ванпарничних поступака ради заштите мањинских акционара и то: поступак допуне дневног реда по налогу суда (члан 338), одржавање седнице по налогу суда (члан 339), давање одговора акционарима по налогу суда (члан 343), подношење предлога за спровођење посебне или ванредне ревизије (члан 456), приступ актима и

---

<sup>864</sup> *Ibid.*, члан 1, став 1-2.

<sup>865</sup> Козар, В. (2007). *Заштита мањинских акционара у посебним ванпарничним поступцима по Закону о привредним друштвима*. Београд: Пословни биро, стр.6.

<sup>866</sup> *Ibid.*

<sup>867</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 46, ст. 1-4. Законодавац је прописивао да је поступање суда у ванпарничном поступку хитно и да је суд у обавези да донесе одлуку најкасније у року од 60 дана од дана пријема захтева, осим ако законом није другачије прописано. Рок за жалбу је био осам дана, а другостепени суд је морао да одлучи у року од 30 дана од дана пријема захтева.

документима (члан 465), испитивање примерености цене у поступку принудног откупа (члан 521), утврђивање цене акција код права на продају (члан 522), испитивање примерености накнаде спољним акционарима из уговора о контроли и управљању (члан 563) и испитивање примерености цене код продаје акција спољних акционара контролном друштву (члан 565). Законодавац је начелно регулисао месну надлежност за парничне и ванпарничне поступке који су покренути у случајевима предвиђеним законом, као и у споровима који произлазе из тог закона, тако што је прописао да је надлежан суд одређен законом којим се уређује надлежност судова, према седишту привредног друштва, осим уколико је тим законом прописана месна надлежност другог суда.<sup>868</sup>

Према Закону о уређењу судова, основни суд је надлежан да у првом степену, између осталог, води ванпарничне поступке за које није надлежан неки други суд, док је привредни суд надлежан да у првом степену води ванпарничне поступке који произлазе из примене Закона о привредним друштвима.<sup>869</sup>

Активна и пасивна легитимација и својство предлагача, су уређени материјалноправним нормама из Закона о привредним друштвима, као и процесноправним нормама из Закона о парничном поступку. Како се ради о поступцима у којима учествују акционари, на страни подносиоца захтева, односно предлога ће се тражити подношење доказа о наведеном својству (извод из Централног регистра) и законитом заступању, уколико акционара заступа пуномоћник или законски заступник. У ванпарничним поступцима, став судске праксе је недвосмислен, да удружења акционара немају процесну легитимацију.

### **6.1.1. Начело контрадикторности и хитност у поступку**

У поступању судова у ванпарничним поступцима према Закону о привредним друштвима, суд може донети одлуку и без усменог расправљања, с тим што је у обавези да спроведе начело контрадикторности у стварима у којима се појављује више учесника са различитим интересима, кроз пружање могућности

---

<sup>868</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 7.

<sup>869</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 25, став 2.

противнику предлагача да достави своје мишљење или суду предочи позитивне чињенице у вези са конкретним предметом.<sup>870</sup>

Одредбама Закона о парничном поступку је прописано да суд одлучује о захтевима учесника на основу расправе на рочишту само у случајевима кад је то тим или другим законом одређено, или кад оцени да је одржавање рочишта потребно ради разјашњења или утврђивања одлучних чињеница или сматра да је због других разлога одржавање рочишта целисходно.<sup>871</sup>

С друге стране законодавац је прописао обавезу судова да у кратким роковима поступају у специјалним ванпарничним поступцима (осам дана), што указује на то да је *рацио* оваквих роква био вођен хитношћу поступања, ради благовременог остваривања права мањинских акционара.

Пре доношења одлуке, ванпарнични суд ће претходно утврдити постојање процесних и материјалноправних услова, као и основаност самог захтева. Имајући у виду кратке рокове, суд ће у сваком случају ценити благовременост захтева.

Према ставу појединих аутора, упућивање на парницу или поступак пред управним органом ради решења спорног права или правног односа, када су наведене спорне чињенице битне за решење претходног питања су у супротности са начелом хитности. Из наведеног разлога би првостепени суд у посебним ванпарничним поступцима морао сам да утврди спорне чињенице и/или реши претходно питање, поштујући начело хитности потврђено прописаним роковима за доношење првостепене одлуке.<sup>872</sup>

Поступак се покреће предлогом предлагача, при чему се првостепени поступак окончава доношењем решења. Редовни правни лек могу уложити учесници у поступку, у року од 15 дана од дана добијања преписа решења, уколико

---

<sup>870</sup> Козар, В., *op.cit.*, стр.7.

<sup>871</sup> Закон о ванпарничном поступку, члан 11.

<sup>872</sup> Козар, В., *op.cit.*, стр.14-15.

неким другим законом није одређен други рок.<sup>873</sup> Ревизија као ванредни правни лек се може, између осталог, уложити у поступку у коме се одлучује о имовинскоправним питањима, под општим условима утврђеним Законом о парничном поступку.<sup>874</sup>

С тим у вези, у пракси је тешко помирити начело контрадикторности који је резултанта традиционалних судских двостранаких поступака и начело хитности које у компанијском праву омогућава остваривање права у датим роковима (сазивање скупштине, предлагање дневног реда и сл.). Непоштовањем начела хитности, губи се смисао и сврха реализације одређеног права. Такође износимо и становиште да судски поступци прописани Законом о привредним друштвима, који се односе на заштиту права мањинских акционара, практично представљају деволутивни, двостепени поступак у односу на захтев који је претходно упућен друштву ради остваривања законом утемељеног права.

## **6.1.2. Судска пракса заштите права мањинских акционара у ванпарничном поступку**

### **6.1.2.1. *Непоштовање начела хитности од стране судова***

Начело хитности у ванпарничном поступку се у пракси српских судова по правилу не спроводи. Иако је законодавац прописао да се у већини ванпарничних поступака одлука мора донети у року од осам дана од дана пријема захтева, у судској пракси поступање у складу са роковима представља изузетак од правила.<sup>875</sup>

*Привредни суд у Краљеву је донео Решење 4.Р.50/2012 од 21.03.2012.године* којим се делимично усваја захтев за издавање судског налога за увид и копирање документације, поднет од стране акционара акционарског друштва В.В. из В.Б. дана 01.03.2011.године. У наведеном поступку суд је наложио другој страни да се

---

<sup>873</sup> Закон о ванпарничном поступку, члан 19. Одредбама Закона о привредним друштвима (2004) рок за жалбу је био осам дана сходно члану 46 став 3.

<sup>874</sup> Закон о ванпарничном поступку, члан 27 став 2.

<sup>875</sup> Закон о привредним друштвима (2011) прописује хитно поступање у ванпарничним поступцима за приступ актима, допуну дневног реда по налогу суда, одржавање седнице по налогу суда и давање одговора по налогу суда, односно доношење одлуке у року од осам дана од дана пријема захтева.

изјасни у вези са предлогом за покретање ванпарничног поступка, а поред наведеног је изводио доказ вршењем увида у списе предмета у вези са другим поступцима, због приговора литиспенденције, што је довело до пролонгирања доношења наведене одлуке, јер је иста донета више од годину дана након подношења захтева.

У наредном примеру је Привредни суд у Зајечару примио предлог за одржавање редовне седнице скупштине дана 14.08.2015.године, а по истом донео *Решење Р.бр.5/2015 дана 29.09.2015.године*, након истека законског рока за одлучивање, при чему је коначна одлука у виду *Решења Привредног апелационог суда Пвж.77/2016* донета 25.02.2016.године.<sup>876</sup>

Сходно наведеном, у судској пракси, постоји перманентно непоштовање рокова нормираних у Закону о привредним друштвима. Неефикасно поступање судова доводи у питање суштину и сврху института којима се штите права мањинских акционара нормирана Законом о привредним друштвима. Према нашем мишљењу, ове специјалне ванпарничне поступке треба посматрати као поступке у којима је приоритет заштита права мањинских акционара уз поштовање начела хитности. Начело контрадикторности не треба примењивати, имајући у виду врсту поступака, јер се на основу одређених предуслова који треба да буду испуњени од стране предлагача, може утврдити да ли је акционарско друштво поступило у складу са законским обавезама или није.

Тако на пример, у случају заказивања скупштине акционара, суд би ову чињеницу могао да утврди на основу јавно доступних података, односно без достављања предлога другој страни на изјашњење или заказивања рочишта и на

---

<sup>876</sup> У вези са наведеним предметом, истичемо да је по жалби противника предлагача Решење Привредног суда у Зајечару Р.бр.5/2015 од 29.09.2015.године укинута Решењем Привредног апелационог суда Пвж.591/2015 од 19.11.2015.године и предмет враћен на поновно поступање. Привредни суд у Зајечару је у складу са инструкцијама из другостепеног Решења, донео ново Решење Р.бр.24/2015 дана 09.12.2015.године којим усваја захтев предлагача. Поступајући по жалби противника предлагача, првостепени суд је Решењем од 12.01.2016.године у једном делу преиначио Решење од 09.12.2015.године, а по жалбама предлагача и противника предлагача, другостепени суд је Решењем Пвж.бр.77/2016 од 25.02.2016.године одбацио обе жалбе и потврдио Решење првостепеног суда од 09.12.2015.године и од 12.01.2016.године.

основу тога донесе релевантну одлуку.<sup>877</sup> Уколико скупштина није сазвана у складу са статутом друштва или у законском року, нити је благовремено таква чињеница објављена, суд у ванпарничном поступку има довољно доказа да утврди чињеницу да скупштина није одржана, тако да нема места примени начела контрадикторности и даљем утврђивању чињеница, већ само доношењу релевантне одлуке.

Непоштовање начела хитности, у пракси доводи до неизвршивости судске одлуке, односно спречавања акционара да ефикасно и благовремено оствари своја права.

#### **6.1.2.2. Принудни откуп и право на продају у судском поступку**

Преузимање акционарског друштва, може имати за последицу принудну продају акција акционара који нису прихватили да продају своје акције за време трајања понуде за преузимање, уколико преузималац стекне или пређе одређени проценат стицања власништва у циљном акционарском друштву.<sup>878</sup> У том случају, судска заштита акционара који се обрате суду у ванпарничном поступку може се односити само на услове принудне продаје, који не могу бити различити односно неповољнији од услова из јавне понуде.

У ванпарничном поступку је предлагач од суда тражио забрану куповине његових акција под условима из јавне понуде са образложењем да су акције циљног друштва обезвређене 100 пута. Суд је одбио захтев предлагача, са образложењем да је противан закону, истичући наводе противника предлагача који је навео да се правна заштита у конкретном случају не може остварити у ванпарничном поступку, већ се иста могла остваривати у парничном поступку кроз оспоравање поступка преузимања циљног друштва, што је потврђено *Решењем Привредног апелационог суда, Пвж.141/2010 од 18.03.2010.године* (Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2010).

---

<sup>877</sup> Сва акционарска друштва су у обавези да доставе Агенцији за привредне регистре свој статут и оснивачки акт из којих јавно објављених документата, суд може да утврди на који начин конкретно акционарско друштво сазива скупштину и о томе обавештава своје акционаре. Код јавних акционарских друштава, постоји обавеза објављивања битних догађаја, те се чињеница сазивања скупштине може проверити и на сајту Београдске берзе а.д., те најчешће и на сајту самог јавног акционарског друштва.

<sup>878</sup> Закон о привредним друштвима (2004), члан 447 и 448 и Закон о привредним друштвима (2011), члан 515.

*Пресудом Врховног касационог суда, Прев 171/2014 од 18.12.2014. године* је суд стао на становиште да је једини законом предвиђени пут заштите права мањинских акционара у случају принудног откупа акција покретање поступка утврђивања откупне цене од стране суда у ванпарничном поступку. У поступку по ревизији, противници предлагача и умешача су навели да у конкретном случају мањински акционари уопште нису могли водити ванпарнични поступак за утврђивање цена акција у складу са чланом 521. Закона о привредним друштвима, већ су једино могли да побијају одлуку о откупу, тужбом у складу са чланом 376 и чланом 520 став 1 Закона о привредним друштвима. Међутим, како сама одлука није била спорна, већ висина опредељене цене акција, то је суд одлучио да су наводи подносилаца ревизије неосновани.

Судска пракса је експлицитно стала на становиште да се принудна продаја акција несагласног акционара може забранити само у случају када су услови те продаје различити од услова из јавне понуде акција, што је потврђено и *Решењем Привредног апелационог суда, Пвж.95/2010 од 12.02.2010.године* кроз сентенцу „када једно лице у поступку преузимања јавном понудом откупи најмање 95% акција друштва у односу на укупан број, има право да купи и акције на које се понуда односила и од акционара који нису прихватили продају акција по тој понуди. Суд ће по предлогу несагласног акционара забранити куповину акција несагласних акционара само ако су услови различити од услова из јавне понуде за преузимање.“

Идентичан став је заузет и у другом предмету, *Решењем Привредног апелационог суда Пвж.119/2010 од 24.02.2010.године* (Судска пракса привредних судова, Билтен бр.1/2010), где се предлагач као несагласан акционар обратио суду са захтевом да понудиоцу забрани да изврши куповину акција под условима из јавне понуде, што је првостепени суд оценио као неосновани захтев, јер је понудилац испоштовао у целости поступак принудне продаје од стране понудиоца, што предлагачу не оставља могућност да од суда тражи забрану куповине акција

под условима из јавне понуде, имајући у виду да такав механизам судске заштите није прописан позитивним прописима.<sup>879</sup>

На основу напред наведеног, неспорно је да акционари у овом специфичном ванпарничном поступку имају право да утврде цену акција, уколико сматрају да је цена утврђена на незаконит начин и/или различито од цене из понуде за преузимање.

Цена акција, према редовном току ствари се у поступку принудног откупа утврђује у зависности од тога да ли је акција ликвидна или не и у складу са Законом о преузимању, уколико је принудни откуп последица понуде за преузимање, односно на основу одредаба Закона о привредним друштвима, о чему је било речи у раду.

У поступцима за утврђивање примерености цене, суд у складу са чланом 521 и 522 Закона о привредним друштвима, има само овлашћење да испита примереност цене акција које су предмет принудног откупа или права на продају, а не и да наложи противнику предлагача да исплати акционарима разлику између цене акција која је утврђена у судском поступку и реално исплаћене цене акција. Исплата наведене разлике се може тражити искључиво у парничном поступку, након правноснажности одлуке суда о утврђеној вредности акција, уколико не дође до добровољне исплате наведеног износа. Иако је наведено решење нерационално с аспекта економичности и ефикасности поступка, уколико би предлагач поднео захтев за исплату, суд би такав захтев у оквиру предлога био у обавези да одбаци.

Пример из судске праксе који *argumentum a contrario* иде у прилог наведеној тези приказан је кроз сентенцу да „у ситуацији када је друштво одбило да поступи по захтеву за утврђење цене по којој је контролни акционар дужан да купи акције преосталих акционара друштва, преостали акционари право на судску заштиту

---

<sup>879</sup> Решење Привредног апелационог суда Пвж.119/2010 од 24.02.2010.године



остварују подношењем тужбе у парничном поступку, а не подношењем предлога у ванпарничном поступку, по члану 522 Закона о привредним друштвима.<sup>880</sup>

Наиме, суд је ради попуњавања ове правне празнине пошао од аналогije са одредбама које регулишу посебна права несагласних акционара у судском поступку, када несагласни акционари тужбом могу тражити исплату пуне вредности акција, уколико друштво није извршило никакву исплату по том основу, а несагласни акционар је поднео такав захтев. Наведено проистиче из опште одредбе Закона о ванпарничном поступку којом се утврђује да правноснажност решења донетог у том поступку, не спречава учеснике да свој захтев о коме је већ одлучено решењем тако што им је право признато, остварују у парници или пред управним органом.<sup>881</sup>

Нема доступне судске праксе у вези са заштитом тзв. спољних односно мањинских акционара у релацији контролисаног и контролног друштва.<sup>882</sup> Спољни акционар, будући акционар контролисаног друштва, који није контролно друштво, нити акционар контролног друштва има право на примерену накнаду.<sup>883</sup> Уговор о контроли и управљању, чији је саставни део износ накнаде, као и измене и допуне истог се мора регистровати, рок за подношење предлога ванпарничном суду за испитивање примерености накнаде износи три месеца од дана регистрације наведеног уговора. Овај ванпарнични поступак није хитан, а правноснажност одлуке којом суд одређује вишу цену од уговорене, даје контролном друштву право да раскине уговор о контроли и управљању у року од три месеца од дана правноснажности одлуке суда, без отказног рока.<sup>884</sup> Спољни акционари имају право да продају акције контролном друштву по тржишној цени, или право на замену

---

<sup>880</sup> *Решење Привредног апелационог суда, Пвж.522/2013 од 18.07.2003.године* – Судска пракса привредних судова – Билтен 4/2013

<sup>881</sup> Закон о ванпарничном поступку *Службени гласник СРС*, бр. 25/82 и 48/88 и *Службени гласник РС*, бр. 46/95 - др. закон, 18/2005 - др. закон, 85/2012, 45/2013 - др. закон, 55/2014, 6/2015 и 106/2015 - др. закон, члан 26.

<sup>882</sup> Закон о привредним друштвима (2011), чланови 561-565.

<sup>883</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 562 став 3 утврђује да се под примереном накнадом подразумева накнада која се одређује према процени будуће просечне очекиване дивиденде по акцији за наредне три пословне године, коју би друштво исплатило када не би био закључен уговор о контроли и управљању, а најмање у висини просечне дивиденде по акцији за претходне три пословне године.

<sup>884</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 563, став 3.

акција за акције контролног друштва у унапред утврђеној сразмери, која може садржати и доплату у новцу. Непредвиђање наведеног права или неутврђивање цене у уговору о контроли и управљању, има за правну последицу ништавост уговора.<sup>885</sup> У вези са утврђеним правом на исплату цене или замену акција, спољни акционар који сматра да цена или сразмера нису примерене, може у року од три месеца од дана регистрације уговора о контроли и управљању, односно његових измена, тражити да надлежни суд у ванпарничном поступку одреди примерену цену, односно сразмеру. Уколико суд, поступајући по захтеву спољног акционара, одреди вишу цену или повољнију сразмеру, друштво је у обавези да правноснажну одлуку објави на својој интернет страници и да је достави Регистру привредних субјеката ради објављивања на интернет страници Регистра, а правно дејство одлуке се односи на све спољне акционаре.<sup>886</sup>

Наведени институт заштите спољних, односно мањинских акционара контролисаног друштва изазива бројне недоумице, нарочито у делу исплате спољних акционара, или замене њихових акција за акције контролног друштва, те које ситуације могу довести до наведене исплате, односно замене. Поставља се питање да ли ће спољни акционари имати право да буду исплаћени као по аналогији везаној за несагласне акционаре или у случају принудног откупа односно права на продају, међутим, како још увек нема примера у пракси за наведени однос контролисаног и контролног друштва, то нема могућности да се наведени институт и његов домашај у домаћој судској пракси детаљније истражи.

## **6.2. Заштита у парничном поступку**

### **6.2.1. Основна правила парничног поступка**

Парнични поступак је регулисан Законом о парничном поступку као поступак за пружање судске правне заштите у парницама за решавање спорова насталих поводом повреде права личности и спорова из породичних, радних,

---

<sup>885</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 564.

<sup>886</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 565.

привредних, имовинскоправних и других грађанскоправних односа, осим спорова за које је посебним законом прописана друга врста поступка.

Суд по добијању тужбе, утврђује да ли је апсолутно надлежан за поступање у конкретном поступку, као и стварну и месну надлежност. Такође, суд води рачуна о томе да ли се конкретна правна ствар има спроводити по правилима парничног или ванпарничног поступка. Уколико суд утврди до доношења одлуке о главној ствари, да поступак треба спровести по правилима ванпарничног поступка, поступак ће се по правноснажности решења о обустави парничног поступка, спровести пред надлежним судом према правилима ванпарничног поступка.<sup>887</sup>

Без улажења у детаље парничног поступка, истичемо да се парнични поступак покреће тужбом, која мора да садржи одређени захтев у погледу главне ствари и споредних тражења, чињенице на којима тужилац заснива захтев, доказе којима се утврђују ове чињенице, вредност предмета спора, као и друге елементе које мора да садржи сваки поднесак.<sup>888</sup>

Парнични суд је надлежан да у фази претходног испитивања тужбе поступи тако што ће наложити странци да отклони отклоњив недостатак у погледу заступања или садржине и разумљивости поднеска,<sup>889</sup> односно донесе решење којим се тужба одбацује, уколико утврди да постоје одређене процесне сметње.<sup>890</sup>

Суд мериторно одлучује пресудом, на коју се могу уложити редовни и ванредни правни лекови. Редовни правни лек је жалба, која има суспензивно дејство, а која се према редовном току ствари улаже у року од 15 дана од дана пријема преписа пресуде.<sup>891</sup> Другостепени суд одлучује о жалби на пресуду.

---

<sup>887</sup> Закон о парничном поступку, члан 18.

<sup>888</sup> Закон о парничном поступку, члан 191 и 192, став 1.

<sup>889</sup> Закон о парничном поступку, члан 293.

<sup>890</sup> Закон о парничном поступку, члан 294, став 1. Под неотклоњивим процесним сметњама сматрају се следеће околности: (1) одлучивање о тужбеном захтеву не спада у судску надлежност; (2) тужба је поднета неблаговремено; (3) о истом захтеву већ тече парница (литиспенденција); (4) ствар је правноснажно пресуђена; (5) у истој правној ствари је закључено судско поравнање; (в6) не постоји правни интерес тужиоца за подношење тужбе или (7) тужба је неразумљива или непотпуна.

<sup>891</sup> Закон о парничном поступку, члан 367. Жалба не одлаже увек извршење пресуде, што је дефинисано чланом 368 Закона о парничном поступку, у случају да је поднета против првостепене пресуде којом се

Ванредни правни лекови су ревизија, захтев за преиспитавање правноснажне пресуде<sup>892</sup> и понављање поступка.<sup>893</sup> Ревизија је увек дозвољена ако је посебним законом то прописано, уколико је другостепени суд преиначио пресуду и одлучио о захтевима странака, односно усвојио жалбу, укинуо пресуду и одлучио о захтевима странака.<sup>894</sup> Ревизија није дозвољена у имовинскоправним споровима, ако је вредност предмета спора побијаног дела, мања од 40.000 евра по средњем курсу Народне банке Србије на дан подношења тужбе.<sup>895</sup>

Заштита акционара у парничном поступку се спроводи кроз посебно нормиран поступак.<sup>896</sup> У посебном поступку за заштиту права акционара надлежан је привредни суд, а поступак представља посебни парнични поступак, који претпоставља и сходну примену осталих одредаба парничног поступка.

Законом о привредним друштвима прописана су одређена правила поступка. Тако је суд у обавези да донесе решење о спајању поступака по тужбама несагласних акционара за исплату разлике до пуне вредности, односно пуне вредности припадајућих акција, у случају да је поднето више од једне тужбе.<sup>897</sup> Тако је Привредни суд у Зајечару је *решењем П.413/2016 од 26.12.2016.године*, у поступку по тужбама акционара привредног друштва „И-У.“ а.д. Н. ради исплате

---

физичком лицу налаже исплата потраживања чија главница не прелази износ од 300 евра у динарској противвредности по средњем курсу Народне банке Србије на дан доношења одлуке, односно којом се предузетнику или правном лицу налаже исплата потраживања чија главница не прелази износ од 1.000 евра у динарској противвредности по средњем курсу Народне банке Србије на дан доношења одлуке.

<sup>892</sup> Закон о парничном поступку, чланови 421-425.

<sup>893</sup> Закон о парничном поступку, члан 426.

<sup>894</sup> Закон о парничном поступку, члан 403, став 2.

<sup>895</sup> Закон о парничном поступку, члан 403, став 3. чланом 404 Закона о парничном поступку предвиђене су ситуације у којима се може дозволити изјављивање ревизије. Наиме, ревизија изузетно може бити дозвољена због погрешне примене материјалног права и против другостепене пресуде која не би могла да се побија ревизијом, ако је по оцени Врховног касационог суда потребно да се размотре правна питања од општег интереса или правна питања у интересу равноправности грађана, ради уједначавања судске праксе, као и ако је потребно ново тумачење права (посебна ревизија), када о дозвољености одлучује Врховни касациони суд у већу од пет судија.

<sup>896</sup> Закон о парничном поступку, чланови 480-487. У привредним поступцима, проширена је месна надлежност у појединим случајевима, у првом степену суди судија појединац, парнична радња заступника се може опозвати у само одређеним случајевима, докази су по правилу исправе, поједини рокови су другачије дефинисани, а праг за подношење ревизије и одређивање спора мале вредности је виши (за ревизију 100.000 евра, за спор мале вредности 30.000 евра).

<sup>897</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 3.

тржишне вредности акција, придружио више предмета списима предмета по тужби која је прва поднета суду.

### 6.2.2. Судска пракса заштите мањинских акционара у парничном поступку

Закон о привредним друштвима, прописује бројне привредне спорове у вези са заштитом права акционара, а који се покрећу подношењем тужбе, од којих ћемо издвојити право на побијање одлука скупштине (члан 376), престанак друштва по одлуци суда (члан 469), право на поништај правног посла (члан 472), судска заштита права несагласног акционара (проширено дејство, члан 476), право на доплату и право на исплату у случају статусне промене (члан 507 и 508) и право на побијање одлуке о принудном откупу, као подврсту права на побијање одлука скупштине (члан 520).<sup>898</sup>

Поред наведених поступака, правна заштита акционарима у поступку преузимања у ужем смислу, је пружена и кроз члан 41б Закона о преузимању, нормирањем права на подношење тужбе за откуп акција под условима под којима је морала бити објављена понуда за преузимање.<sup>899</sup>

Судска заштита права несагласног акционара се остварује тужбом за исплату разлике до пуне вредности акција или пуне вредности акција.<sup>900</sup> Пресудом *Привредног апелационог суда Пж. Бр.3980/2012 од 05.12.2013.године* утврђено је да се „вредност акција приликом исплате несагласним акционарима, у ситуацији када није било трговине акцијама утврђује према процењеној вредности капитала друштва“.

Специфичност код подношења ове тужбе је везана за рок у коме се иста подноси. Наиме, да тужба не би била одбачена као прејудицирана, акционар мора

---

<sup>898</sup> Одлука о побијању одлуке скупштине о праву на откуп се не може побијати због непримерености цене, јер се непримереност цене утврђује у ванпарничном поступку, што је уређено чланом 521 Закона о привредним друштвима (2011).

<sup>899</sup> Закон о преузимању, члан 41 б.

<sup>900</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 476, став 1.

да сачека протек законских рокова у којима друштво може извршити исплату, након чега су створени услови за подношење тужбе.<sup>901</sup>

Правни основ подношења тужбе за откуп акција је рестриктивно дат, те се тужба може поднети само из законом дефинисаних разлога, те „сама промена власничке структуре или делатности друштва, не представља оправдан основ за подношење тужбе тужилаца, као несагласних акционара, за откуп акција друштва по тржишној вредности, већ су тужиоци дужни да докажу да је било којом одлуком скупштине, а за коју су приликом гласања били против или уздржани, спречено остварење њихових права или да су им иста умањена“ - *пресуда Привредног апелационог суда, Пж. 9332/2010 од 05.05.2011.године* (Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2012).

Судска пракса је стала на становиште да несагласни акционар који тражи исплату разлике између исплаћене тржишне вредности акција по процени привредног друштва и вредности акција за коју сматра да му припада, мора да означи своју процену тржишне вредности акција које су предмет откупа, што је утврђено *Решењем Привредног апелационог суда, Пж.1753/2013 од 21.03.2013.године* (Судска пракса привредних судова – Билтен бр.4/2013). Првостепени суд је у фази претходног испитивања тужбе нашао да тужба не садржи одређен ни одредив захтев у погледу главне ствари, јер у тужби није назначен новчани износ који се потражује од туженог, већ је наведено да се тужени обавезе да исплати разлику до пуне вредности 304 комада акција емитованих од компаније „В“ а.д. С, према налазу вештака. Како је тужба поднета од стране адвоката, суд је поступио у складу са чланом 101.став 5 Закона о парничном поступку и одбацио тужбу.

---

<sup>901</sup> Закон о привредним друштвима (2011), члан 475, став 2 прописује да несагласни акционар који жели да оствари право на откуп акција може доставити друштву захтев на седници скупштине на којој се доноси предметна одлука или у року од 15 дана од дана закључења те седнице скупштине, а друштво је у обавези да у року од 60 дана од дана истека рока од 15 дана несагласном акционару исплати вредност акција које су предмет захтева, по једној од највиших вредности. Пресудом Привредног апелационог суда, Пж.12674/2010 од 05.05.2011.године прописано је да „обавеза акционарског друштва да плати несагласном акционару тржишну вредност акција доспева по истеку рока од 30 дана (по Закону о привредним друштвима из 2004.године) од дана пријема акционарског захтева за исплату.

### **6.3. Репресивне мере као инструмент посредне заштите права мањинских акционара**

Заштита права мањинских акционара се пружа посредно кроз репресивне мере, које су нормиране у Закону о преузимању, Закону о тржишту капитала, Закону о привредним друштвима и Кривичном закону.<sup>902</sup>

#### **6.3.1. Кривична дела**

Закон о преузимању акционарских друштава у IV делу регулише казнене одредбе за прекршиоце, те нормира три кривична дела.

Прво кривично дело је нуђење или обећање поклона, услуга или других користи акционару, након што понуђач објави понуду за преузимање, директно или оглашавањем путем средстава јавног информисања, да би акционар прихватио или одбио понуду за преузимање. Из наведеног описа бића кривичног дела, може се утврдити да извршилац може имати интерес да до преузимања дође, када ће непосредни извршилац бити у вези са понуђачем или пак да се преузимање опструира, када је извршилац на страни менаџмента/управе и/или једног или више власника мањинског блока акција. Наведено кривично дело се може извршити тек након објављивања понуде за преузимање и то непосредно или посредно, путем средстава јавног информисања. Запрећена казна је шест месеци до пет година, која је прописана како за извршиоца, тако и за посредника у извршењу.<sup>903</sup>

Злоупотреба привилегованих информација је кривично дело које је најчешће везано за трговину хартијама од вредности. Наш законодавац је предвидео два облика овог кривичног дела. У првом је извршилац лице које врши преузимање на основу коришћења привилегованих информација, односно лице које има непосредну корист од преузимања. Други облик постоји када се на основу привилегованих информација прибавља противправна имовинска корист за себе или друго лице, или се другом лицу саопшти привилегована информација или се на

---

<sup>902</sup> Кривични законик, *Службени гласник РС*, бр.85/2005, 88/2005-испр.,107/2005 – испр.,72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013 и 108/2014

<sup>903</sup> Закон о преузимању, члан 44.

основу тих информација препоручи другоме да стекне, купи или прода акције циљног друштва којима се тргује или може трговати на организованом тржишту хартија од вредности.<sup>904</sup> Поред наведена два облика овог кривичног дела, законодавац је прописао лакши и тежи облик, при чему је квалификовани облик везан за изазивање поремећаја на организованом тржишту хартија од вредности.<sup>905</sup>

Треће прописано кривично дело из Закона о преузимању јесте објављивање неистинитих података у понуди за преузимање акција с правом гласа.<sup>906</sup> Елемент бића овог кривичног дела јесте и место објављивања, јер то мора бити на регулисаном тржишту, односно МПТ хартија од вредности. Под неистинитим подацима се подразумевају подаци о правном и финансијском положају циљног друштва или његовим пословним могућностима и друге неистините чињенице, или необјављивање потпуних података о релевантним чињеницама, које околности могу утицати на акционаре да донесу одлуку о прихвату понуде за преузимање. Ово кривично дело има свој основни и квалификовани облик, те је за основни облик запрећена казна затвора од три месеца до три године, док је код квалификованог облика, који поново подразумева поремећај на организованом тржишту, запрећена казна затвора од једне до пет година.

Поред регулисања посебних кривичних дела Законом о преузимању, Кривични законик је такође прописао два кривична дела која су у вези са хартијама од вредности и то кривично дело проневера (члан 364) и послуга (члан 365).

Проневера је кривично дело учињено у намери прибављања себи или другоме противправне имовинску корист присвајањем, између осталог, хартије од вредности које су том лицу поверене у служби или на раду у државном органу,

---

<sup>904</sup> Закон о преузимању, члан 45, став 1 и 2

<sup>905</sup> Закон о преузимању, члан 45, став 3 и 4. Лакши облик кривичног дела злоупотреба привилегованих информација постоји када се други облик дела учини из нехата, када је запрећена казна затвора од једне године или новчана казна. Уколико је због извршења кривичног дела (оба облика) дошло до поремећаја на организованом тржишту хартија од вредности, запрећена казна затвора је од једне до пет година.

<sup>906</sup> Закон о преузимању, члан 46, став 1.



предузећу, установи или другом субјекту или радњи, за које дело је прописана као основна казна затвора од шест месеци до пет година.<sup>907</sup>

Елементи бића кривичног дела послуге су неовлашћено служење, између осталог хартијама од вредности, поверених у служби или на раду у државном органу, предузећу, установи или другом субјекту или радњи или су ове ствари неовлашћено дате другоме на послугу, за које дело је запрећена казна затвора од шест месеци до пет година.

Значај кривичноправне заштите за мањиске акционаре је вишеструк. Поред покретања поступка *ex officio* (најчешће од стране Комисије за хартије од вредности) и престанка вршења одређене противправне радње, мањински акционари могу своје захтеве за накнаду штете остваривати у кривичном поступку кроз институт имовинскоправног захтева.

Основне карактеристике имовинскоправног захтева су:<sup>908</sup>

- 1) имовинскоправни захтев је настао услед извршења кривичног дела или противправног дела које је у закону одређено као кривично дело и о њему се може одлучивати само ако се тиме не би знатно одуговлачио поступак;
- 2) имовинскоправни захтев може се односити на накнаду штете, повраћај ствари или поништај одређеног правног посла;
- 3) имовинскоправни захтев може поднети лице које је овлашћено да такав захтев остварује у парничном поступку;
- 4) подноси се органу поступка најкасније до завршетка главног претреса пред првостепеним судом;

---

<sup>907</sup> Кривично дело проневера има и два квалификовна облика ако је учинилац прибавио противправну имовинску корист у износу који прелази четристопедесет хиљада динара, када ће се учинилац ће се казнити затвором од једне до осам година и уколико је прибављена имовинска корист у износу који прелази милион и петсто хиљада динара, када ће се казнити затвором од две до дванаест година, члан 364, став 2 и 3 Кривичног законика.

<sup>908</sup> Законик о кривичном поступку, *Службени гласник РС*, бр. 72/2011, 101/2011, 121/2012, 32/2013, 45/2013 и 55/2014, члан 252-258.

- 5) једном повучен имовинскоправни захтев се више не може подносити;
- 6) орган поступка ће саслушати окривљеног о чињеницама у вези са имовинскоправним захтевом и провериће околности које су од важности за његово утврђивање, уз прикупљање доказа;
- 7) суд одлучује о захтеву пресудом, при чему исход кривичног поступка не утиче на могућност подношења имовинскоправног захтева у парничном поступку и
- 8) уколико је захтев делимично усвојен, за вишак ће суд упутити овлашћено лице да може да остварује у парничном поступку.

Сходно напред наведеном, кроз норме кривичног материјалног и процесног права, мањинским акционарима се пружају додатне могућности за реализацију права и евентуалну накнаду штете.

### **6.3.2. Привредни преступи и прекршаји**

Закон о преузимању прописује пет група привредних преступа, за које је прописана новчана казна од 1.000.000 до 3.000.000 динара за правно и 100.000 до 200.000 динара одговорно лице, док ће се за прекршај физичко лице<sup>909</sup> казнити новчаном казном од 30.000 до 50.000 динара:

- 1) привредни преступи који се односе на понуду за преузимање и сву пратећу документацију, информације и обавештавања или достављања у вези са понудом или променама у вези са наведеним информацијама;<sup>910</sup>
- 2) привредни преступи који се односе на поступање понуђача (остваривање права гласа за време трајања понуде за преузимање и утицај на акционаре код подношења условне понуде за преузимање, стицање

---

<sup>909</sup> Физичко лице ће се казнити само за одређене радње и то оне прописане Законом о преузимању, члан 47 став, тачке 1) - 27), 29) и 31)

<sup>910</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 1, тачке 1-3, 6-9, 16-18, 20, 21, 23.

акције или се обавезивање на стицање акција или отуђење и обавезивање на отуђење супротно одредбама закона);<sup>911</sup>

- 3) привредни преступи у вези са новчаним средствима и/или исплатом цене акција;<sup>912</sup>
- 4) привредни преступ у вези са неиспуњењем обавеза према Централном регистру и Комисији за хартије од вредности<sup>913</sup> и
- 5) привредни преступи који се односе на акционара (који није понуђач) и циљно друштво.<sup>914</sup>

У вези са заштитом права мањинских акционара, веома је важан тренутак наступања обавезе објављивања понуде за преузимање, што се у пракси појавило као питање. Тако је у сентенци из *Пресуде Привредног апелационог суда, Пкжс.395/2011 од 13.10.2011.године*,<sup>915</sup> истакнуто да „када правно лице стекне акције циљног друштва којима заједно са акцијама које има прелази 25% од укупног броја гласова које дају акције с правом гласа циљног друштва, обавезно је да о стицању одмах, истовремено, обавести организациони облик организованог тржишта на коме се тргује акцијама циљног друштва. У супротном чини привредни преступ из члан 47. став 1. тачка 1. и став 2. Закона о преузимању акционарских друштава.“ У конкретном случају, радило се о привредном друштву чија је структура капитала била мањински акционарски и већински од 72,0039% друштвени, односно неноминовани капитал. У том смислу је одређени проценат стечених акција у апсолутном смислу био испод 25% укупног капитала, али је у релативном смислу достигао законски основ, у односу на акционарски капитал.<sup>916</sup>

---

<sup>911</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 1, тачке 4 и 5.

<sup>912</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 1, тачке 10-13, 18а, 19, 24, 26.

<sup>913</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 1, тачке, 14-15, 28-29, 31.

<sup>914</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 1, тачке, 22 и 27.

<sup>915</sup> Судска пракса привредних судова - Билтен бр. 1/2012

<sup>916</sup> Пресудом Привредног суда у Б. Пк 2050/10 од 31.05.2011. године оглашени су одговорним окривљено правно лице АД Ауто кућа К. Б., из Б. и окривљено одговорно лице Н. П. из Б, због привредног преступа из члана 47 став 1 тачка 1 и став 2 Закона о преузимању и изречене су им новчане казне за окривљено правно и одговорно лице. На првостепену пресуду је бранилац окривљених изјавио жалбу због погрешне примене материјалног права, наводећи да окривљено правно лице никада није поседовало више од 6,19%

У судској пракси се појавило и питање који се тренутак сматра извршењем привредног преступа, када је у питању обавеза обавештавања надлежних органа о стицању акција преко законског лимита, а у вези са тим да ли је у питању једнократна или трајна радња извршења привредног преступа.<sup>917</sup> У одговорима на питања привредних судова који су утврђени на седници Одељења привредног апелационог суда из 2012.године,<sup>918</sup> полазећи од начина на који су формулисане материјалне одредбе које се односе на објављивање понуде за преузимање и законског прага, на наведеној седници је заузето становиште „да се не ради о привредном преступу са трајном радњом, већ се ради о одређеном дану стицања акција циљног друштва којима, заједно са акцијама које већ има, прелази 25% укупног броја гласова које дају акције с правом гласа циљног друштва и обавези да о томе одмах односно истовремено обавести организациони облик организованог тржишта.... и објави понуду за преузимање.“

Законодавац прописује и блаже новчане казне за учињене прекршаје који се односе на противправна поступања са мањим последицама на ток понуде, углавном техничке природе и то уколико лице:<sup>919</sup>

- 1) не обезбеди Комисији могућност увида у стање посебног рачуна;
- 2) приликом закључења уговора о вођењу посебног рачуна хартија од вредности не достави Централном регистру све податке потребне за

---

управљачких акција, позивајући се и на чињеницу да Закон о преузимању не регулише ситуацију у којој заједно са акционарским постоји и друштвени капитал. Привредни апелациони суд је у својој Пресуди Пкж.395/2011 од 13.10.2011.године, нашао да жалба није основана, а имајући у виду да у конкретном случају постоји „вредносна празнина“ односно да правна норма садржи све потребне елементе, а појмови који се користе за састављање заповести у диспозицији су крајње јасни и одређени, те да је могуће да је норма неправедна или неисправна само према схватању правних вредности субјеката на које се односи, али да није на суду да уклони овај недостатак, нити исти помирити са вредностима које предметна норма садржи, наводећи да „конкретном случају не постоје елементи који би указивали на разлику овлашћења која произлазе из акција с правом гласа и акција управљачких права, а посебно на ову околност не може утицати чињеница да 72,0039% капитала циљног друштва чини друштвени, неноминирани капитал.“

<sup>917</sup> Питање је постављено у вези са тумачењем члана 47. став 1. тач. 1. и став 2. Закона о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 65/2008, 92/2009 и 59/2013.

<sup>918</sup> Изнето у *Билтен Судска пракса привредних судова Републике Србије* бр. 3/2012, Привредни апелациони суд.

<sup>919</sup> Закон о преузимању, члан 47, став 4-6. Новчане казне које су прописане износе од 500.000 до 2.000.000 динара за правно лице, од 50.000 до 150.000 динара за одговорно и 20.000 до 40.000 за прекршај физичког лица.

депоновање акција, податке о објављивању понуде и друге потребне податке прописане правилима о депоновању акција и правилима пословања Централног регистра;

- 3) изврши плаћање акција пре истека рока важења понуде;
- 4) преузме депоноване акције супротно законским одредбама или
- 5) не објави обавештење на прописани начин.

Поред наведених привредних преступа за правна лица и одговорно лице, као и прекршаја за физичко лице, законодавац прописује новчане казне за управу акционарског друштва, уколико се не придржава принципа неутралности и не објави своје образложено мишљење о понуди за преузимање или мишљење представника запослених на прописан начин или доноси одлуке којима се спречава или отежава преузимање или чак штетно утиче на пословање, као и за правно лице у погледу одређених обавеза објављивања и исплате акција.<sup>920</sup>

## **7. ЗАШТИТА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА У УПРАВНОМ ПОСТУПКУ**

### **7.1. Тржиште капитала и улога институција**

Тржиште капитала, као сегмент финансијског тржишта, представља место сусрета јавног и приватног сектора, при чему се приватни може сегментирати на привредни, сектор становништва и инострани сектор.<sup>921</sup> Улога јавног сектора и саме државе је велика и огледа се у регулаторној функцији, поред функције учесника на страни тражње у погледу финансијских инструмената. Учесници на тржишту капитала јесу бројни, почев од Народне банке Србије, преко овлашћених банака, инвестиционих фондова и берзанских посредника, до Београдске берзе, Комисије за хартије од вредности и Централног регистра. Циљ регулисања тржишта капитала пре свега има за циљ заштиту инвеститора путем обезбеђења

<sup>920</sup> Закон о преузимању, члан 48 и 48а.

<sup>921</sup> Малешевић З. (2011). Отвореност финансијског тржишта Републике Србије за интеграцију са финансијским тржиштима земаља ЕУ. *Школа бизниса*, 4, преузето са <http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2011/8.8.pdf> дана 07.03.2017.године.

различитих мера и механизма регулисања, надзора и контроле, од стране Комисије за хартије од вредности, Београдске берзе и Централног регистра.

## 7.2. Мере заштите које спроводи Комисија за хартије од вредности

### 7.2.1. Надлежност Комисије за хартије од вредности

Актуелна надлежност Комисије за хартије од вредности,<sup>922</sup> се протеже од ингеренција које се односе на доношење прописа и подзаконских аката за спровођење закона, одобравање статуса, давање дозвола за обављање делатности, преко одобравања објављивања проспекта за јавну понуду и укључење финансијских инструмената у трговање, до одобравање понуда за преузимање.<sup>923</sup> Од великог је значаја самосталност и независност у раду Комисије за хартије од вредности, имајући у виду да је у питању самостална организација, различита од управног апарата која за свој рад искључиво одговара Народној скупштини.<sup>924</sup> У домену надзора, Комисија за хартије од вредности, регулише и прати послове издаваоца и јавних друштава, извршавање обавезе извештавања, те поред осталог и секундарно трговање финансијским инструментима на тржиштима, што је од значаја при утврђивању цене акција која ће бити релевантна за понуду за преузимање и/или *squeeze out, sell out* или откуп акција од стране несагласних акционара, те следствено од значаја за заштиту права мањинских акционара. Комисија за хартије од вредности, у циљу заштите инвеститора, организује, предузима и контролише спровођење мера и санкција којима се обезбеђује ефикасно функционисање регулисаног односно МТП тржишта, те поред надзора и изрицања мера и санкција у вези са Законом о тржишту капитала, наведене послове врши и у вези са Законом о преузимању.<sup>925</sup>

---

<sup>922</sup> Службени лист СРЈ бр. 90/94. Комисија за хартије од вредности је основана 16.02.1990.године, на основу Закона о хартијама од вредности из 1990.године, Одлуком Савезне владе о делокругу и саставу комисије. Задатак Комисије за хартије од вредности је био да обезбеди законито функционисање тржишта капитала и спроводи надзор над правилном применом релевантних прописа.

<sup>923</sup> Закон о тржишту капитала, члан 262, став 1, тачке 1-8.

<sup>924</sup> Брашић, Ј. (2016). Правни положај и питање самосталности Комисије за хартије од вредности РС, стр.345, преузето са <http://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0350-8501/2016/0350-85011672345B.pdf> дана 07.03.2017.године; Закон о тржишту капитала, члан 239.

<sup>925</sup> Закон о тржишту капитала, члан 262, став 1, тачке 11 и 18.

Упоредноправно, функција надзорног тела на тржишту капитала мора да обухвати одређену независност од извршне и законодавне власти, која се огледа кроз регулаторну, институционалну, надзорну и буџетску независност,<sup>926</sup> на који начин се обезбеђује и независност од политичког утицаја.

Комисија за хартије од вредности у нашој држави, такође има законом дефинисан независни и самостални правни статус, а за обављање својих послова одговара само и једино Народној скупштини Републике Србије.<sup>927</sup>

Поред наведеног, Комисија за хартије од вредности, такође поседује и конкретна овлашћење за примену директне и индиректне заштите учесника на тржишту капитала. Тако је Комисија овлашћена да покрене и води пред судом поступак против било ког лица ради заштите интереса инвеститора који улажу у финансијске инструменте и других лица за која утврди да им је повређено одређено право или на праву заснован интерес, наравно у корелацији са одређеним финансијским инструментом. На овај начин је на основу законом утемељеног овлашћења, Комисији загарантована активна легитимација за покретање читавог низа поступака из грађанскоправне и управне материје. Поред наведеног

---

<sup>926</sup> Quintyn, M., Ramirez, S., & Taylor, M. (2007). The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisory. *IMF Working Paper*, 7(25), 6-9, преузето са <http://www.iopsweb.org/38151620.pdf>, п.3. Независност се према наведеним ауторима може посматрати кроз четири димензије. Тако се, под институционалном независношћу подразумева персонална независност, односно могућност запошљавања и отпуштања, нарочито сениорског кадра, кроз јасна правила везано за запошљавање, на основу чега ће запослени моћи да изражавају свој став, без страха од добијања отказа, затим кроз структуру саме институције (агенције) кроз обезбеђивања вишечланих комисија у оквиру којих се групно одлучује и кроз отвореност и транспарентност процеса одлучивања. Регулаторна независност укључује способност институције (агенције) да аутономно доноси правила везано за сектор над којим врши надзор, као што су на пример законски минимум траженог капиталног цензуса за обављање одређене пословне активности, услови за сениорске позиције у менаџменту и др. Независност у вршењу надзора се односи на могућност надзорне институције да доноси и извршава своје одлуке и своја овлашћења, у вези са питањима која се односе на давање или одузимање дозволе за рад, надзор, санкционисање и спровођење изречених санкција (укључујући и одузимање дозволе), односно примена свих механизма који су на располагању ревизорима ради успостављања и одржавања стабилности система (тржишта). На крају, буџетска независност се огледа у давању могућности институцији (агенцији) да дефинише свој буџет и алокацију буџетских средстава, а имајући у виду да су институције које су више буџетски независне, уједно и мање под било каквим политичким утицајем.

<sup>927</sup> Закон о тржишту капитала, члан 239 став 1. Независност је загарантована и кроз давање овлашћења Комисији да самостално уређује своју надлежност, организацију, права и обавезе и одговорност чланова, председника и секретара Комисије, запослених, начин обезбеђења средстава за рад, те начин доношења општих и појединачних аката. На овај начин је обезбеђено постојање сва четири стуба независности и то институционална, персонална, буџетска и регулаторна независност у раду Комисије.

овлашћења, законодавац је Комисији за хартије од вредности посебно дао овлашћење да иницира кривични поступак, поступак у вези са привредним преступом или прекршајем, тако што је регулисао да Комисија за хартије од вредности може поднети предлог за пријаву, односно захтев органу надлежном за спровођење истраге, кривично гоњење и прекршајни поступак.<sup>928</sup> Из наведеног се може закључити да је законодавац Комисији за хартије од вредности доделио две активне улоге у којима се штите права инвеститора, односно других учесника на тржишту капитала.

С једне стране, Комисији за хартије од вредности је дата могућност да у име и за рачун оштећеног инвеститора покрене поступак ради заштите права, без ограничења на врсту поступка и врсту заштите права, што указује на то да Комисија за хартије од вредности може иницирати било коју врсту парничног, ванпарничног или управног поступка, уз захтев за накнаду материјалне и евентуално нематеријалне штете. На овај начин је, између осталог, отворена могућност подношења колективне тужбе у име и за рачун одређене класе инвеститора. Међутим, према доступним подацима, истичемо да Комисија за хартије од вредности није покренула ниједан поступак за заштиту права у име и за рачун трећег оштећеног лица, на основу експлицитно датог овлашћења.

### **7.2.2. Спровођење контроле и изрицање мера и санкција**

Спровођење контроле, као и изрицање мера и санкција, регулисано је подзаконским актом и то Правилником о надзору<sup>929</sup> који спроводи Комисија за хартије од вредности. Комисија за хартије од вредности, за разлику од осталих институција на тржишту капитала, има најшира овлашћења. У том смислу, Комисија за хартије од вредности може спровести надзор над инвестиционим друштвима, физичким лицима са дозволом, организатором тржишта (Београдском берзом), члановима управе и другим запосленим лицима, учесницима у трговању финансијским инструментима, Централним регистром, члановима управе и другим запосленим лицима код Централног регистра, издаваоцима и јавним друштвима,

<sup>928</sup> Закон о тржишту капитала, члан 262, став 2 и 3.

<sup>929</sup> Правилник о надзору, *Службени гласник РС* бр.68/206 и 15/2017.



као и стицаоцима и другим учесницима у поступку преузимања и др.<sup>930</sup> Комисија за хартије од вредности спроводи непосредни надзор који може бити редован, ванредан, контролни и допунски и континуирани надзор. По спроведеном надзору, сачињава се записник о надзору, који се доставља на разматрање и усвајање Комисији за хартије од вредности, а који мора садржати и предлог мера надзора и навођење прекршаја односно привредног преступа или кривичног дела, уколико је у току надзора утврђена таква врста незаконитости.<sup>931</sup>

Пре изрицања одређених мера и санкција, неопходно је утврдити да ли се ради о радњама које представљају незаконитост или неправилност,<sup>932</sup> након чега се, узимајући у обзир различите критеријуме, изричу мере. Приликом оцене значаја незаконитости и неправилности, узимају се у обзир различити критеријуми процене, као што је висина остварене имовинске користи, утицај радњи или пропуштања вршења надзора од стране одговорних лица на наступање штетних последица, предузете радње од стране субјекта надзора на отклањању штетних последица и др.<sup>933</sup> Уколико утврђене незаконитости и неправилности нису по својој природи и обиму значајне нити производе последице, Комисија за хартије од вредности може изрећи писмену опомену, а за теже облике се изричу мере привремене забране обављања појединих или свих послова из дозволе за рад или мера привременог или трајног одузимања дозволе за обављање делатности.

### **7.3. Мере заштите које спроводи Београдска берза**

Пословањем регулисаног тржишта или МТП може управљати само организатор тржишта, односно организатор МТП, који мора имати својство правног лица, основаног као акционарско друштво. Поред организационих

---

<sup>930</sup> Правилник о надзору, члан 2.

<sup>931</sup> Правилник о надзору, члан 29.

<sup>932</sup> Правилник о надзору, члан 30, под незаконитостима подразумева стања и поступке који нису у складу са законом, актима Комисије за хартије од вредности, другим законима и подзаконским актима, међународним актима и прописима над којима је Комисији за хартије од вредности дата надлежност за примену, спровођење надзора или надзора над применом, а под неправилностима се сматрају стања и активности којима се усвојене пословне политике, мере и поступци доследно не примењују, ако се тиме угрожава пословање субјекта надзора.

<sup>933</sup> Правилник о надзору, члан 30.

предуслова, организатор тржишта или МТП мора имати испуњен капитални цензус, те кадровски и организациону оспособљеност и техничку опремљеност у складу са позитивном регулативом.<sup>934</sup>

У Србији послове организатора тржишта или МТП обавља Београдска берза. Београдска берза је овлашћена да донесе опште акте којим ће регулисати, између осталог, правила и процедуре пословања, у вези са куповином и продајом финансијских инструмената на тржишту, чувањем и обелодањивањем информација о понуди, тражњи, котацији и тржишним ценама, условима за чланство за инвестициона друштва, условима за трговање финансијским инструментима, и др. Правилима и процедурама се такође регулише спровођење тржишног надзора над трговањем финансијским инструментима, а нарочито у случају наступања злоупотребе на тржишту, покретање дисциплинског поступка против инвестиционог друштва и овлашћених лица у случају кршења позитивних прописа у вези са трговањем, те процедура за решавање спорова између инвестиционих друштава у вези са трансакцијама финансијским инструментима.<sup>935</sup>

Надзор и контрола коју врши Београдска берза над инвестиционим друштвима и другим лицима која учествују у трговању, те издаваоцима хартија, регулисан је у Правилима пословања Београдске берзе а.д. бр.04/2 бр.12143/15 (Правила Берзе).

Правилима Београдске берзе је пре свега утврђено да злоупотреба на тржишту представља забрањену радњу. Под злоупотребом се даље подразумева коришћење инсајдерских информација на начин супротан важећој регулативи и манипулација на тржишту.<sup>936</sup>

Анализом Правила Берзе се може утврдити да се надзор врши редовно и ванредно, али пре свега уколико трговање било којом хартијом покаже

---

<sup>934</sup> Закон о тржишту капитала, члан 95, 99 и 106.

<sup>935</sup> Закон о тржишту капитала, члан 97, став 1, тачка 3, подтачка 4-6.

<sup>936</sup> Правила Берзе, *op.cit.*, члан 151.

неуобичајено кретање цене, количине или активност члана, која се не може објаснити документацијом.

Посебно су прописане радње које се сматрају забраном и злоупотребом на тржишту за чланове Београдске берзе (инвестициона друштва), од којих су за заштиту права мањинских акционара нарочито важне следеће: (1) сукцесивна куповина или продаја исте хартије до вредности са циљем стварања лажне слике у јавности о активности хартије од вредности; (2) удруживање више лица која узајамним трансакцијама врше подизање цене на вештачки висок ниво, након чега врше продају хартија од вредности и (3) удруживање више лица која узајамним трансакцијама врше снижење цене на вештачки низак ниво, након чега врше куповину хартија од вредности и превара или вршење радњи у циљу преваре везано за трговину хартијама од вредности на Берзи.<sup>937</sup>

Поред наведеног, а ради избегавања арбитрерног поступања контролора, Правилима Берзе су прописани одређени индикатори процене при утврђивању сумње на манипулације на тржишту. Пре свега је потребно да се сваком случају приступи тако да се узму у обзир специфичне околности везане за тај случај, али и чињенице да ли одређена активност (трговање) утиче на ликвидност, ефикасност, или интегритет тржишта у целини, да ли омогућава правовремену реакцију осталих учесника у односу на ту активност, да ли у конкретном акционарском друштву постоји дисперзовано или индивидуално власништво, уз поступање у складу са упутствима, мишљењима или препорукама надлежних институција.<sup>938</sup>

Поступак контроле над трговањем, се обавља путем надзора, при чему се ванредни надзор врши по писаној, образложеној иницијативи трећег лица.<sup>939</sup> Надзор се врши или путем посебних надзорних радних станица у реалном времену током берзанског састанка или по завршетку берзанског састанка, у случају да је накнадна анализа информација о трговању указала на одређена неуобичајена кретања. Надзор се може вршити и прегледом документације и пословних књига

---

<sup>937</sup> Правила Берзе, члан 153, став 2, тачка 1-3 и 8.

<sup>938</sup> Правила Берзе, члан 155.

<sup>939</sup> Правила Берзе, члан 158.

члана Београдске берзе у вези са трговањем хартијама од вредности, које представља предмет контроле, у пословним просторијама члана или у седишту Београдске берзе.<sup>940</sup>

Поступање Београдске берзе након спроведене контроле и утврђивања неправилности може бити двојако, при чему се наведене мере кумулирају. Наиме, Београдска берза може сама предузети одређене мере, са или без укључивања дисциплинске комисије,<sup>941</sup> или о кршењу закона може обавестити Комисију за хартије од вредности, односно други надлежни орган.

Према информацијама са сајта Београдске берзе, може се утврдити да су у периоду од 2010.-2016.године донета два решења којим се изричу одређене мере члановима и то у једном случају условна суспензија члана, а у другом случају опомена са објављивањем на интернет страници Београдске берзе.<sup>942</sup>

У вези са вршењем надзора над извршавањем обавеза од стране издаваоца хартија од вредности које су укључене на Open Market, Београдска берза најпре контролише обавезе извештавања издавалаца, кроз достављање извештаја и

---

<sup>940</sup> Правила Берзе, члан 157 став 1-2.

<sup>941</sup> Правилник о дисциплинском поступку и дисциплинској одговорности чланова Берзе и овлашћених брокера 01/1бр.9207/14, од 20.10.2014. године, члан 22-36.

<sup>942</sup> Решењем Д 04/5бр.4022/16 од 02.08.2016.године је члан Берзе оглашен одговорним за учињене прекршаје из члана 165 став 1 тачка 1 и 3 Правила берзе, на начин што је на берзанским састанцима организованим у периоду од 26.1.2016.године до 29.3.2016.године, у трговању акцијама издаваоца „Сојапротеин“ а.д. Бечеј (СЈПТ) извршио радње којима се врши злоупотреба на тржишту тако што је информацију да ће му његов клијент испоставити количински велики налог куповине акција СЈПТ, која није била доступна свим учесницима на Берзи, злоупотребио тако што је исту искористио за претходно испостављање сопствених налога за трговање (у оквиру маркет мејкинг налога) акцијама СЈПТ, чијом реализацијом је стицао корист од дате информације, због чега је дисциплинска комисија изрекла суспензију у обављању трговине на Берзи свим хартијама од вредности у трајању од три месеца, која се изриче условно, и неће се извршити у случају да члан Београдске берзе у року проверавања у трајању од шест месеци не учини нови дисциплински прекршај (преузето са <http://www.belex.rs/data/2016/10/00101636.pdf> дана 08.03.2017.године). С друге стране, решењем Д 04/5 број 1726/10 од 10.05.2010.године је члан Београдске Берзе одглашен одговорним што је приликом трговања акцијама издаваоца „Прогрес“ а.д. Београд, дана 01.03.2010.године извршио недозвољене радње из члана 144 став 1 тачка 1 и 2 Правила Берзе и то испостављањем у систем за трговање BelexFix дилерских налога који су се међусобно упарили, чиме је извршио берзанске прекршаје из члана 159 став 1 тачка 1, 2, 7 и 10, због чега је Комисија изрекла опомену (преузето са <http://www.belex.rs/data/2010/09/00064590.pdf> дана 08.03.2017.године).

информатора.<sup>943</sup> Санкција коју примењује када у поступку надзора утврди да издвалац није извршио обавезу достављања извештаја и информатора, јесте доношење решења о искључењу хартија од вредности са Open Market-а и укључење на МТР Belex.<sup>944</sup>

Сходно наведеном, можемо утврдити да Београдска берза има на располагању низ мера којима може спречити манипулације на тржишту и друге врсте неправилности, које могу утицати на цену акција или одлуку акционара о куповини, односно продаји акција. Наведене мере могу бити непосредне и посредне, при чему Београдска берза посредно може штитити права акционара, кроз иницирање поступака за заштиту права акционара (прекршајног поступка, поступка у вези са привредним преступом или кривичног поступка), у зависности од врсте повреде закона.

#### **7.4. Централни регистар и заштита права мањинских акционара**

Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности (Централни регистар) је правно лице, које се оснива у форми акционарског друштва као централна депозитарна и клириншка кућа, уведена са имплементирањем међународних стандарда у области издавања, клиринга и салдирања потраживања и обавеза у хартијама од вредности и новцу, које су настале на основу закључених послова са хартијама од вредности. Централни регистар у оквиру своје делатности, поред осталог, води регистар финансијских инструмената, евиденцију на рачунима издavalца, врши упис и евидентирање власништва над акцијама, као и друге послове који су поверени Законом о тржишту капитала.<sup>945</sup>

Централном регистру је дато овлашћење да врши контролу, пре свега над својим члановима, који заступају физичка и правна лица у трговању, између осталог, акцијама. У поступку вршења контроле, Централни регистар има право

---

<sup>943</sup> Правила Берзе, *op.cit.*, члан 172, став 1. Београдска Берза контролише обавезу достављања (1) годишњег извештаја – најкасније до 30.04. текуће године; (2) полугодишњег извештаја – најкасније до 31.08.текуће године и (3) информатора о издаваоцу, најкасније до 31.03.текуће године.

<sup>944</sup> Правила Берзе, *op.cit.*, члан 173.

<sup>945</sup> Закон о тржишту капитала, члан 216.

непосредног увида у предметну документацију, те кроз контролу налога чланова који су упућени Централном регистру. Уколико се након извршене контроле утврде одређене незаконитости или неправилности које представљају повреду законских одредаба, аката Комисије за хартије од вредности или Централног регистра, Централни регистар доноси решење којим налаже члану да у одређеном року отклони неправилности. У случају да се ради о значајнијој повреди одредаба закона или аката Комисије, или Централног регистра, Централни регистар о таквој учињеној повреди од стране члана, без одлагања, обавештава Комисију за хартије од вредности и организатора тржишта.<sup>946</sup> Мере надзора које Централни регистар спроводи над својим члановима нису детаљно регулисане подзаконским актима Централног регистра.

Централни регистар поред спровођења сопственог надзора, спроводи и мере које Комисија за хартије од вредности у свом пословању изрекне учесницима на тржишту, нарочито у вези са незаконитим стицањем акција. У Правилима пословања Централног регистра,<sup>947</sup> прописана је процедура за ограничење располагања правима из хартија од вредности које може бити ограничено у два случаја: (1) да надлежни орган донесе одлуку о забрани располагања одређеним или свим правима из хартија од вредности и (2) да Комисија за хартије од вредности донесе решење о одузимању права гласа законитом имаоцу.

Упис и брисање забране права располагања, Централни регистар врши на основу одлуке надлежног органа, а упис односно одузимање права гласа законитом имаоцу акција на основу решења Комисије за хартије од вредности. Имајући у виду да је податак о забрани права располагања односно одузимање права гласа, релевантна информација за трећа лица и остваривање њихових права, то Централни регистар на својој интернет страници јавно објављује податке о уписаном ограничењу права из хартија од вредности за акционаре код којих је уписано ограничење.

---

<sup>946</sup> Закон о тржишту капитала, члан 216.

<sup>947</sup> Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности од 22.03.2016.године.

#### 7.4.1. Анализа случаја „А“ а.д. Београд

У претходним главама смо анализирали улогу Комисије за хартије од вредности, Београдске берзе и Централног регистра, њихова овлашћења и приказали преглед мера које свака од наведених институција на тржишту капитала може да предузме у складу са својим овлашћењима.

Имајући у виду да смо се у докторској дисертацији бавили темом заштите мањинских акционара у поступку преузимања, у наставу ћемо анализирати комплексан случај из праксе, у коме је покушано преузимање контроле над „А“ а.д. Београд, где је више повезаних физичких и правних лица покушало да низом противправних активности избегне подношење обавезне понуде за преузимање, трговањем на Берзи створи лажну слику о промету и цени акција, те у складу са тако постигнутом ценом, отпочне процес преузимања по неадекватној цени.

Комисија је на основу овлашћења из Закона о преузимању и Закона о тржишту капитала<sup>948</sup> обавила надзор у вези са обавезном понудом за преузимање акција на основу стицања акција издаваоца „А“ а.д. Београд, увидом у документацију и на основу изјаве узете од стране стизалаца акција, на основу представке мањинских акционара „А“ а.д. Београд, у коме се наводи да је дошло до стицања акција издаваоца „А“ а.д. Београд од стране повезаних лица која заједнички делују, без упућивања понуде за преузимање.

Већински власник у овом друштву је конзорцијум купаца који чине правна лица „П“ а.д. Младеновац и „МП“ д.о.о. Подгорица, који је стекао 70% друштвеног капитала, а заједно са акцијама стеченим по основу обавезне инвестиције, конзорцијум је стекао укупно 84,53% капитала у „А“ а.д. Београд.

У поступку контроле утврђено је да је на организованом тржишту стечен додатни проценат акција од стране привредног друштва „ФФ“ д.о.о. Алексинац и физичког лица Д.М., при чему је наведено привредно друштво власништво 100% физичког лица Д.З., који је уједно и власник „М.С.Т.“ д.о.о. Београд, који је

---

<sup>948</sup> Закон о преузимању, члан 41 став 1 и Закон о тржишту капитала, члан 262 став 1, тачка 18.

контролни акционар „П“ а.д. Младеновац (члана конзорцијума), те да је Д.М. његова кћерка, што нове стицаоце акција и члана конзорцијума „П“ а.д. Младеновац доводи у директну везу и активира обавезу подношења понуде за преузимање.

На основу утврђеног чињеничног стања, Комисија за хартије од вредности је донела *Решење бр.6/0-17-3671/38-11 од 05.03.2013.године* којим је, између осталог, утврђено да је за наведени конзорцијум настала обавеза објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва „А“ а.д. Београд. Наведеним Решењем је такође забрањено право гласа повезаном лицу „ФФ“ д.о.о. Алексинац по основу стечених 6,22% од укупног броја издатих акција од тренутка доношења Решења, о чему ће бити обавештен Централни регистар, који ће одмах евидентирати да над наведеним акцијама стицалац „ФФ“ д.о.о. Алексинац нема право гласа. Предметно Решење ће престати да важи у делу забране располагања правом гласа, уколико конзорцијум поднесе захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање или уколико стечене акције буду продате трећем неповезаном лицу. У једном од ставова наведеног Решења, Комисија је наложила издаваоцу „А“ а.д. Београд да предметно Решење достави свим акционарима у року од 15 дана од дана пријема Решења, на који начин се додатно информишу мањински акционари о наведеном поступању, да би могли да заштите своја права у случају непоступања или поступања супротно закону и покрену одговарајуће судске или управне поступке.

Међутим како је „ФФ“ д.о.о. Алексинац, отуђио спорне акције привредном друштву „У“ д.о.о. Београд, за које је накнадно утврђено да је такође повезано лице, Комисија за хартије од вредности је забрану располагања стеченим акцијама утврдила за ово правно лице допунским *Решењем бр.6/0-17-3671/38-11 од 06.03.2014.године*. Због непоступања по претходно наведеним решењима, Комисија је донела још три решења, *бр.6/0-17-3671/122-11 од 11.07.2014.године*, *бр. 6/0-17-3671/149-11 од 31.12.2014.године*, *бр. 6/0-17-3671/206-11 од 25.03.2016.године* и *бр. 6/0-17-3671/248-11 од 15.07.2016.године*, којим је забранила право гласа конзорцијуму и/или осталим стицаоцима, на које су како чланови конзорцијума,



тако и остали стипендијаци који заједнички делују, преносили акције, без подношења понуде за преузимање, за остатак акција издаваоца „А“ а.д. Београд.

Због непоступања по наведеним решењима и неподношења обавезне понуде за преузимање, Комисија за хартије од вредности је иницирала покретање поступака пред основним јавним тужилаштвом, што је довело до покретања поступака поводом привредних преступа. Пресудом Привредног суда у Београду, Пк.309/2014 од 28.01.2016.године оглашено је кривим привредно друштво „У“ д.о.о. Београд и осуђено на новчану казну од 1.000.000,00 динара, док је одговорно лице В.Р. из Београда осуђен на новчану казну у износу од 100.000,00 динара због извршеног привредног преступа из члана 47 став 1 тачка 3 и став 2 Закона о преузимању.

Читав поступак резултирао је, пре свега, раскњижавањем 48,43% сопствених акција и преносом на Конзорцијум, и касније преносом акција „МП“ д.о.о. Подгорица, као једног члана Конзорцијума, на „П“ а.д. Младеновац, као другог члана Конзорцијума, којим је Конзорцијум формално престао да постоји, а „П“ а.д. Младеновац постао већински акционар „А“ а.д. Београд, са 84,53% акцијског капитала. На крају, „П“ а.д. Младеновац је располагао предметним акцијама, тако што је исте унео као неновчани капитал у новоосновано привредно друштво „Д“ д.о.о. Београд. Исто су учинили и други акционари „А“ а.д. Београд, физичка лица Ј-Ш-, И.В. и М.Б. који су касније иступили из „Д“ д.о.о. Београд и своје уделе пренели на „П“ а.д. Младеновац. На наведени начин, привредно друштво „Д“ доо Београд постаје већински акционар „А“ а.д. Београд за кога накнадним стицањем акција, кроз основни капитал, настаје обавеза објављивања понуде која је одобрена од стране Комисије за хартије од вредности, Решењем бр.4/0-32-3258/10-16 од 09.12.2016. године. У заједничком деловању са привредним друштвом “Т4В” д.о.о. Београд, што је потврђено наведеним Решењем Комисије за хартије од вредности којим је одобрена понуда за преузимање, “Д” д.о.о. Београд стиче 99,14572% акција “А” а.д. Београд, при чему у даљем поступку принудног откупа, од преосталих акционара, по цени из понуде за преузимање, стиче и преосталих 1.088 акција и постаје власник 100% акцијског капитала “А” а.д. Београд.

У овој свеобухватној анализи случаја смо приказали конкретно деловање и примену мера које спроводи Комисија за хартије од вредности у координацији са Београдском берзом, над јавним друштвом у циљу заштите права акционара и реализације обавезне понуде и правичне цене акција, што представља кључна права заштите мањиских акционара у поступку преузимања. На овом случају су приказане и последице незаконитог поступања за починиоце у виду доношења пресуда и осуде на новчане казне због почињених привредних преступа.

## ЗАКЉУЧАК

Заштита права мањинских акционара се обезбеђује компанијскоправном и регулативом права преузимања, инструментима „меког“ права, као што су кодекси о корпоративном управљању и интерном регулативом. Анализом компаративноправних стандарда и регулативе, као и стандарда међународних организација, утврђен је корпус права мањинских акционара.

У српском праву утврдили смо да је Законом о привредним друштвима и Законом о преузимању акционарских друштава, заштита права мањинских акционара у нормативноправном смислу обезбеђена на високом нивоу. Законом о привредним друштвима пружена је могућност реализације свих права мањинских акционара која представљају стандард заштите и то имовинских, личних, као и права на судску заштиту повређених права у парничном и ванпарничном поступку. Поједине диспозитивно прописане одредбе комунитарног права су подигнуте на ниво законске обавезе у српском праву (изјава о примени кодекса корпоративног управљања за јавна акционарска друштва и др.). Институт принудне продаје и принудне куповине, који могу бити регулисани и компанијском и регулативом права преузимања, као што је то било раније и решење нашег права, су сада регулисани само Законом о привредним друштвима, уз посебно специфицирање услова уколико се законски праг поседовања одређене количине акција стекао понудом за преузимање. Путем наведене анализе валидирана је прва хипотеза (X1) да српско право обезбеђује адекватну општу правну заштиту мањинским акционарима компанијским законом.

Посебна права мањинских акционара су гарантована Законом о преузимању акционарских друштава и садрже најновија решења и стандарде комунитарног права, почев од начела права преузимања, до принципа једнакости акционара исте класе, обавезне понуде за преузимање, обезбеђење права на правичну цену, обавезе неутралности одбора и права пробијања, о чему сведоче и недавно усвојене новеле из 2016.године Закона о преузимању. Наведеним законом је прописано посебно

правно средство заштите права мањинских акционара кроз подношење тужбе за откуп, у случају неподношења обавезне понуде, као и мере казненог права (кривична дела, прекршаји и привредни преступи). Сходно наведеном, а на основу спроведене анализе, потврђена је друга хипотеза (X2) да су специфична права мањинских акционара нормативно заштићена и у поступку преузимања, а у погледу одређених правних решења (принцип неутралности и право пробијања) на вишем легислативном нивоу од већине развијених држава, због коришћења правне технике преузимања транспланта у форми обавезујуће, а не диспозитивне норме.

Након спроведене анализе, закључујемо како је компанијска регулатива, у високом степену хармонизована са прописима и општим начелима Европске уније, заједно са важећим правним оквиром из права преузимања, као и тржишта капитала у ширем смислу, те сматрамо да је законодавац поставио конзистентан оквир за реализацију права преузимања и у вези са тим, заштиту права мањинских акционара.

Заштиту права мањинских акционара примењују добровољно јавно акционарско друштво и управа, а код принудне примене, иницијатива може бити покренута од стране акционара коме је одређено право угрожено као и од стране надлежних институција. Институције које су директно надлежне за надзор и контролу примене прописа из области заштите права акционара су Комисија за хартије од вредности, Београдска берза и Централни регистар, а посредно тужилаштво и судови. У делу ефикасности примене заштите права треба разликовати четири сегмента анализе.

*Први* сегмент анализе се односи на процесни аспект неблаговременог поступања судова у ванпарничним поступцима. Анализом судске праксе уочили смо да судови у ванпарничним поступцима неблаговремено и неефикасно поступају, непоштујући законом прописане рокове за кратко поступање, због постојања праксе (инерције) поступања судова у којој се практикује начело контрадикторности и достављања захтева и друге документације противнику предлагача на изјашњење. Оваквим поступањем се не разуме суштинска интенција

законодавца у погледу прописивања ових иснтитута, који су преузети из англосаксонске судске праксе, где судови дају тзв. налоге ради хитног отклањања повреде. Овај проблем би се морао разрешити кроз проналажење начина за поштовање рокова или измену законских решења.

*Други* уочен проблем је непостојање јасног става судова по питању одлучивања о директној и индиректној штети (постоји једна судска одлука), при чему сматрамо да би регулаторно требало појаснити да, због правне несигурности, не треба дозволити потраживање индиректне штете, јер иста није регулисана ни облигационоправним законодавством, већ постоји као теоријски концепт.

*Трећи* и најзначајнији проблем јесте колективно дејство одређених одлука, без директне могућности спровођења ефикасне колективне заштите. Српско законодавство је имало идеју увођења колективне заштите кроз одредбе Закона о парничном поступку, али имајући да је институт потпуно нов и непознат српској правној традицији и континенталној поставци грађанскопроцесног права, то је Уставни суд проценио да наведени институт није могуће увести, без значајних измена у законској регулативи. Сходно наведеном, „одјек“ колективне заштите је остао у појединим преузетим институтима, као што је код поступка за утврђивање примерености цене акција у поступку принудне продаје и куповине, када је понуђач или друштво у обавези да свим акционарима и онима који нису покренули тај поступак, исплати вишу цену акција. Уколико се ова обавеза не изврши добровољно, онда акционари који нису учествовали у судском поступку морају покренути посебне судске поступке ради исплате разлике у цени, као и поступке извршења.

Сходно напред наведеном, утврђујемо да постоје ефекти колективне заштите које пружају механизми заштите права мањинских акционара регулисани одредбама компанијског права. Закључујемо и да нема места примени колективне тужбе у српском законодавству из разлога непостојања процесноправних предуслова у Закону о парничном поступку, нити дефинисаних механизма утврђивања и дистрибуирања реализоване накнаде штете. Коначно, сматрамо да

поједине одредбе наведених прописа треба прецизирати да омогуће ефикасније коришћење ефеката колективне заштите ради брже и ефикасније заштите права мањинских акционара, што би довело и до смањења правне несигурности у погледу евентуално различитог поступања судова.

*Четврти* аспект анализе јесте рад Комисије за хартије од вредности, Београдске берзе и Централног регистра, који поступају максимално ефикасно у спровођењу надзора и казних мера у случају кршења релевантих одредаба.

Имајући у виду наведено, трећа хипотеза (ХЗ) да се права мањинских акционара принудним путем у грађанском, управном и казеноправном поступку реализују ефикасно и благовремено, је делимично потврђена. Законске одредбе се најефикасније и у складу са догађајима и роковима на тржишту капитала, примењују од стране овлашћених институција у управном поступку, као и у поступку пред привредним судовима у привредним преступима. С друге стране, судови у парничном, ванпарничном и управном поступку као и тужилаштва у односу на кривична дела из ове области, показују инерцију у раду уз примену стандардних правила и поступања, непоштовање законских рокова и некоришћење постојећих законских овлашћења.

На самом крају закључујемо да су права акционара генерално и у поступку преузимања комплексно постављена и налазе се у односу међузависности, због различите интеракције свих релевантних чинилаца (већинског и мањинских акционара, управе и др.) у акционарском друштву и међусобног утицаја чинилаца и компанијских механизма заштите. Нормативно су права мањинских акционара, као што је већ истакнуто, у складу са високим стандардима, што је својствено транзиционим друштвима, међутим уз делимично одсуство имплементације законских одредаба. Уочени разлози неефикасне имплементације у домену примене су бројни, а најутицајнији с правног аспекта су транзициона природа српског права, повезаност са континенталним правним системом који недовољно добро интегрише компанијске институте *common law* система, и неефикасна судска заштита без постојања специјализованих стручњака за област компанијског права и

права преузимања. Поред наведених негативних фактора, утврдили смо и недостатак процесноправног регулаторног оквира у домену омогућавања иницирања колективних инструмената заштите, што указује на неопходност прилагођавања, односно измена и допуна српског правног оквира у правцу омогућавања подношења колективних тужби.

## КОРИШЋЕНА ЛИТЕРАТУРА

### А. Литература на српском језику

1. Арсић, З. (2013). Сазивање Скупштине акционарског друштва према Закону о привредним друштвима из 2011 године. *Зборник радова Правног факултета Нови Сад*, 47(2), 93-106.
2. Бабић В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрисаног власништва и дисперзије власништва, у: Бабић, В. (Уредник.). *Корпоративно управљање у условима транзиције – власништво, контрола, менаџерске компетенције*. Крагујевац: Економски факултет.
3. Бесаровић, И. (2010). *Пословно право*. Београд: Intermex.
4. Брашић, Ј. (2016). Правни положај и питање самосталности Комисије за хартије од вредности РС. *Зборник радова Правног факултета у Нишу*, LV(72), 345-361.
5. Васиљевић, М. (2006). *Коментар Закона о привредним друштвима*. Београд: Службени гласник РС.
6. Васиљевић, М. (2007). *Корпоративно управљање правни аспекти*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
7. Васиљевић, М. (2009). Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део). *Анали Правног факултета*, 57 (1), 5-24.
8. Васиљевић, М. (2013). *Компанијско право – Право привредних друштава*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
9. Васиљевић, М. (2013). *Корпоративно управљање – изабране теме*. Београд: Удружење правника у привреди Србије.
10. Васиљевић, М. (2015). *Компанијско право* (9th Ed). Београд: Удружење правника у привреди.
11. Васиљевић, М., Радовић, В., & Јевремовић-Петровић, Т. (2012). *Компанијско право Европске уније*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
12. Вељковић, С. (1866). Објашњење Трговачког законика за Књажество Србију. Београд.
13. Вељовић, К. & Јечменица, Т. (2007). Квалитет финансијске регулативе. *Квартални мониторинг економских трендова и политика у Србији*, 9, 78-89.
14. Видас-Бубања, М. (1998). *Методе и детерминанте страних директних инвестиција*. Београд: Институт економских наука.
15. Гоган, П. (2004). *Интеграције, аквизиције и реструктурирање корпорација*. Нови Сад: Прометеј.



16. Голубовић, Д. (1999). Основне карактеристике акција. *Правни живот*, 11, 353-363.
17. Дашић, Ј. (1994). *Акцијски капитал у Западној Србији*. Чачак: Технички факултет.
18. Ђулић, К., & Кузман, Т. (2011). Заштита права мањинских акционара: правни оквир и примена. *Квартални монитор економских трендова*, 30, 88-95.
19. Ђуровић, Р., & Ђирић, А. (2005). *Међународно трговинско право – Општи део*. Ниш: Центар за публикације Правног факултета.
20. Зебић, М. (1937). *О берзама и посебно о Београдској берзи*. Београд: Младост, 1990.
21. Иванишевић, М. (1991). Холдинг компанија и спајање предузећа. *Рачуноводство*, 12(91).
22. Јевремовић – Петровић, Т. (2014). *Групе привредних друштава*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
23. Јовановић, В. (1961). *Привредно право – привредне организације*. Београд: Завод за уџбенике Народне Републике Србије.
24. Козар, В. (2007). *Заштита мањинских акционара у посебним ванпарничним поступцима по Закону о привредним друштвима*. Београд: Пословни биро.
25. Лепетић, Ј. (2014). Право акционара на индивидуалну тужбу. *Анали Правног факултета у Београду*, година LXII (1), 187-204.
26. Лепетић, Ј. (2016). Механизми колективне заштите у компанијском праву и праву тржишта капитала, Колективна тужба акционара. *Право и привреда*, 4-6.
27. Малешевић З. (2011). Отвореност финансијског тржишта Републике Србије за интеграцију са финансијским тржиштима земаља ЕУ. *Школа бизниса*,
28. Милошевић, В. (2008). *Проблеми структуре власништва у акционарским друштвима и заштита мањине*. Подгорица: Централна банка Црне Горе.
29. Мирковић, Ђ. (1934). Две теорије о правној природи трговачких друштава. Београд
30. Мрдак, Г. (2010). *Акционарство у Србији*. Београд: Задужбина Андрејевић.
31. Његомир, В., & Ђирић, Ј. (2012). Заштита корисника финансијских услуга: случај осигуравајућих друштава и инвестиционих фондова. *Маркетинг*, 43(4), 288-299.
32. Орлић, М. (2009). Есеј о кривици. *Правни живот*, 58(1-2), 179-198.
33. Радишић, Ј. (2000). *Облигационо право, општи део*. Београд: Номос.
34. Радовић, В. (2004). Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније. *Правни живот*, 11/2004, 103-126.

35. Радовић, В. (2007). *Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање*, у: Мирко Васиљевић, Вук Радовић (Уредници), *Корпоративно управљање – зборник радова*, Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 2008, 235-265.
36. Радовић, В. (2010). Информисање акционара пре седнице скупштине акционарског друштва. *Правни живот*, 11/2010, 117-144.
37. Радовић, В. (2015). Развој културе одступања од „примени или објасни“ правила корпоративног управљања. *Анали правног факултета у Београду*, LXIII (2), 23-44.
38. Савић, Г. (2005): Побијање одлука скупштине привредног друштва – нека процесна питања. *Право и привреда*, 42(5-8), 100-115.
39. Тасић, М. (2008). Правни аспекти издавања и конверзије заменљивих обвезница. *Правни живот*, 12, 147-164.
40. Тасић, М. (2014). *Стране директне инвестиције у Србији: Правни аспекти аквизиције акционарског друштва*. (Необјављена Магистарска теза).
41. Ћирић, А. (2001). Уговори о страним инвестицијама. у: *Страна улагања*. Милорад Божич (Уредник.). Ниш : Центар за публикације Правног факултета.
42. Цветковић, П. (2007). *Међународно право страних инвестиција*, Београд: Задужбина Андрејевић.

## **В. Литература на енглеском језику:**

1. Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, 12, 51-91.
2. Agarwal, P. J., Gubitz, A., & Nunnenkamp, P. (1992). *Foreign Direct Investments in Developing Countries, The Case of Germany*. Kiel: Institut Fur Weltwirtschaft An Der Universitat Kiel Herausg.
3. Aguilera, R., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 417–446.
4. Alexandrov, S. (2005). The “Baby Boom“ of Treaty-Based Arbitrations and the Jurisdiction of ICSID Tribunals: Shareholders as „Investors“ and Jurisdiction *Ratione Temporis*. *The Law and Practice of International Courts and Tribunals*, 4(1), 19-59.
5. Alleweldt, F., Tessler, A., Rott, P., Kara, S., Beteille, R., & Bucino, S. (2008). Evaluation of the effectiveness and efficiency of collective redress mechanisms in the European Union, Final report – Part I: Main report, European Commission – DG SANCO.
6. Anabtawi, I. (2005). Some skepticism about increasing shareholder power. *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, 05(16).

7. Andersson, J. (2003). Model Business Corporation Act for Europe – the Alternative to Harmonization by Directives, or? *Stockholm Institute for Scandinavian Law*, 45, 29-44.
8. Anthony, G. (2002). *UK Public Law & European Law, The Dynamics of Legal Integration*. Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing.
9. Armour, J., & Skeel, D. (2007). Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation. *Georgetown Law Journal*, 1, 1728-1794.
10. Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009). The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law? *Discussion Paper*, 643.
11. Aronson, S., Tomkins, L. S., Hassi, T., & Escobar, R. A. (2009). *Shareholder Derivative Action: From Cradle to Grave*. Los Angeles, California: O'Melveny & Myers, LLP.
12. Asquith, P. & Wizman, T. (1990). Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economic*, 27(1).
13. Bainbridge, M. S. (2010). The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank. *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, 10(14).
14. Baker, H. K., & Powell E. G. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics* 38(2), 17-35.
15. Baker, K., & Veit, T., & Powell, G. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ. *The Financial Review*, 36(3), 19-38.
16. Barca, F., & Becht, M. (Eds.). (1999). Ownership and Control: A European Perspective. <http://www.feem.it/userfiles/attach/Publication/NDL1999/NDL1999-021.pdf>.
17. Barclay, M. & Holderness, C. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 371-395.
18. Becht, M., & Roell, A. (1999). Block holdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43 (4-6), 1049-1056.
19. Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *European Corporate Governing Institute Working Paper Series in Finance*, 02/2002.
20. Belcredi, M., & Ferrarini, G. (Eds.). (2013). *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*. Cambridge: Cambridge University Press.
21. Bergman, N., & Nicolaievsky, D. (2002). Investor protection and the Coasian view. Harvard University.
22. Bergstrom, C., Hogfeldt, P., Macey, J., & Samuelsson, P. (1995). *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*. Yale Law School: Columbia Business Law Review.

23. Berkahn, M. (1998). The Derivative Action in Australia and New Zealand: Will the Statutory Provisions Improve Shareholders' Enforcement Rights? *10 Bond Law Review*.
24. Berle, A. (1959). *Power without property: A new development in American political economy*. Harcover: Harcourt.
25. Berle, A., & Means, G. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers.
26. Berndt, M. (2000). Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications For Reforms. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 303.
27. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and „the Bird in the Hand“. *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.
28. Bittlingmayer, G. (1985). The Market for Corporate Control (including Takeovers). Y: *Encyclopedia for Law & Economics*, Boudewijn, B., & De Geest, G., & Elgar, E. (Eds.). Ghent: University of Ghent.
29. Black, B., & Kraakman, R. (1996). A self-enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review* 109, 1911–1981.
30. Black, B.S. (1990). Is *Corporate Law Trivial?* A Political and Economic Analysis. *Northwestern University Law Review*, 84, 542-597.
31. Black, J., Hashimzade, N., & Myles, G (Eds.) (2012) *Oxford Dictionary of Economics* (4th ed). Oxford: Oxford University Press.
32. Boyle, J. A. (2004). *Minority Shreholders' Remedies*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
33. BPPG. (2014). Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research&Analysis, developed by the Best Practice Principles Group under the Chairmanship of Dr. Zetsche.
34. Bradlow, D., & Alfred, E. (1999). *Legal Aspects of Foreign Direct Investment*, Hague: Kluwer Law International.
35. Bris, A., & Cabolis, C. (2004). The Value of Investors Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers. *Yale ICF Working Paper*, 4(32).
36. Brownlie, I. (2008). *Principles of Public International Law*. Oxford: Oxford University Press.
37. Bruner, C. (2011). Corporate governance reform in a time of crisis. *Journal of Corporation Law*, 36(2), 309.
38. Buchanan, B., Netter, J., Poulsen, A., & Tina, Y. (2012). Shareholder proposal rules and practice: Evidence from a comparison of the US and the UK. *American Business Law Journal*, 49(4), 739-803.

39. Cadbury, A. (1999). Corporate Governance Overview, World bank Report, Washington DC.
40. Cadbury, A. (2002). *The Genesis of Corporate Governance, in Corporate Governance and Chairmanship: A personal View*. Oxford: Oxford University Press.
41. Cankar, N., Simoneti, M., Deakin, S. (2010). The Reflexive Properties of Corporate Governance Codes: The Reception of the “Comply-or-explain” Approach in Slovenia. *Journal of Law and Society*, 37(3), 501-525.
42. Clark, R. (1986). *Corporate Law*. Boston: Little Brown.
43. Clarke, T. (2004). Theories of Governance - Reconceptualising corporate Governance Theory after the Enron experience. y: Clarke, T. (Eds.), *Theories of corporate Governance – The philosophical Foundations of Corporate Governance*. London: Routledge.
44. Clarke, T. (2012). Recurring Crises in Anglo-American Corporate Governance. *Contributions to Political Economy*, 29 (1), 9-32.
45. Clerc, C., Demarigny, F., & Valiante, D. (2012). *Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*. Brussels and Paris: Marcus Partners and Centre for European Policy Studies.
46. Clifford Chance. (2010). A Guide to Takeovers in the United States, преузето са [http://www.cliffordchance.com/briefings/2011/01/us\\_takeover\\_guide.html](http://www.cliffordchance.com/briefings/2011/01/us_takeover_guide.html).
47. Clottens C., & Geens K. (2010). One Share, One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited. Y: Hopt K., & Geens K (Eds.), *The European Company Law Action Plan 2003 Revisited* (145-189). Leuven: Leuven University Press.
48. COM (1985). Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council.
49. COM (1995). Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids.
50. COM (1999). Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets – Action plan, Communication of the Commission.
51. COM (2003). Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward.
52. COM (2003). Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward.
53. COM (2005). Green Paper on antitrust damages action.
54. COM (2008). Green Paper on consumer collective redress.

55. COM (2008). White Paper on antitrust-specific collective redress.
56. COM (2012). Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies.
57. COM (2012). European Commission, Green Paper the EU corporate governance framework.
58. COM (2012). Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on implementing the macro – regional strategies.
59. COM (2013). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Towards a European Horizontal Framework for Collective Redress".
60. COM (2015). Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council relating to certain aspects of company law (codification).
61. Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board.
62. Commission Recommendation of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain').
63. Cozian, M., Viadier, A., & Deboissy, F. (2016). *Droit des sociétés* (29<sup>th</sup> edition). Paris: LexisNexis.
64. Cubbin, S. J., & Leech, D. (1983). The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. *The Economic Journal*, 93 (37).
65. Dankova, P. (2006). Contemporary corporate governance: Shifting of the accents. *Economic Annals*, 169, 43-60.
66. Davies, P. (1992). The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States. y: Hopt, K., & Wymeersch, E. (Eds). *European Takeovers: Law and Practice*. UK: Butterworths Tolley.
67. Davies, P. L. (2002). The notion of equality in European takeover regulation. y: Payne, J. (Eds.) *Takeovers in English and German Law*. Oxford: Hart Publishing. pp. 9-32.
68. Davies, P., & Worthington, S. (Eds.). (2012). *Gower's Principles of Modern Company Law* (9th Ed.). London: Sweet&Maxwell.
69. De Jong, B.J. (2013). *Shareholders' Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis*. *European Business Organization Law Review*, 14(01), 97-118.

70. Demb, A., & Neubauer, F.F. (1992). The corporate board: Confronting the paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9-20.
71. Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
72. DePamphilis, D. (2012). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (6th Ed.). San Diego, Waltham, Oxford: Elsevier Academic Press.
73. Desper, I. (1991). Amended EC Proposal for a 13th Council Directive on Company Law concerning Takeover and other General Bids. *International Business Lawyer*, 483-484.
74. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
75. Dumberry, P. (2010). The Legal Standing of Shareholders before Arbitral Tribunals: Has any rule of Customary International Law Crystallised? *Michigan State Journal of International Law*, 18(3), 354-374.
76. Easterbrook, F. & Fischel, D. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press.
77. Easterbrook, F., & Fischel, D. (1984). Mandatory disclosure and the protection of investors. *Virginia Law Review* 70 (715), 669–715.
78. EBRD. (2000). Law and finance in transition economies. *Working paper* (48). London: European Bank for Restructuring and Development.
79. Editors, Law Review (1955). Cumulative Voting: Removal, Reduction and Classification of Corporate Boards, *University of Chicago Law Review*, 22 (3).
80. Editors, Law Review (1962). Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits. *University of Pennsylvania Law Review*, 110(1137), 1147-1157.
81. Edmans, A. (2014). Blockholders and Corporate Governance. *The Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50.
82. Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
83. Ellis, M. (1995). *Corporate and Commercial Fiduciary Duties*. Ontario, Canada: Carswell Thomson Professional Publishing.
84. *Energy Charter Treaty* (ECT). (1994). <http://www.energycharter.org/process/energy-charter-treaty-1994/energy-charter-treaty/>
85. Enriques, L. & Gatti, M. (2007). EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism? *North-western Journal of International Law & Business*, 28(1), 1-35.

86. Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140.
87. Enriquez, L. (2004). The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, 1, 448-449, наведено према: Papadopoulos, T. (2007). The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies. *Law and Financial Markets Review*, 1(6), 525-533.
88. ESMA. (2013). ESMA Final Report and Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry.
89. European Commission. (1984). *Report on Takeover Offers and Other Offers, Document XI/56/74*.
90. European Commission. (2005). Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005/162/EC).
91. European Commission. (2006). *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.
92. European Commission. (2009). Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States.
93. European Commission. (2013). Study on Directors' Duties and Liabilities.
94. European Commission. (2015). Green Paper Building a Capital Markets Union.
95. European Corporate Governance Forum. (2011). Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities.
96. European Model Company Act (EMCA).
97. Fama, F. E., & Jensen, C. M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economic*, 26 (2), 301-325.
98. Federation of European Securities Exchange (FESE). (2008). *Share Ownership Structure in Europe*. Brussels: Federation of European Securities Exchange (FESE), Economics and Statistics Committee (ESC).
99. Feinman, J. (2006). *Law 101: Everything You Need to Know about the American Legal System*. Oxford: Oxford University Press.
100. Ferrarini, G., & Miller, G. (2009). A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *ECGI Law Working Paper*, 139/2010.
101. Ferrarini, G., Hopt, K., & Wymeersch, E. (2012). *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*. The Hague, London & New York: Kluwer Law International.



102. FESE (Federation of European Securities Exchanges – FESE). (2008). Shared Ownership Structure in Europe.
103. Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, преузето са [http://www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf).
104. Financial Stability Board (FSB), преузето са <http://www.fsb.org>
105. Foo, J., & Witkowska, D. (2011). The Role of Corporate Governance in Transition Countries. *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences*, 1(2), 43-53.
106. Foreign Investment Protection and Promotion Agreement, (FIPA), преузето са <http://www.international.gc.ca/trade-agreements-accords-commerciaux/agr-acc/fipa-apie/fipa-apie.aspx>
107. Freeman, R. E. (1999). Divergent Stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 233-236.
108. FSA. (2011). The failure of the Royal Bank of Scotland. *FSA Board Report* (5th Report of Session 2012-13). London: House of Commons.
109. Garrido, J., & Rojo, A. (2003). Institutional Investors and Corporate Governance: Solution or Problem? y: Hopt, K., & Wymeersch, E. (2003). *Capital Markets and Company Law*. Oxford: Oxford University Press.
110. Gaughan, P. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. USA: John Wiley & Sons Inc.
111. Gaukrodger, D. (2013). Investment Treaties as Corporate Law: Shareholder Claims and Issues of Consistency. *OECD Working Papers on International Investment*.
112. Gaukrodger, D. (2014). Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice. *OECD Working Papers on International Investment*, 3.
113. Gerner-Beuerle, C., & Schuster, E. P. (2013). Mapping Directors' Duties: Strategies and Trends in the EU. y: Hanne Birkmose, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.), *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, USA: Kluwer Law International.
114. Gilson, R. & Black, B. (1995). *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (2nd Ed.). New York, NY: Foundation Press.
115. Glaeser, E., & Shleifer, A. (2001). A reason for quantity regulation. *American Economic Review Papers and Proceedings* 91, 431–435.
116. Glaeser, E., & Shleifer, A. (2002). Legal origins. *Quarterly Journal of Economics* 117, 1193–1230.

117. Grant, J. (2005). Takeovers and the Market for Corporate Control, y: *European Takeovers: the Art of Acquisition* (1st Ed.), Grant, J. London: Euromoney Books.
118. Green, R. & Talmor, E. (1985). The Structure and Incentive Effects of Corporate Tax Liabilities, 40 J. FIN. 1095, 1102-03
119. Green, R., & Talmor, E. (1985) *The Structure and Incentive Effects of Corporate Tax Liabilities, Yale Journal of Regulation*, 9(1), 1102-03.
120. Grelon, B. (2009). Shareholders' Lawsuits against the Management of the Company and its Shareholders under French Law. *European Company and Financial Law Review*, 2–3, 205-218.
121. Griffin, S. (2010). Shareholder Remedies and the No Reflective Loss Principle: Problems Surrounding the Identification of a Membership Interest. *The Journal of Business Law*, 1, 467–468.
122. Hafeez, M. (2015). *Corporate Governance and Institutional Investments: Rules, Regulations and Best Practices to Monitor Corporate Affairs and Balance the Interest of Managers and Shareholders*. Boca Raton: Universal-Publisher Boca Raton.
123. Hambrick, C.D., Werder, V.A., & Zajac, J.E. (2008). New directions in corporate governance research. *Organizational Science*, 19(3), 381-385.
124. Hamel, J., Lagarde, G., & Jauffret, A. (1980). Droit commercial. y: Васиљевић, М. (2007). *Корпоративно управљање - правни аспекти*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
125. Hamilton, W. R. (2011). *The Law of Corporations in a Nutshell* (6th Ed). St. Paul, MN.: West Publishing Co.
126. *Hansberry v. Lee* (1940). 311 U.S.
127. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The End of History for Corporate Law. *Discussion Paper* 280 (3/2000). Cambridge: Harvard Law School.
128. Harris, R. (2009). The institutional dynamics of early modern Eurasian trade: The Commenda and the Corporation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71(3), 606-622.
129. Hay, J., & Shleifer, A. (1996). Private enforcement of public laws: A theory of legal reform. *American Economic Review Papers and Proceedings* 88, 398–403.
130. Hay, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1996). Toward a theory of legal reform. *European Economic Review* 40, 559–567.
131. Hess, Y. (2013). Proposed Collective Redress in Europe in the Perspective of Deterrence of Corporate Wrongdoing. *European Company Law*, 10(3), 123-128.

132. Hopt, J. K. (1992). Director's Duties to Shareholders, Employees, and Other Creditors: A view from the Continent. Y: McKendrick, E. (Ed.). *Commercial Aspects of Trust and Fiduciary Obligations*. Oxford: Clarendon Press.
133. Horn, N. (2001). *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law*. Hague: Kluwer Law International.
134. Hurrell, A. (2007). *On Global Order – Power, Values, and the Constitution of International Society*. Oxford: Oxford University Press.
135. Ibrahim, M. D. (2007). *Individual or Collective Liability for Corporate Directors*. *Iowa Law Review*, 93(2007/08), 935-944.
136. ICGN. (2008). *Statement of the Global Financial Crisis*. London: ICGN.
137. ICSID Konvencija, preuzeto sa <https://icsid.worldbank.org>
138. IFC. (2008). *The EU Approach to Corporate Governance, Essentials and Recent Developments*. Washington, DC: IFC.
139. IFC. (2011). *Корпоративно управљање – приручник*. Washington: IFC.
140. IFC/ECODA. (2015). *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington, DC: International Finance Corporation.
141. International Monetary Fund. (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6)* Washington, D.C.: International Monetary Fund.
142. IOSCO. (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*.
143. Jensen, C.M. (1988). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4 (2) 1-59
144. Jensen, M. (1988). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. Y: Coffe, J., & Rose – Ackerman, S. (Eds.) *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*. Oxford: Oxford University Press.
145. Jensen, M. C., Stiglin, L., & Kaplan, S. (1991). Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury. Y: *The Law of Mergers, Acquisitions, and Reorganizations*, Oesterle, A. D. (Eds.). MN: West Publishing Company.
146. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
147. Johnson, S., & Lopez-de-Silanes, F., & Schleifer, A. (2003). *Tunneling*. y: Hopt, K., & Wymeersch, E. (Eds.). *Capital Markets and Company Law*. Oxford: Oxford University Press.

148. Kenyon-Slade, S. (2004). *Mergers and Takeovers in the US and UK*. Oxford: Oxford University Press.
149. King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-738.
150. Klaus-Heiner Lehne (2013). Report on the application of Directive 2004/25/EC on takeovers (2012/2262(INI)), A7-0089/2013, European Parliament, Committee on Legal Affairs.
151. Kraakman, R., Armour, J., Davies P., Enriques, L., Hansmann, B. H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H. & Rock, B. E. (2004). *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press.
152. Kraakman, R., Park, H., & Shavell, S. (1994). When Are Shareholders Suits in Shareholder Interest?, *The Georgetown Law Journal*, 82, 1758-1759.
153. Kraakman, R., Park, H., & Shavell, S. (1994). When Are Shareholders Suits in Shareholder Interest? *The Georgetown Law Journal*, 82, 1758-1759.
154. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2).
155. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, LXI (1), 1-32.
156. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of America Finance Association*, 55(1), 1-33.
157. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27.
158. Leipziger, D. (2016). *The Corporate Responsibility Code Book* (3rd Ed.). Sheffield, UK: Greenleaf Publishing Limited.
159. Lessing, J. (1997). *Corporate Takeovers: Law Reform and Theory – Is the Minority Shareholder being Disadvantaged?*,
160. Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, 88, 537-558.
161. Li, T. (2013). Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry. *ECGI Finance Working Paper*, 389.
162. Lipton, P. (2009). The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: An Institutional Perspective. *Monash U. Department of Business Law & Taxation Research Paper No. 19*.

163. Magnuson, W. (2008). *Takeover regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*. Harvard, Harvard.
164. Mallin, C. (2012). *Corporate Governance* (5<sup>th</sup> Ed). Oxford: Oxford University Press.
165. Mallin, C. (2012). Institutional investors: The vote as a tool of governance. *The Journal of Management and Governance*, 16(2), 177–196.
166. Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, 73 (2), 110-120.
167. Mäntysaari, P. (2010). *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law (vol. III: Funding, Exit, Takeovers)*. Verlag, Berlin, Heidelberg: Springer.
168. Martin, K., & McConnell, J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance*, XLVI (7), 671 – 687.
169. Masayuki, T. (2012). Securities Class Action: Anglo-American Comparison and Cross-Border Implications. *European Business Law Review*, 23(1).
170. Merle, P., & Fauchon, A. (2014). *Droit commercial, Sociétés commerciales* (18<sup>th</sup> edition). Paris: Dalloz.
171. Millstein, I., Gregory, H., Altschuler, A., & Guglielmo, C. (2011). Fiduciary Duties under U.S. Law. *International Developments in Corporate Governance*.
172. Modigliani, F., & Miller, H. M. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, 49 (4), 655-669.
173. Monks, R. & Minow, N. (2002). *Corporate Governance*. New Jersey: John Wiley & Sons.
174. Morek, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (2013) Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers. Y: Auerbach, J. A. (2013). *Corporate Takeovers*. Chicago: University of Chicago Press.
175. Muchlinski, P. (1997). *Multinational Enterprises and the Law*. Oxford UK & Cambridge USA: Blackwell.
176. Muchlinski, P. (2009). The Diplomatic Protection of Foreign Investors: a Tale of Judicial Caution, in C. Binder, U.Kriebaum, A.Reinisch, S.Wittich (Eds), *International Investment Law for the 21st Century*. Oxford: University Press.
177. Mukwiri, J. (2009). *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective*. London and New York: Routledge-Cavendish.
178. Nedelchev, M. (2013). Good Practices in Corporate Governance: One Size-Fits-All vs. Comply-or-Explain. *International Journal of Business Administration*, 4(6), 75-81.

179. Noack, U. (2008). *Die Aktionarsrechte-Richtlinie*. Heinrich-Heine-University Duesseldorf: Center for Business & Corporate Law (CBC) Research Paper Series.
180. OECD (2004) *Принципи корпоративног управљања*. Београд: ОЕЦД Мисија.
181. OECD (2012). Dispute Settlement Provisions in International Investment Agreements: A Large Sample Survey. *OECD Working Papers on International Investment* (2).
182. OECD, Hewitt, P. (2011). *The Exercise of Shareholder Rights: Country Comparison of Turnout and Dissent*. OECD.
183. OECD, Yannaca-Small, C. & Liberti, L. (2008). *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations*. OECD.
184. OECD. (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (4th Ed).
185. OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*.
186. OICU-IOSCO. (2009). Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers, Final Report.
187. Olie, W. (1983). New Forms of Foreign Investment in Developing Countries: Determinant Features, Characteristics and Prospects. *Intereconomiscs*.
188. Olson, M. (1965). *The Logic of Collective Action: Bulic Goods and the Theory of Groups*. Cambridge, MA: Harvard economic studies.
189. Ooghe, H., & DeLanghe, T. (2002). Anglo American Versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437–449.
190. Pace, M. N. (2007). *Class Actions in the United States of America: An Overview of the Process and the Empirical Literature*. Santa Monica, California, USA: RAND Institute for Civil Justice.
191. Papadopoulos, T. (2007). The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC'. *International and Comparative Law Journal*, 6(3), 1-33.
192. Payne, J. (2010). Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholder Protection. *Oxford Legal Studies Research Paper*, 42/2010.
193. Pennington, R. R. (1969). Takeover Bids in the UK. *American Journal of Comparative Law*, 17(2).
194. Perlman v. Feldmann (1955). 219 F.2d 173.
195. Pinto, A. & Branson, M. D. (2013). *Understanding Corporate Law* (4<sup>th</sup> Ed.). New Providence, San Francisco: LexisNexis, University of Pittsburg School of Law.

196. Pistor, K & Xu, C. (2002). Law enforcement under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation. Columbia Law School, *mimeo*
197. Pistor, K. (2000). Paterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies. *European Business Organization Law Review*, 1, 59(108).
198. Pohl, J., Mashigo, K., & Nohen, A. (2012). Dispute Settlement Provisions in International Investment Agreements: A Large Sample Survey. *OECD Working Papers on International Investment*, 2.
199. Pollan, Th.. (2006). *Legal Framework for the Admission of FDI*. Utrecht: Eleven International Publishing.
200. Pontiff, J., Shleifer, A., & Weisbach, M. (1990). Reversions of Excess Pension Assets after Takeovers. *RAND Journal of Economic*, 21(4), 600-613.
201. Puchniak, D. W., & Baum, H., & Ewing-Chow, M. (2012). *The derivative action: an economic, historical and practice-oriented approach*. Excerpt: Cambridge University Press.
202. Quintyn, M., Ramirez, S., & Taylor, M. (2007). The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisory. *IMF Working Paper*, 7(25).
203. R (Datafin plc) v. Panel on Take-overs and Mergers (1986). QB 815.
204. Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88, 559-586.
205. Ramsay, M. I., & Saunders, B. B. (2006). Litigation by shareholders and directors: an empirical study of the statutory derivative action. *Journal of Corporate Law Studies*, 6(2), 397-446.
206. Recommendation 2013/396/EU on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in EU countries.
207. Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2015). Shareholder Engagement at European General Meetings, преузето са [http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper\\_817.pdf](http://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper_817.pdf).
208. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, преузето са [http://www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf).
209. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf).

210. Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels, 2011, преузето ca  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/reflectiongroup\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf)
211. Ribstein, E. L. (2005). *Sarbanes-Oxley After Three Years*. *New Zealand Law Review*.
212. Ringe, W.G. (2016). *The Deconstruction of Equity: Activist Shareholders, Decoupled Risk and Corporate Governance*. Oxford, UK: Oxford Press.
213. Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59 (2), 197-216.
214. Romano, R. (1992). A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation. *Yale Journal of Regulation*, 9(119).
215. Rotem, Y. (2013). The Law Applicable to a Derivative Action on Behalf of a Foreign Corporation— Corporate Law in Conflict. *Cornell International Law Journal*, 46, 321-360.
216. Ruback, R., & Jensen, M. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
217. Saharay, H. K. (2008). *Company Law* (5th ed.). New Delhi: Universal Law Publishing Co. Pvt. Ltd.
218. Sauvant, K. (2016). *The Evolving International Investment Law and Policy Regime: Ways Forward*. Geneva: International Centre for Trade and Sustainable Development (ICTSD) and World Economic Forum.
219. Schmitthoff, C. (Ed.). (1987). *Palmer's Company Law* (24th Ed). London: Stevens&Sons Ltd.
220. Schreuer, C. H. (2005). Shareholder Protection in International Investment Law. *TDM*
221. SEC Release No.34-57172: Electronic Shareholder Forums, [forum.com/Reference/20080118\\_SEC-rules.pdf](http://forum.com/Reference/20080118_SEC-rules.pdf)
222. Second Council Directive of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent (77/91/EEC)
223. Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, LII (52), 737–783.



224. Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), 105-122.
225. Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
226. Siems, M. (2004). The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive, *ECFR*, 4, 458-476.
227. Sinclair, A. (2004). The Origins of the Umbrella Clause in the International Law of Investment Protection. *Arbitration International*, 20 (4), 411-434.
228. Sjøfjell, B. (2005). *The Golden Mean or a Dead End?: The Takeover Directive in a shareholders versus Stakeholder perspective*. Презентовано на CECL konferenciji European Company Law in Accelerated Progress, Холандија, Универзитет у Лајдену.
229. Slaughter and May (2016). *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*. UK: Slaughter and May.
230. Slaughter, A. (2004). *A New World Order*. Princeton: Princeton University Press.
231. Sornarajah, M. (2010). *The International Law on Foreign Investment*. Cambridge, Cambridge University Press.
232. Southern African Development Community. (2012). SADC Model Bilateral Investment Treaty Template with Commentary.
233. Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-explain Principle.
234. Stigler, G. (1964). Public regulation of the securities market. *Journal of Business* 37 (2), 117–142.
235. Stohlmeier, Th. (2002). *German Public Takeover Law*. The Hague-London-New York: Kluwer Law International.
236. Subramanian, G. (1998). A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill. *Delaware Journal of Corporation Law*, 23(2), 375 – 402.
237. The Forum of European Securities Commissions. (2001). *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of business Rules for Investor Protection*.
238. The Multilateral Agreement on Investment, commentary to the consolidated text, преузето са [www.oecd.org/daf/investment](http://www.oecd.org/daf/investment).
239. The Panel on Takeovers and Mergers. (2016). *The City Code on Takeovers and Mergers*. USA: RR Donelley.

240. Thomas, R. S., & Thompson, R. B. (2012). Empirical studies of representative litigation. *Research Handbook and the Economic of Corporate Law*, 152-170.
241. Thompson, J. (2009): Direct Harm, Special Injury or Duty Owed: Which Test Allows for the Most Shareholders Success in Direct Shareholders Litigation. *The Journal of Corporation Law*, 35(1), 220-222.
242. Thompson, J. (2013). A Global Comparison of Insider Trading Regulations. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(1), 2.
243. Tountopoulos, D. V. (2014). Market Abuse and Private Enforcement. *European Company and Financial Law Review*, 11(3), 303-305.
244. Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford: Oxford University Press.
245. Tricker, R.I. (1994). The board's role in strategy formulation - Some cross-cultural comparisons. *Futures*, 26(4), 403-415.
246. Truitt, W. (2006). *The corporation*. Westport, USA, London, UK: Greenwood Press.
247. Trustees of Dartmouth College v. Woodward (1819). 17 U.S. 518.
248. Useem, M. (1993). *Shareholder power and corporate reorganization*. Cambridge: Harvard University Press.
249. Vandavelde J. K. (2005). A Brief History of International Investment Agreements, *Davis Journal of International Law&Policy*, 12(1), 158-193.
250. Varrenti, A., Cuevas, F, & Hurlock, M. (2011). *Shareholders' Rights: Jurisdictional Comparisons*. London, UK: The European Lawyer Future Lex Limited.
251. Ventrizzo, M. (2006). The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?. *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 06-07.
252. Wedderburn, K. W. (1957). Shareholders' Rights and the Rule in Foss v. Harbottle. *Cambridge Law Journal*, 15(2), 194-198.
253. Weinbert, M.A., Blank M.V., & Greystoke, A.L. (1979). *Takeovers and Mergers* (4th Ed.). London: Sweet & Maxwell.
254. West v. Randall (1820). 29 F.Cas (No.17,424) (C.C.D.R.I.).
255. Weston, F., Chung, K., & Hoag, S. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. USA: Prentice Hall.
256. Wild, C. & Weinstein, S. (2011). *Smith and Keenan's Company Law*. Harlow, Essex, England: Pearson Education Limited.

257. Wirth, G., Arnold, M., Morshäuser, R., & Greene, M. (2010). *Corporate Law in Germany* (2nd Ed). München: Verlag C.H. Beck.
258. World Bank Group. (2010). *Investment Law Reform: A Handbook for Development Practitioners*. Washington, DC: World Bank.
259. Yarrow, G.K. (1985). Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process. *Journal of Industrial Economics*, vol.34 no.1.
260. Zetsche, D. (2008). Shareholder passivity, cross-border voting and the Shareholder Rights Directive. *Journal of Corporate Law Studies*, 8(2), 289–336.

## **КОРИШЋЕНИ ПРАВНИ ИЗВОРИ**

### **A. Међународни правни извори**

1. Agreement among the Government of Japan, the Government of the Republic of Korea and the Government of the People's Republic of China For the Promotion, Facilitation and Protection of Investment, (13 May 2012).
2. Asian Agricultural Products Ltd. v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka. (June 1990). ICSID (W. Bank) Case No. ARB/87/3
3. Audiolux SA and Others. v. Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) and Others and Bertelsmann AG and Others (2009). C-101/08.
4. *CMS Gas Transmission Company v. Republic of Argentina*. (2003). Decision on Jurisdiction, 42 ILM 2003
5. Companies Act 2006 (UK).
6. *Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedom*, opened for signature 4th November 1950.
7. Council Directive 2001/86/EC supplementing the Statute for a European company with regard to the involvement of employees.
8. Council Directive 2013/24/EU of 13 May 2013 adapting certain directives in the field of company law, by reason of the accession of the Republic of Croatia.
9. Council Regulation (EC) No 1435/2003 on the Statute for a European Cooperative Society (SCE).
10. Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE).
11. Council Regulation (EEC) No 2137/85 on the European Economic Interest Grouping (EEIG).

12. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).
13. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.
14. Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC.
15. Directive 2007/36/EC of European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies.
16. Directive 2007/44/EC of the European Parliament and of the Council of 5 September 2007 amending Council Directive 92/49/EEC and Directives 2002/83/EC, 2004/39/EC, 2005/68/EC and 2006/48/EC as regards procedural rules and evaluation criteria for the prudential assessment of acquisitions and increase of holdings in the financial sector.
17. Directive 2009/101/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and third parties, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 48 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent.
18. Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC Text with EEA relevance.
19. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive).
20. Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes.
21. Enron Corp. & Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic. (Jan. 2004). ICSID (W. Bank) Case No. ARB/01/3, 44, 49.
22. Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies.
23. Gami Investments, Inc. v. Mexico. (Nov. 2004) 37, UNCITRAL.
24. Gaubert v. United States. (1989) 855 F.2d 1284
25. Johnson v Gore Wood & Co. (2000). [2000] UKHL 65; [2002] 2 A.C. 1

26. Lanco Int'l, Inc. v. Argentine Republic. (Dec. 1998). ICSID (W. Bank) Case No. ARB/97/6
27. Meyer v. Fleming (1946). 327 U.S. 161.
28. Multilateral Investment Guarantee Agency (of the World Bank), MIGA, [www.miga.org](http://www.miga.org).
29. North American Free Trade Agreement (NAFTA) (1992), ступио на снагу 01.01.1994.
30. Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.
31. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.
32. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance.
33. U.S. Model Bilateral Investment Treaty. (2012), <https://www.state.gov/documents/organization/188371.pdf>
34. Williams Act (USA).
35. Zakon o gospodarskih družbah, *Uradni list RS*, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15 i 15/17.
36. Zakon o preuzimanju deoničkih društava, *Narodne novine*, broj 109/07, 36/09, 108/12, 90/13 i 148/13.
37. Zakon o prevzemih, *Uradni list RS*, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.
38. Zakon o trgovačkim društvima, *Narodne novine*, broj 111/93, 34/99, 52/00 – Odluka USRH, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11 – Kazneni zakon, 152/11(pročišćeni tekst), 111/12, 68/13 i 110/15.
39. Zakon o tržištu kapitala, *Narodne novine*, broj 88/08, 146/08, 74/09, 54/2013, 159/13, 18/15, 110/15.
40. Закон за преземање на акционарски друштва, *Службен весник на Република Македонија*, бр. 69/2013, 188/2013, 166/2014.

41. Закон за трговските друштва, *Службен весник на Република Македонија*, број 28/2004, 84/2005, 25/2007, 87/2008, 42/10, 48/10, 24/11, 166/12, 70/13, 119/13, 120/13, 187/13, 38/14, 41/14, 138/14, 88/15, 192/15, 6/16 и 30/16.
42. Закон о хартии од вредности, *Службен весник на Република Македонија*, број 95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010 и 13/2013).

## **В. Домаћи правни извори**

1. Закон о акцијском фонду, *Службени гласник РС*, бр. 38/2001 и 45/2005.
2. Закон о ванпарничном поступку, *Службени гласник РС*, бр. 25/82 и 48/88 и *Службени гласник РС*, бр. 46/95 - др. закон, 18/2005 - др. закон, 85/2012, 45/2013 - др. закон, 55/2014, 6/2015 и 106/2015 - др. Закон.
3. Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ* бр.29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр.31/93 и *Службени лист СЦГ* бр.1/2003.
4. Закон о парничном поступку, *Службени гласник РС* бр. 72/2011, 49/2013 – одлука УС, 74/2013 – одлука УС и 55/2014.
5. Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације, *Службени гласник РС*, бр. 123/2007.
6. Закон о предузећима, *Службени лист СРЈ*, бр. 29/96, 33/96 - испр., 29/97, 59/98 и 74/99.
7. Закон о предузећима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 77/88, 40/89, 46/90 и 61/90 и *Службени лист СРЈ*, бр. 24/94 - др. Закон.
8. Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016.
9. Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 65/2008, 792/2009 и 59/2013.
10. Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени лист РЦГ*, број 18/2011
11. Закон о приватизацији, *Службени гласник РС*, бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - др. закон, 30/2010 - др. закон, 93/2012, 119/2012, 51/2014 и 52/2014 - одлука УС.
12. Закон о приватизацији, *Службени гласник РС*, бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - др. закон, 30/2010 - др. закон, 93/2012, 119/2012, 51/2014 и 52/2014 - одлука УС.
13. Закон о приватизацији, *Службени гласник РС* бр. 83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016 – аутентично тумачење.

14. Закон о приватизацији, *Службени гласник РС*, бр.83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016 – аутентично тумачење.
15. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 127/2008, 58/2009, 100/2011 и 67/2013.
16. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр.125/2004.
17. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр.36/2011, 99/2011, 83/2014 и 5/2015.
18. Закон о привредним друштвима, *Службени лист РЦГ*, бр. 6/2002, *Службени лист ЦГ*, бр. 17/2007, 80/2008, 40/2010, 73/2010 и 36/2011, 40/2011.
19. Закон о ратификацији Европске конвенције за заштиту људских права и основних слобода, *Службени лист СЦГ – Међународни уговори*, бр.9/2003, 5/2005, 7/2005 и *Службени гласник РС – Међународни уговори* бр.12/2010.
20. Закон о рачуноводству, *Службени гласник РС*, бр. 62/2013.
21. Закон о својинској трансформацији, *Службени гласник РС*, бр.32/97 и 10/2001.
22. Закон о својинској трансформацији, *Службени гласник РС*, бр.32/97 и 10/2001.
23. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр.31/2011, 112/2015 и 108/2016.
24. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006.
25. Закон о тржишту хартија од вриједности, *Службени гласник РС*, бр. 92/2006, 34/2009, 8/2012 – одлука УС, 30/2012, 59/2013, 86/2013 – одлука УС, 108/2013 и 4/2017.
26. Закон о улагањима, *Службени Гласник РС*, бр.89/2015.
27. Закон о уређењу судова, *Службени гласник РС*, бр. 116/08, 104/09, 101/10, 31/11 – др. закон, 78/11 – др. закон, 101/11 и 101/13.
28. Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, *Службени гласник РС*, бр. 48/91, 75/91, 48/94 и 51/94.
29. Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, *Службени гласник РС*, бр. 48/91, 75/91, 48/94 и 51/94.
30. Законик о кривичном поступку, *Службени гласник РС*, бр. 72/2011, 101/2011, 121/2012, 32/2013, 45/2013 и 55/2014.
31. Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени лист СРЈ*, бр. 65/2002.

32. Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005 - др. закон, 85/2005 - др. закон и 46/2006 - др. Закон.
33. Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе а.д. бр.04/2 бр.2153/08 од 09.07.2008.године.
34. Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, *Службени гласник РС*, бр. 99/2012.
35. Кривични законик, *Службени гласник РС*, бр.85/2005, 88/2005-испр.,107/2005 – испр.,72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013 и 108/2014.
36. Одлука Уставног суда ИУз-51/2012 од 23.05.2013.године.
37. Правилник о дисциплинском поступку и дисциплинској одговорности чланова Берзе и овлашћених брокера 01/1бр.9207/14, од 20.10.2014. године.
38. Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности од 22.03.2016.године.
39. Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд бр.04/2 бр.6848.
40. Правилник о надзору, *Службени гласник РС*, бр.68/206 и 15/2017.
41. Правилник о објављивању инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и о одређивању оправданих интереса издавоца у сврху необјављивања, *Службени гласник РС*, бр. 89 од 25. новембра 2011.
42. Пресуда Вишег трговинског суда, Пж.9305/07 од 10.07.2008.године.
43. Пресуда Врховног касационог суда, Прев 171/2014 од 18.12.2014. године.
44. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж. 7572/2013 од 11.4.2014. године.
45. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж. 9332/2010 од 05.05.2011.године - Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2012.
46. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж. Бр.3980/2012 од 05.12.2013.године.
47. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж.12674/2010 од 05.05.2011.године – Судска пракса привредних судова – Билтен бр.01/2012.
48. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж.13164/10 од 11.05.2011.године.
49. Пресуда Привредног апелационог суда, Пж.395/2011 од 13.10.2011.године - Судска пракса привредних судова - Билтен бр. 1/2012.
50. Пресуда Привредног суда у Београду, Пк 2050/10 од 31.05.2011. године.
51. Пресуда Привредног суда у Београду, Пк.309/2014 од 28.01.2016.године.



52. Решење Вишег трговинског суда, Пвж. 144/2008 од 20.3.2008. године.
53. Решење Вишег трговинског суда, Пвж.335/07 од 24.05.2007.године.
54. Решење Вишег трговинског суда, Пж. 7221/2007 од 17.4.2008. године.
55. Решење Вишег трговинског суда, Пж.7753/07 од 03.10.2007.године.
56. Решење Вишег трговинског суда, Пж.9464/07 од 11.06.2008.године.
57. Решење Београдске берзе Д 04/5 број 1726/10 од 10.05.2010.године.
58. Решење Комисије за хартије од вредности бр. 6/0-17-3671/149-11 од 31.12.2014.године.
59. Решење Комисије за хартије од вредности бр. 6/0-17-3671/206-11 од 25.03.2016.године.
60. Решење Комисије за хартије од вредности бр. 6/0-17-3671/248-11 од 15.07.2016.године.
61. Решење Комисије за хартије од вредности бр.4/0-32-3258/10-16 од 09.12.2016. године.
62. Решење Комисије за хартије од вредности бр.6/0-17-3671/38-11 од 06.03.2014.године Решење Комисије за хартије од вредности бр.6/0-17-3671/122-11 од 11.07.2014.године.
63. Решење Комисије за хартије од вредности бр.6/0-17-3671/38-11 од 05.03.2013.године.
64. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.141/2010 од 18.03.2010.године - Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2010.
65. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.522/2013 од 18.07.2003.године.
66. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.591/2015 од 19.11.2015.године.
67. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.77/2016 од 25.02.2016.године.
68. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.95/2010 од 12.02.2010.године.
69. Решење Привредног апелационог суда, Пж 337/13 од 28.02.2013.године.
70. Решење Привредног апелационог суда, Пж.107/2010 од 29.04.2010.године - Судска пракса привредних судова – Билтен бр.1/2011.
71. Решење Привредног апелационог суда, Пж.12148/10 од 12.10.2011.године.
72. Решење Привредног апелационог суда, Пж.1753/2013 од 21.03.2013.године.
73. Решење Привредног апелационог суда, Пж.7251/11 од 20.10.2011.године.
74. Решење Привредног апелационог суда, Пвж.119/2010 од 24.02.2010.године.
75. Решење Привредног суда у Зајечару, П.413/2016 од 26.12.2016.године.
76. Решење Привредног суда у Зајечару, Р.бр.24/2015 од 09.12.2015.године.

77. Решење Привредног суда у Зајечару, Р.бр.5/2015 од 29.09.2015.године.
78. Решење Привредног суда у Краљеву, 4.Р.50/2012 од 21.03.2012.године.
79. Решење Трговинског суда у Зајечару, П.бр.651/07 од 12.09.2007.године.
80. Уредба о поступку евиденције запослених и бивших запослених који имају право на пренос акција без накнаде, *Службени гласник РС*, бр.3/2008 и 31/2008.

## **КОРИШЋЕНИ ИНТЕРНЕТ ИЗВОРИ**

### **А. Домаћи интернет извори**

1. Централни регистар хартија од вредности, [www.crhov.rs](http://www.crhov.rs).
2. Историјат Београдске берзе, преузето са [http://www.belex.rs/o\\_berzi/istorijat](http://www.belex.rs/o_berzi/istorijat).
3. Комисија за хартије од вредности, [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_remository&Itemid=47&func=select&id=156](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=select&id=156).

### **В. Страни интернет извори**

1. Directorate-General for internal policies, Policy department, citizens' rights and constitutional affairs, European Parliament, European Union, [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/juri/dv/pe462463\\_pe462463\\_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/dv/pe462463_pe462463_en.pdf).
2. International Governance Corporate Network, ICGN. [www.icgn.org](http://www.icgn.org).
3. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), [www.iosco.org](http://www.iosco.org).
4. OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
5. Securities and Exchange Commission (SEC), преузето са <https://www.sec.gov>.
6. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) <http://investmentpolicyhub.unctad.org/IIA>.

## БИОГРАФИЈА КАНДИДАТА

Марија Тасић је рођена 30.07.1972.године у Нишу. Основну школу завршила је у Кладову, а гимназију „Стеван Сремац“ у Нишу, где је наставила и даље школовање.

Правни факултет Универзитета у Нишу уписала је 1991.године и исти завршила 1995.године, са просечном оценом 8,55. На IV години студија проглашена је за најбољег студента, са просечном оценом 9,28.

Октобра 1995.године је уписала Магистарске студије на Смеру за међународно право и на магистарским студијама положила усмени испит из предмета Методологија правних и друштвених наука са оценом 10, одбранила семинарске радове на тему „Мировне операције у пракси УН са посебним освртом на БиХ“, као и „Корпоративно управљање“. Усмени магистарски испит из предмета Међународно приватно, Међународно трговинско и Међународно јавно право положила је са одликом. Магистарске студије је завршила на Правном факултету за привреду и правосуђе у Новом Саду, одбранивши магистарску тезу „Правни аспекти аквизиције акционарских друштава“ новембра 2014.године, када је стекла звање магистар правних наука.

Правосудни испит у Министарству правде положила је у јануару 1998.године.

Током рада, стекла је велико искуство у области примене Привредног, Корпоративног и Берзанског права, јер се бавила претежно пружањем правних савета из области приватизације, преузимања акционарских друштава на организованом тржишту капитала, пореским аспектима и другим питањима из области привредног права и пословања привредних друштава. Приликом заступања клијената, страних физичких и правних лица, најчешће у улози инвеститора, имала је прилику да се ближе упозна и примењује релевантне прописе који се односе на стране инвеститоре, бројне билатералне уговоре о избегавању двоструког опорезивања, као и девизне прописе с тим у вези.

Поред наведеног, присуствовала је и учествовала на бројним конференцијама и едукацијама као што су: Савет Европе Стразбур – Семинар на тему људских и мањинских права, Конференције Београдске берзе, Бањалучке берзе, Монтенегро берзе, Dow Jones Indexes семинар, Копаоник бизнис форум, Школа природног права Копаоник, Право и привреда Врњачка Бања и др. У својству предавача је више пута излагала у Привредним коморама у Србији, у оквиру Белгијско-српске

пословне асоцијације, као и ЦЕДЕФ форума који се бави енергетском ефикасношћу у Србији.

Поред наведених активности и учествовања на семинарима, објавила је и више стручних радова и то:

1. „Стандардни и регулаторни механизми иницијалне јавне понуде: (не)могућност имплементације у Србији“, Право и привреда, бр.5-8/2009, година XLVI, страна 635-648
2. „Правни аспекти издавања и конверзије заменљивих обвезница“, Правни живот, Удружење правника Србије, Београд, број 12/2008, година LVII, страна 147-164
3. „Продаја акција у поступку банкротства и издавање и поништај акција у поступку реорганизације“, Нека актуелна питања у стечају, зборник радова, Београд 2010, стране 196-211
4. Tijana Kojović and Marija Tasić, Chapter 46: Serbia, in European Mergers & Acquisition Review, Second edition (ed. Simon Robinson), Law Business Research, 2008

Након завршених студија запослила се у Општинском суду у Нишу на радном месту судијског приправника и стручног сарадника у периоду од 1996-1999.године.

У периоду од 1999-2002.године радила је као адвокат уписан у Адвокатску комору Ниш.

Од јуна 2002-2006.године обављала је послове генералног директора у Брокерско-дилерском друштву „ММК Group“ а.д. Ниш, након чега је од 2006.-2008.године радила на позицији извршног директора у Брокерско-дилерском друштву „M&V Investments“ а.д. Нови Сад.

Од 2008.године ради као адвокат у Београду, и оснивач је адвокатске кацеларије „Тасић & Партнери“.

У току рада, била је члан бројних тела, управних одбора и др. и то:

- 2014 – правни саветник С.Р.Е.А.М алијансе за јавно-приватна партнерства при Европској Унији
- 2013- Члан Надзорног одбора Белгијско-српске пословне асоцијације

- 2012 – Члан Управног одбора Српске асоцијације малих и средњих предузећа
- 2010 – Оснивач друштва Active See Project д.о.о.
- 2009- Члан Иницијалног одбора за оснивање Фонда „Лаза Костић“
- 2008 – Члан Управног одбора Management Company Rose Capital
- 2008 – Члан Управног одбора Инвест брокер а.д. Подгорица
- 2007 – Члан дисциплинске комисије при Удружењу брокера Србије
- 2007 - Члан Управног одбора Телефонкабл а.д. Београд
- 2006 – Члан одбора за женско предузетништво у Привредној комори Ниша
- 2006 – Члан одбора за банкарство у Привредној комори Ниша.