

др Јелена ЛЕПЕТИЋ  
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

## АКТИВИЗАМ АКЦИОНАРА

### Резиме

*Аутор у овом раду даје одговор на питање шта се подразумева под активизмом акционара, имајући у виду улогу акционара у корпоративном управљању. Након дефинисања активизма акционара и анализирања његових облика, аутор посебно указује на потребу разликовања пожељног и непожељног активизма акционара. С обзиром на то да пасивни акционари не би требало да имају кључну улогу у корпоративном управљању, важно је пронаћи адекватан метод за одређивање активизма акционара. Као прелиминарна питања, анализирана су права акционара чијим се вршењем акционари ангажују, као и сам појам акционара у српском праву. Аутор даље разматра појаву раздвајања управљачких и економских права и њен утицај на активизам акционара. На крају, узимајући у обзир да је право власа кључно управљачко право акционара, у раду су посебно анализирани искључење права власа акционара и модерни начини кувовине власова: изв. изразно власање, нејавно власање и скривено претварајуће власништво.*

**Кључне речи:** активизам акционара, права акционара, раздвајање управљачких и економских права акционара, кувовина власова.

## I Увод

Права и обавезе акционара одавно су у фокусу теоријских анализа компанијскоправних стручњака. Модерно доба донело је са собом разне промене и дилеме у вези са корпоративним управљањем. Данас се оправдано може поставити питање која је улога акционара у моделу корпоративног управљања, као и да ли се на њих као контролоре може и треба ослонити. Овде треба посебно имати у виду први агенцијски проблем – сукоб интереса акционара и управе.<sup>1</sup> Од степена очекивања и вере у акционаре као значајне чиниоце корпоративног управљања, зависи како ће законодавац предвидети њихова права, али и обавезе. Усвајање нове Директиве бр. 828/2017 о подстицању дугорочног ангажовања акционара представља доказ да европски законодавац није изгубио веру у акционаре као контролоре управе привредних друштава.<sup>2</sup> Наиме, ангажовање акционара је и даље изузетно значајан део корпоративног управљања.<sup>3</sup> С друге стране, основни разлог за сумњу у акционаре је њихова пасивност, будући да без ангажовања нема ни контроле. Постоје јасне индикације да се на акционаре не треба превише ослањати. На то нас подсећају последице финансијске кризе из 2008-2009. године. Акционари који нису активни – пасивни акционари не смеју да буду кључни фактор корпоративног управљања.<sup>4</sup> Због тога, подстицање активизма акционара представља важан сегмент корпоративног управљања.

Активизам акционара обухвата разне облике ангажовања акционара. Акционари се ангажују вршењем својих права. Активизам акционара се не односи само на вршење права гласа, иако оно јесте централно управљачко право акционара, већ и на вршење других помоћних управљачких права акционара. Мере којима би се олакшало вршење права акционара уједно би биле и мере за подстицање активизма акционара. Поред тога, акционари предузимају радње да би извршили своје обавезе, па је свакако и тада реч о ангажовању акционара у ширем смислу. Активизам акционара се односи на ангажовање акционара у ужем смислу, односно на вршење права акционара којим акционари суштински контролишу управу, односно утичу на управљање друштвом. Због

1 Вид. више о агенцијским проблемима у Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Београд, 2007, 20 и даље.

2 Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, *OJ L* 132, 20.5.2017, pp. 1–25.

3 Hanne S. Birkmose, „Forcing Shareholder Engagement: Theoretical Underpinning and Political Ambitions“, *European Business Law Review*, No. 4/2018, 615.

4 H. S. Birkmose, 615.

тога, активизам и ангажовање могу имати исто значење, односно могу се наизменично користити.

Приликом избора технике за подстицање ангажовања акционара, треба имати у виду да активизам акционара не може сам себи да буде циљ. У том смислу, треба омогућити акционарима да се приликом уписа акција одреде да ли и у којој мери желе да утичу на управљање друштвом. Чињеница да акционар има право гласа сама по себи не гарантује да ће он то право и вршити, односно да ће гласати. Другачије речено, акционарима треба пружити могућност избора. На пример, акционар који упише преференцијалне акције, унапред се одриче права гласа у вези са већином питања. Укидање могућности издавања преференцијалних акција, с друге стране, не би аутоматски било стимуланс акционарима да се више ангажују, иако би се тада подразумевало да сваки акционар има право гласа о свим питањима. Акционари који се одреде за акције са правом гласа својим избором показују да јесу заинтересовани за утицај на управљање друштвом. На законодавцу је да акционарима олакша вршење права гласа и да омогући друштву да сазна идентитет акционара како би они међусобно остварили комуникацију. То је посебно значајно за котирана друштва, што је и став европског законодавца, који је видљив у Директиви бр. 828/2017.<sup>5</sup>

## II Појам и врсте

Активизам акционара је препознат као значајан сегмент корпоративног управљања на нивоу Европске уније. То се може закључити на основу предвиђених механизма за унапређење права акционара и механизма чија је сврха побољшање контролне функције акционара.<sup>6</sup> Предвиђени механизми контроле у вези са пословима са повезаним лицима представљају пример залагања да се акционарима олакша контролна функција коју би требало да имају. Европска комисија је још 2012. године усвојила Акциони план: Европско компанијско право и корпоративно управљање – модерни правни оквир за веће ангажовање акционара и бољу одрживост друштава.<sup>7</sup> Да би се циљ остварио, односно да би механизми били ефикасни, потребно је прво препознати

5 Вид. у том смислу рецитал 4 Директиве бр. 828/2017.

6 Вид. нпр. Mette Neville, „Shareholder Activism: The Dubious Shareholder Revisited“, *Shareholders' Duties* (ed. Hanne S. Birkomose), Alphen aan den Rijn, 2017, 175.

7 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, Strasbourg, 12. 12. 2012 COM(2012) 740 final.

разлоге пасивности акционара. Ти разлози су бројни. Неки од њих су: трошкови контроле и вршења права гласа, посебно када је реч о прекограничном гласању, потенцијални сукоб интереса институционалних инвеститора као акционара и интереса самог друштва, проблем „слепих путника“ (енг. *free rider*), концентрисана власничка структура, односно недостатак дисперзије и неликвидност тржишта и друго.<sup>8</sup>

Промовисање тзв. активног власништва представља важан механизам у борби против пасивности акционара. Термин власништво јесте уобичајен у овом контексту, али само одређење акционара као власника акције захтева додатна објашњења. Акција се често дефинише као „скуп права и обавеза“<sup>9</sup>, због чега се најчешће говори о имаоцу акционарских права. Питање природе акционарских права је изведено из проблематике природе дематеријализованих хартија од вредности. То је посебно значајно за спољне односе акционара, док се у интерним односима (односно са друштвом), мора нагласити да акционар није власник друштва.<sup>10</sup> Закони који регулишу привредна друштва и тржиште капитала говоре о власништву над хартијама, чиме експлицитно потврђују примену разних института стварног права на акције, па се може прихватити став да су акције материјализоване у електронске записе.<sup>11</sup> Због тога, сама дематеријализација акција не подразумева аутоматски непостојање права на хартији, односно права својине над акцијама.<sup>12</sup> Такође, треба имати у виду да право својине над акцијама није трајно, узимајући у обзир постојање института принудног откупа акција, иако трајност, уопштено говорећи, јесте карактеристика права својине.<sup>13</sup>

8 M. Neville, 177–178.

9 Iris H-Y Chiu, „The Meaning of Share Ownership and the Governance Role of Shareholder Activism in the United Kingdom“, *Richmond Journal of Global Law and Business*, Vol. 8, No. 2/2008, 119.

10 У Србији је недавно донет Закон о централној евиденцији стварних власника (*Службени гласник РС*, бр. 41/2018) који се односи на сва привредна друштва осим јавног акционарског друштва. Српски законодавац говори о власницима правних лица, што укључује и привредна друштва, иако треба имати у виду да акционари нису власници друштва него власници акција. У стварне власнике правног лица убраја, између осталог, физичко лице које непосредно поседује 25% или више акција регистрованог субјекта. Законодавац под власништвом подразумева „економско власништво“.

11 Вид. Мирјана Радовић, *Чување и администрирање (дејозити) хартија од вредности*, Београд, 2014, 191–192 и 195.

12 Другачији став подразумева да имаоци акција имају својину на рачуну на којем су уписане акције, али не и својину на акцијама. Тако Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, 439.

13 I. H-Y Chiu, 119; Обрен Станковић, Миодраг Орлић, *Стварно право*, Београд, 2014, 58.

Акционар би, према природи ствари, требало да се ангажује да би заштитио своје улагање. Полазећи од те претпоставке, може се закључити да није оправдано предвидети било какву обавезу ангажовања акционара. У том контексту, активизам акционара се може сматрати механизмом самопомоћи за заштиту улагања.<sup>14</sup> Већински акционари имају велики економски ризик, па је природно очекивати да ће се ангажовати да би утицали на управљање друштвом. Мањински акционари, с друге стране, могу да изаберу да не врше право гласа мислећи да њихов глас неће ништа променити. Због тога, активизам акционара обично подразумева радње којима акционар самостално или колективно са другима предузима радње којима утиче на управљање друштвом не покушавајући да стекне контролу.<sup>15</sup> Промоција ангажовања мањинских акционара је оправдани циљ законодавца који има намеру да промовише интерес друштва као такав, чиме се спречава доношење одлука које одговарају само појединцима (лични интерес). С друге стране, јасно је да акционари немају обавезу да се ангажују. Наиме, акционари немају обавезу да врше своја права ни према теорији заступништва у корпоративном управљању (енг. *agency theory*), према којој се акционари схватају као заступана лица, ни према својинској теорији када се сматрају власницима (енг. *property rights theory*).<sup>16</sup> Дакле, законски оквир мора бити такав да акционара подстиче на ангажовање.

Постоје различите врсте ангажовања акционара. Само ангажовање може, али и не мора бити у интересу привредног друштва, па се према том критеријуму може поделити на „добро” и „лоше”, односно „пожељно” и „непожељно” ангажовање акционара. Дакле, не може се тврдити да је свако ангажовање добро, а тиме ни добродошло, или, другачије речено, активно власништво не може да буде само себи циљ. Пожељно је одговорно ангажовање акционара, које доприноси дугорочној одрживости привредног друштва.<sup>17</sup> Према временском критеријуму, ангажовање може бити дугорочно или краткорочно. Преовлађујући је став у теорији да треба дати предност дугорочном активном власништву (енг. *long-termism*) наспрам краткорочном власништву (енг. *short-termism*), као мање пожељном.<sup>18</sup> Свакако да постоје и другачија мишљења, према којима краткорочно ангажовање није лоша појава, па се против ње ни не треба борити. Конкретно, поједини аутори тврде да нема довољно

14 I. H-Y Chiu, 142.

15 Bernard S. Sharfman, „A Theory of Shareholder Activism and Its Place in Corporate Law”, *Tennessee Law Review*, Vol. 82, No. 4/2015, 804.

16 H. S. Birkmose (2018), 623.

17 Вид. M. Neville, 175.

18 Вид. M. Neville, 179.

доказа да је краткорочно власништво опасна појава.<sup>19</sup> Такође, не може се порећи чињеница да дугорочно власништво и само има мане. Оно доприноси појави тзв. поткопавања (извлачење средстава из друштва), неефикасности управљачке структуре, непроменљивости, прецењености улагања и друго.<sup>20</sup>

### III Подстицање и спречавање ангажовања

За поделу активног власништва на пожељно, мање пожељно и непожељно власништво, кључан је интерес привредног друштва и трајање својства акционара. Временски фактор је одлучујући у погледу награђивања лојалних акционара, чија се лојалност обично процењује на основу трајања својства акционара. Награђивање акционара представља начин одвраћања акционара од продаје акција. Лојални акционари могу бити награђени јачањем њихових управљачких или економских права. Ове две технике награђивања немају исти ефекат на активизам акционара. Гласови за лојалност су свакако, у том смислу, значајнији него дивиденде за лојалност, будући да гласови акционарима директно омогућавају већи утицај на управљање друштвом. У случају дивиденди за лојалност, степен њиховог утицаја на управљање друштвом, односно број гласова, остаје исти. У српском праву предвиђено је правило једна акција – један глас, па није могуће наградити акционаре додељивањем специјалног права гласа. Ова техника подстицања активизма акционара свакако завређује пажњу и обраду у посебном раду.

Насупрот опште потребе да се акционари подстакну на ангажовање, постоје и ситуације када је неопходно спречити их да се ангажују. Реч је о случајевима када треба заштитити привредно друштво, друге акционаре и улагаче, односно када треба елиминисати утицај акционара са личним интересом. То се постиже предвиђањем ограничења у вези са правом гласа акционара. Другачије речено, да би нежељено гласање било спречено, примењује се механизам суспензије права гласа, који може али и не мора бити везан за право акционара да учествује у дискусији у оквиру тачке дневног реда у вези са којом му је право гласа искључено.<sup>21</sup> Дакле, непожељно ангажовање акционара могуће је спречити искључењем права гласа акционара, чиме се привремено раздвајају управљачка и економска права. С једне стране, право гласа

19 Tako Therese Strand, „Short-Termism in the European Union“, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 22, No. 1/2015, 32.

20 T. Strand, 32.

21 Вид. више у Јелена Лепетић, *Компанијскојравни режим сукоба интереса – дужности лојалности*, Београд, 2015, 252-253.

може да буде суспендовано само у погледу конкретне тачке дневног реда, када се обично говори о искључењу права гласа, док је, с друге стране, могуће предвидети суспензију права гласа за сва питања у одређеном временском периоду. Суспензија права гласа може имати превентивни или казнени карактер. У Закону о привредним друштвима, предвиђено је искључење права гласа акционара када се одлучује о ослобађању од обавеза или смањењу обавеза тог акционара, покретању или одустајању од спора против њега и одобравању послова у којима тај акционар има лични интерес.<sup>22</sup> Реч је, дакле, о превентивном механизму. Према Закону о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности доноси решење о одузимању права гласа акционару који не испуни обавезе у вези са обавештавањем о значајним учешћима.<sup>23</sup> Комисија одузима право гласа и лицу које стекне или пређе квалификовано учешће у организатору тржишта без претходне сагласности за то стицање, што важи и за стицање квалификованог учешћа у брокерско-дилерском друштву.<sup>24</sup> У та два случаја, суспензија има казнени карактер. У закону којим је регулисано преузимање акционарских друштава, такође постоје примери искључења права гласа акционара. Тако је право гласа акционара у својству понуђача и лица која са њим заједнички делују искључено од дана објављивања обавештења о намери преузимања до дана објављивања извештаја о преузимању.<sup>25</sup> Треба истаћи да овде није реч о санкцији, већ о превентивном механизму заштите осталих акционара. С друге стране, акције понуђача, односно стицаоца и лица која са њим заједнички делују, немају право гласа када није поднет захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање у законском року, или ако понуда није објављена након што је Комисија за хартије од вредности одобрила објављивање, као и периоду од када Комисија одбије или одбаци захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање до одобрења објављивање те понуде, што је пример комбинације суспензије као санкције и суспензије као превенције.<sup>26</sup> Примери суспензије права гласа постоје и у праву Европске уније.<sup>27</sup> Акционарима могу бити

22 Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 9/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015 и 44/2018, чл. 362.

23 Закон о тржишту капитала – ЗОТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016, чл. 62.

24 ЗОТК, чл. 100, ст. 2, чл. 105, ст. 1, тач. 1, чл. 150, ст. 1 и чл. 206, ст. 1, тач. 1.

25 Закон о преузимању акционарских друштава – ЗОПАД, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016, чл. 10.

26 ЗОПАД, чл. 37.

27 Вид., на пример, чл. 28а (б) и 28б (2), у вези са обавезом обавештавања о значајном учешћу, Директиве бр. 50/2013 о измени Директиве о усклађивању захтева транспарентности у вези са информацијама о издаваоцима чије се хартије од вредно-

суспендована и друга права, а не само право гласа. Тако, на пример, у немачком праву у случајевима необавештавања о стицању значајног капитал учешћа, акционару су поред суспензије права гласа, искључена и друга права која му омогућавају утицај на управљање друштвом – право на побијање одлука скупштине, право на постављање питања, али и економска права.<sup>28</sup> Уколико је акционару суспендовано само право гласа, начелно долази до раздвајања управљачких и економских права акционара.

#### IV Технике ангажовања акционара

Активизам акционара манифестује се, пре свега, гласањем, односно вршењем права гласа. С друге стране, постоје и други мање видљиви неформални облици ангажовања акционара, који такође представљају значајну технику утицаја на управљање друштвом. Дакле, активизам акционара може бити формалан (директан) и неформалан (индиректан). Директни активизам свакако обухвата куповину и продају акција, чиме се може стећи, односно изгубити контрола, укључујући и могућност спречавања доношења одлука стицањем тзв. мањинске контроле (енг. *blockholder*).<sup>29</sup> Најзначајнији од неформалних утицаја на управљање друштвом је одржавање „незваничних“ састанака са управом, који представља карактеристичан индиректни начин ангажовања, пре свега, институционалних инвеститора.<sup>30</sup> Имајући у виду да је

---

сти котирају на регулисаном тржишту, Директиве бр. 71/2003 о проспекту који је потребно објавити приликом јавне понуде хартија од вредности или приликом њиховог пријема у трговање и Директиве бр. 14/2007 о утврђивању детаљних правила за спровођење одређених одредаба Директиве бр. 109/2004 (Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC, *OJ L* 294, 6. 11. 2013, pp. 13-27) и чл. 9ц (4) Директиве бр. 828/2017 у вези са учествовањем заинтересованог лица у гласању о пословима са повезаним лицима.

- 28 Вид. Karsten Engsig Sørensen, „Suspension of the Exercise of Voting Rights: A Step Towards Deterrent and Consistent Sanctioning of EU Transparency Requirement“, *European Company Law Journal*, No. 4/2017, 157.
- 29 Вид. Wolf-Georg Ringe, „Shareholder Activism – A Renaissance“, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (eds. Jeffrey N. Gordon, Wolf-Georg Ringe), Oxford, 2018, 389.
- 30 Hanne S. Birkmose, „You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting“, *European Business Law Review*, Vol. 20,



основни начин испољавања активизма акционара гласање, важно је да ли лице које гласа има економски интерес, односно да ли сноси економски ризик пословања тог друштва. Наиме, посебно је значајно питање куповине права гласа акционара – куповине гласова, будући да је могуће направити разлику између ангажовања носиоца економског ризика од ангажовања лица које гласа. Због тога, потребно је разјаснити појаву раздвајања управљачких и економских права акционара и утицај тог раздвајања на ангажовање акционара. Такође, неопходно је објаснити сам појам акционара и утврдити природу њихових права.

### 1. Акционари и њихова права

Подстицање активизма акционара подразумева стимулисање акционара да врше своја права. Права акционара се генерално могу поделити на управљачка, економска, права информисања и права на судску заштиту.<sup>31</sup> Реч је о правима акционара која постоје према привредном друштву, али њихову природу није једноставно одредити. Иако се у теорији обично говори о облигационим или својинским правима акционара, не треба занемарити чињеницу да постоји и категорија привредних права. Наиме, поделу је могуће направити према релевантној грани права са којом су у вези. Такође, треба имати у виду да не постоји право које је повезано искључиво са једном одређеном граном права.<sup>32</sup> Пре свега, с обзиром на то да су акције део капитала, и да је сврха њиховог издавања прикупљање средстава за пословни подухват, као што је то случај и са издавањем других серијских хартија од вредности, акционари се могу упоредити са повериоцима. Другачије речено, њихов заједнички именитељ је то што друштво снабдевају капиталом, на основу чега се може закључити да су права акционара облигационоправне природе.<sup>33</sup> Ово схватање се не може прихватити, јер је аргументовано искључиво са економског аспекта.<sup>34</sup> С друге стране, акције схваћене као део имовине акционара не објашњавају однос акционара и друштва.<sup>35</sup> Због тога, ни традиционално својинскоправно схватање није у потпу-

Но. 5/2009, 718, фн. 8; О појму институционалних инвеститора вид. Вук Радовић, „Институционални инвеститори као активни и одговорни акционари – реалност, обавеза или утопија“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске уније* – 2015 (уредник Вук Радовић), Београд, 2015, 57–59.

31 Вид. више у Ј. Лепетић, 286.

32 Вид. Владимир Водинелић, *Грађанско љраво – Увод у љрађанско љраво и Ојшћии гео љрађанској љрава*, Београд, 2012, 232 и 244.

33 Н. S. Birkmose (2018), 629.

34 Н. S. Birkmose (2018), 629.

35 Н. S. Birkmose (2018), 630.

ности одговарајуће.<sup>36</sup> На крају, не треба изгубити из вида ни чињеницу да лице може да изгуби својство акционара против своје воље у законом предвиђеним случајевима. Дакле, природа права акционара је специјална будући да подразумева низ особености које карактеришу компанијско право као такво.

Тешкоће у дефинисању права акционара су последица развојног пута компанијског права. Имајући у виду да се право друштава капитала развило из права друштава лица (енг. *Partnership law*), има мишљења да акционаре не треба називати члановима друштва, јер би то била реликвија прошлости, када се друштво схватало као збир његових чланова.<sup>37</sup> У српском позитивном праву акционари су чланови друштва – лица која га оснивају и она која му накнадно приступе.<sup>38</sup> Пандан правима акционара, с једне стране, су њихове обавезе, с друге стране. У модерном компанијском праву, постоји обавеза акционара (обично не свих) да приликом поступања узму у обзир и друге интересе, пре свега, интерес друштва као посебан интерес, а не само свој лични интерес. Такво је решење српског права, према којем постоје посебне обавезе одређених категорија акционара према привредном друштву, које Закон назива посебним дужностима.<sup>39</sup> Реч је о значајном дистанцирању од поимања акционара као власника и својинскоправне теорије генерално. Ова специфичност, али и промена, је последица прихватања политичких и економских теорија, где се посебно узима у обзир улога компаније у друштву у социолошком смислу.<sup>40</sup> Такође, она сведочи о окретању законодавца ка другим носиоцима ризика у привредном друштву, али и ван њега, односно предвиђању заштите тих лица нормама компанијског права. У том контексту, веће ангажовање акционара, допринело би и заштити интереса других носилаца ризика.

Према Закону о привредним друштвима, акционарем се сматра лице које је као законити ималац акције уписано у Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности (даље: Централни регистар), у односу према друштву, као и према трећим лицима.<sup>41</sup> Имајући у виду да сам Закон говори о власништву над акцијама, није погрешно рећи да је акционар власник акције.<sup>42</sup> Акционар стиче акцију уписом у регистар. Постоји необорива законска претпоставка да је дан уписа акције дан

36 Н. S. Birkmose (2018), 631.

37 Н. S. Birkmose (2018), 632.

38 ЗОПД, чл. 9.

39 Вид. више у Ј. Лепетић, 93 и даље.

40 Вид. Н. S. Birkmose (2018), 636 и 638.

41 ЗОПД, чл. 249, ст. 1.

42 Вид. ЗОПД, чл. 249, ст. 3 и чл. 256.

њеног стицања. Према Закону о тржишту капитала, акционар је 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 лица или депозитне потврде у односу на акције које су њима представљене.<sup>43</sup> Дакле, Закон о тржишту капитала говори о поседовању акција, као и о власничким правима над финансијским инструментима.<sup>44</sup> С друге стране, под законитим имаоцем финансијског инструмента у том Закону, подразумева се лице на чије име гласи рачун у Централном регистру, осим у случају чувања и администрирања финансијских инструмената за рачун клијената и других повезаних услуга, када се законитим имаоцем сматра лице за чији рачун се финансијски инструмент води на рачуну хартија од вредности Централног регистра.<sup>45</sup> Поређењем одредаба ова два закона, може се закључити да њихова решења нису усклађена када је реч о акционарима као законитим имаоцима акција као врсти финансијских инструмената у случајевима када банке воде збирне, односно кастоди рачуне, иако треба имати у виду да је, према природи ствари, Закон о привредним друштвима *lex specialis* за питања акционара и њихова права.<sup>46</sup>

Различите акције дају различита права. У српском позитивном праву предвиђене су две врсте акција – обичне и преференцијалне акције. Управљачка права доминирају код обичних акција, док је код преференцијалних акција акценат на економским правима. Имајући у виду да је у домаћем праву прихваћено правило једна акција – један глас, све обичне акције чине једну класу, док преференцијалне акције могу имати више класа. Једну класу акција чине акције које дају иста права. У пракси постоје акције које дају специјална права, па је за питање врста акција значајан домет слободе уговарања у компанијском праву. Примера ради, Европски модел компанијског закона полази од начела слободе уговарања, па је према њему дозвољено издавање различитих врста акција, укључујући и оне које нису посебно регулисане.<sup>47</sup> Наиме, дозвољено је издавање акција без права гласа, што не мора да буде надомештано већим економским правима, затим акција са специјалним правима (на пример, право вета), не само у нејавним већ и у јавним

43 ЗОТК, чл. 2, тач. 33.

44 ЗОТК, чл. 10.

45 ЗОТК, чл. 2, тач. 32 и чл. 228.

46 Вид. М. Радовић, 56–57.

47 Hans De Wulf, „Shares in EMCA: The Time is Ripe for True No Par Value Shares in the EU, and the 2<sup>nd</sup> Directive is Not an Obstacle“, *European Company and Financial Law Review*, No. 2/2016, 218. Вид. Европски модел компанијског закона, глава 5, доступно на адреси: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2929348&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2929348&download=yes), 4. 9. 2018.

друштвима, када је то у складу са правилима о котирању, с тим што треба имати у виду да је Модел закон прављен превасходно за нејавна друштва.<sup>48</sup>

## 2. Раздвајање управљачких и економских права акционара

Постоје мишљења да раздвајање управљачких, конкретно права гласа (енг. *voting rights*) и економских права (енг. *cash-flow rights*) може негативно да утиче на активизам акционара.<sup>49</sup> Раздвајање права акционара може да има и друге негативне ефекте, од којих се посебно издваја могућност избегавања обавезе објављивања чија је сврха заштита инвеститора.<sup>50</sup> Раздвајање права акционара отвара питање сразмерности права и капитала, односно капитала и ризика, или, другачије речено, оправданости несразмере права и капитала која постоји у случају раздвајања управљачких и економских права акционара. Несразмерност у том смислу је посебно очигледна када право гласа има лице које није власник акције, па, према томе, не сноси одговарајући економски ризик. Наиме, лице које не сноси економски ризик не треба мотивисати да се ангажује, већ напротив, ангажовање таквог лица мора бити ближе пропраћено и према потреби елиминисано. Дакле, питање раздвајања управљачких и економских права представља важно и неодојиво питање од ангажовања акционара. Раздвајање управљачких и економских права је обухваћено раздвајањем „правног“ и „економског власништва“. Ови појмови у оквирима компанијског права су у најмању руку проблематични. Право својине над акцијама – „правно власништво“ је, као што је раније поменуто, посебно проблематизовано у време дематеријализације хартија од вредности. С друге стране, „економско власништво“ треба схватити искључиво у оквирима економије јер се односи на сношење економског ризика, односно на могућност да одређено лице претрпи губитак у вези са акцијама.

Постоје различите технике раздвајања „правног“ и „економског власништва“, односно управљачких и економских права акционара. Будући да су дуална структура акција и пирамидална управљачка структура од раније познате традиционалне технике раздвајања управљачких и економских права, пажња се данас усмерава на технике новијег датума, односно на модерне начине куповине гласова.<sup>51</sup> Дакле, било која тех-

48 Н. De Wulf, 251.

49 Вид. више у Klaas Vanneste, „Decoupling Economic Rights from Empty Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 15, 2014, 69.

50 К. Vanneste, 69.

51 Henry T. C. Hu, Bernard Black, „The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership“, *Southern California Law Review*, Vol. 79, No. 4/2006, 858.

ника која доводи до тога да лице које нема економски ризик има право гласа и обрнуто, да лице које сноси економски ризик нема право гласа, спада у технику раздвајања управљачких и економских права. С друге стране, није свако раздвајање управљачких и економских права акционара погубно по активизам акционара. Наиме, награђивање лојалних акционара, предвиђањем специјалног права гласа или специјалног економског права, као и уговарање специјалних права на аутономној основи може стимулисати мањинске акционаре да се ангажују. У том смислу, према ефекту раздвајања управљачких и економских права на ангажовање акционара, раздвајање може да буде позитивно и негативно. Такође, према критеријуму да ли до раздвајања долази вољно или невољно, она се могу поделити на добровољна, када акционар сам пристаје на раздвајање (на пример, купи преференцијалну акцију) или принудна (када му је искључено право гласа). На крају, према временском критеријуму, раздвајање може бити привремено или трајно.

### 3. Куповина гласова

Имајући у виду да је право гласа акционара једно од права које даје акција, може се поставити питање да ли је дозвољено продати право гласа без преношења саме акције, одвојено од осталих права. Права из акције генерално се сматрају преносивим правима.<sup>52</sup> Узимајући у обзир да права могу бити предмет уговора о продаји, начелно би се могло продати и право гласа акционара. Постоје колебања у погледу става да ли продаја права гласа акционара треба да буде дозвољена или недозвољена. О томе сведоче и одлуке суда у Делаверу, чији је став временом промењен. Наиме, раније се сматрало да је продаја права гласа одвојено од продаје осталих права акционара незаконита, али је до промене става дошло у случају *Schreiber v. Carney*, што је касније потврђено и другим судским одлукама.<sup>53</sup>

Према Закону о привредним друштвима, пренос права које дају акције је дозвољен и слободан, са изузетком права гласа.<sup>54</sup> Дакле, у

52 Вид. више у Panagiotis Kon. Panagiotou, „The Disruption of the Principle of Indivisibility of the Share and the Assignment of Autonomous Voting Rights“, *Company Lawyer*, Vol. 36, No. 3/2015, 3 (број страна према електронској верзији доступној на електронској бази *Westlaw*).

53 У овом случају [*Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982)], друштво је дало зајам члану који је имао 35% капитал учешћа да не би гласао против предложеног спајања, што се може сматрати куповином гласова, али је суд одлучио да се не меша заузевши став да је куповина гласова законита када није непоштена или када не обесправљује нити оштећује друге чланове. Zohar Goshen, „Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule“, *Southern California Law Review*, Vol. 70, No. 3/1997, 776-777.

54 ЗОПД, чл. 261, ст. 4.

српском праву забрањено је преносити право гласа одвојено од осталих права акционара, али је генерално дозвољено преносити права из акција без преношења самих акција. Пренос акција и права из акција јавног акционарског друштва није могуће ограничити.<sup>55</sup> На пренос акција, као и на пренос права из акција примењује се Закон о тржишту капитала као *lex generalis*.<sup>56</sup> Према том Закону, финансијски инструменти и права из финансијских инструмената, могу се неограничено преносити када то није законом забрањено.<sup>57</sup> Овом одредбом није у довољној мери прецизирано да ли се право из финансијског инструмента може пренети одвојено од преноса финансијског инструмента. У сваком случају, права законитог имаоца из финансијског инструмента настају уписом тог инструмента на његов рачун.<sup>58</sup> Пренос права из хартија од вредности врши се на основу одговарајућег правног посла.<sup>59</sup> Налог за пренос даје члан Централног регистра, при чему мора да постоји доказ о предузетом правном послу. Преношење права гласа уз накнаду помиње се и у одредби која се односи на стицање или располагање значајним учешћем у праву гласа према којој се обавезе о обавештавању о стицању, преласку или паду одређеног процента капитал учешћа односе и на случајеве када је право гласа пренето на друго лице привремено и уз накнаду ради остварења права, ако је такав посао у складу са законом.<sup>60</sup> Пример посла који подразумева привремени пренос права гласа уз накнаду је свакако зајам.

Поред традиционалне, постоји и модерна куповина гласова, која се од традиционалне значајно разликује.<sup>61</sup> Под модерном куповином гласова подразумевају се тзв. празно гласање – када лице има више гласова него „економског власништва“, тзв. негативно гласање – када лице са правом гласа има интерес да гласа за предлог чије усвајање доводи до пада вредности акција и тзв. скривено преображајно власништво – када лице има већи обим „економског власништва“ него гласова, што је комбинација скривеног власништва (тајно „економско власништво“) и неформалних гласачких моћи, јер се право гласа може појавити или нестати према потреби.<sup>62</sup> Дакле, трећи облик је посебан вид скривеног

55 ЗОПД, чл. 261, ст. 6.

56 ЗОПД, чл. 248, ст. 1.

57 ЗОТК, чл. 6, ст. 1.

58 ЗОТК, чл. 228, ст. 2.

59 ЗОТК, чл. 229, ст. 1.

60 ЗОТК, чл. 58, тач. 2.

61 К. Vanneste, 66.

62 Н. Т. С. Ну, В. Black, 812, 816 и 837.

власништва. Празно гласање се другачије назива и негативно раздвајање, док се скривено власништво назива позитивно раздвајање.<sup>63</sup>

Празно гласање (енг. *empty voting*), између осталог, подразумева гласање након што акционар отуђи акције, између дана акционара и дана одржавања седнице и гласање када су акције дате у зајам, односно када лице које гласа не сноси економски ризик, будући да нема економски интерес у тренутку гласања.<sup>64</sup> Важно је напоменути да је тешко доказати да је било празног гласања у пракси, при чему је један од разлога свакако и проблем дефинисања те појаве.<sup>65</sup> Због тога, изузетно су значајна законска решења у вези са одређењем дана акционара. Реч је о дану када се утврђује списак акционара који имају право учешћа у раду седнице скупштине. Према Директиви бр. 36/2007 о вршењу појединих права акционара у котираним друштвима, дан акционара мора бити најмање 30 дана пре дана одржавања седнице скупштине.<sup>66</sup> Српски законодавац је одредио да је дан акционара десети дан пре дана одржавања седнице скупштине.<sup>67</sup> У поређењу са упоредноправним решењима, српско решење би се могло назвати средњим. Рокови се крећу, од изузетно кратких, као, на пример, у Великој Британији где је предвиђен рок од 48 сати пре одржавања седнице, незнатно дужих, на пример, 3 радна дана пре дана одржавања седнице у француском праву, до знатно дужих, као што је то случај у немачком праву у којем је предвиђено да је дан акционара 21 дан пре дана одржавања седнице.<sup>68</sup> У српском праву дозвољено је позајмљивање финансијских инструмената, при чему постоје ограничења ради заштите власничких права клијената инвестиционих друштава.<sup>69</sup> Законом о тржишту капитала предвиђено је да инвестиционо друштво може, између осталог, позајмљивати финансијске инструменте клијената, када га клијент на то овласти.<sup>70</sup> Финансијски инструменти преносе се са рачуна зајмодавца на рачун зајмопримца, а

63 Edita Čulinović-Herc, Antonija Zubović, „Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive“, *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, Vol. 11, 2015, 135.

64 Вид. ESMA, Feedback Statement – Call for evidence on empty voting, доступно на адреси: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-415.pdf>, 11. 10. 2018, 5 (пар. 13). Вид. и K. Vanneste, 68.

65 ESMA, *Feedback Statement – Call for evidence on empty voting*, пар. 47, стр. 12.

66 Вид. чл. 7 (3) Директиве бр. 36/2007 (Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *OJ L* 184, 14. 7. 2007, 17–24).

67 ЗОПД, чл. 331, ст. 1.

68 M. Neville, 189.

69 ЗОТК, чл. 167, ст. 2, тач. 3 и 4.

70 ЗОТК, чл. 183, ст. 4.

налог спроводи Централни регистар. На остала питања у вези са зајмом акција, када пренос акција није ограничен и када уговорна страна није привредно друштво – издавалац те акције, у ком случају се примењују правила о пословима са личним интересом и сопственим акцијама, примењују се општа правила о зајму.

Други пример раздвајања управљачких и економских права је пракса негативног гласања, која се обично сматра најопаснијим моделитетом тог раздвајања, имајући у виду да лице које гласа има интерес да нашкоди другим акционарима.<sup>71</sup> Негативно гласање се може сматрати и подваријантом празног гласања.<sup>72</sup> Давање понуде за куповину *King Pharmaceuticals* (даље: Кинг) коју је средином 2004. упутио *Mylan Laboratories* (даље: Милан) често се наводи као пример негативног гласања. *Perry Corporation hedge fund* (даље: Пери) који је у време објављивања понуде био акционар Кинга, до краја септембра 2004. године стекао је 7 милиона акција Кинга.<sup>73</sup> Перијем је управљао *Richard C. Perry* (раније инвестициони банкар у *Goldman Sachs*-у). Да би осигурао успех трансакције, Пери је купио 26,6 милиона акција Милана, што је чинило 9.9% капитала тог друштва, уговоривши уз то и да их за пар недеља прода по истој цени по којој их је купио.<sup>74</sup> Фактички, купио је голо право гласа, јер није имао економски интерес у Милану.<sup>75</sup> У тој констелацији, позиција Перија као акционара Кинга имала је негативан утицај на цену акција Милана. Пери је имао интерес да својим гласовима из акција Милана подржи трансакцију чији је резултат пад вредност акција тог друштва, с обзиром на то да би неуспех трансакције подразумевао раст цене акција Милана до износа од пре објављивања понуде и пад цена акција Кинга, док, је с друге стране, настављање трансакције водило порасту цене акција Кинга до понуђене цене и паду цене акција Милана.<sup>76</sup> Постоје бројни предлози у погледу мера одбране од негативног гласања. То су: забрана гласања по основу позајмљених акција, забрана гласања за акционара који се закључењем уговора заштитио од ризика промене цене акција, поштравање правила о објављивању, предвиђање права акционара који су претрпели штету због негативног гласања на подношење тужбе против лица које је фактички био нега-

71 К. Vanneste, 65-66. Вид. и Jonathan Cohen, „Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It“, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 45, 2008, 238 и 243.

72 Тако J. Cohen, 238.

73 J. Cohen, 237.

74 J. Cohen, 237.

75 J. Cohen, 237.

76 J. Cohen, 237-238.



тивни гласач.<sup>77</sup> Дакле, реч је изузетно штетном ангажовању лица које има право гласа.

Трећи пример раздвајања ових права представља посебан вид скривеног власништва, које служи да би се избегла обавеза објављивања информација о значајним стицањима, односно гласачким правима или обавеза да се упуту понуда за преузимање.<sup>78</sup> Борбу против скривеног власништва, али и празног гласања води и Европска унија. О томе сведоче промене на регулаторном нивоу. Конкретно, промењен је чл. 13 Директиве бр. 109/2004 о усклађивању захтева за транспарентношћу у вези са информацијама о издаваоцима чије су хартије од вредности уврштене за трговање на регулисаном тржишту и о измени Директиве бр. 34/2001, усвајањем Директиве бр. 50/2013.<sup>79</sup> Промена је имала за циљ да омогући откривање скривеног власништва, али је значајна и за праксу празног гласања.<sup>80</sup> Такође, важно је напоменути да је право друштва да утврди идентитет својих акционара предвиђено Директивом бр. 828/2017, чланом 3а. Ово право се може ограничити једино ако је реч о акционарима са мање од 0,5 % капитала или права гласа, имајући у виду да је државама остављена слобода да предвиде да друштво које има седиште на њиховој територији може захтевати да се утврди идентитет само оних акционара који имају већи проценат од наведеног капитал учешћа, односно права гласа.

## V Закључак

Активизам акционара сматра се важним сегментом корпоративног управљања. Његов значај се заснива на идеји да акционари имају важну улогу контролора управе привредног друштва. Акционари контролишу управу и утичу на управљање друштвом вршењем својих права. Да би били подстакнути да се ангажују у већој мери, треба олакшати вршење њихових права, уз предуслов да комуникација између акционара и друштва буде омогућена. Да би комуникација била остварена, друштву мора бити омогућено да открије идентитет својих акционара. Подстицање ангажовања акционара је, пре свега, везано за право гласа акционара, будући да се, ангажовање акционара најјасније испољава вршењем тог права.

77 Вид. више у J. Cohen, 249–254.

78 K. Vanneste, 65–66. Вид. и Johnatan Cohen, 243.

79 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, *OJ L* 390, 31. 12. 2004, 38–57.

80 Вид. K. Vanneste, 72–73.

С обзиром на то да није свако ангажовање пожељно, постоје и случајеви када је неопходно онемогућити акционара да се ангажује, односно да врши право гласа. Реч је случајевима суспензије права гласа, која доводи до раздвајања управљачких и економских права акционара. Наиме, могу се разликовати технике подстицања ангажовања акционара, с једне стране, и спречавања ангажовања акционара, с друге стране. Такође, није свако ангажовање акционара једнако пожељно, што не значи да мање пожељна ангажовања треба спречити, као што је то случај са непожељним ангажовањем. Тако је, на пример, краткорочно ангажовање акционара мање пожељно од дугорочног. Данас су одрживост друштва и дугорочно ангажовања акционара основи парадигме модерног корпоративног управљања.

Право гласа и друга права акционара, због својих особености у оквиру гране права у којој се изучавају – компанијског права, нису искључиво ни својинскоправне ни облигационоправне природе. Управљачка и економска права акционара могу се раздвојити различитим техникама, што је посебно значајно у контексту активизма акционара. Тзв. празно гласање, негативно гласање и скривено преображајно власништво су технике раздвајања управљачких и економских права акционара новијег датума. Неке од традиционалних техника раздвајања управљачких и економских права у српском праву нису дозвољене као, на пример, дуална структура акција са правом гласа, док су друге, као што је то зајам акција, дозвољене. Такође, према правилима домаћег права није дозвољено наградити акционаре гласовима за лојалност. Потребно је додатно испитати да ли за то постоје оправдани разлози, имајући у виду да начелно треба промовисати награђивање лојалних акционара ради боље одрживости друштва и подстицања дугорочног ангажовања акционара. С друге стране, српски законодавац предвиђа ефикасне механизме спречавања нежељеног ангажовања акционара, предвиђајући бројне ситуације када је право гласа акционара суспендовано. Да закључимо, сваки вид ангажовања акционара није подједнако пожељан, па активизам акционара не треба промовисати по сваку цену.

**Jelena LEPETIĆ, PhD**

**Assistant Professor at the Faculty of Law University of Belgrade**

## SHAREHOLDER ACTIVISM

### Summary

*In this paper, the author gives an answer to the question of what is meant by shareholder activism, in light of the role of shareholders in corporate governance. After defining shareholder activism and analyzing its forms, the author indicates the need for differentiation of desirable and undesirable activism of shareholders. Considering the fact that passive shareholders should not play a key role in corporate governance, it is important to find an adequate method to encourage shareholder activism. Shareholders' rights and the notion of shareholder in Serbian law are analyzed as preliminary issues since the engagement of shareholders is manifested by the exercise of their rights. The author further discusses the issue of decoupling voting rights from economic rights and its impact on shareholder activism. Finally, suspension of voting rights as well as the following forms of modern vote buying, the so called empty voting, negative voting and hidden (morphable) ownership, are considered in this paper having in mind that voting rights are key rights in relation to the shareholder monitoring.*

**Key words:** *shareholder activism, shareholders' rights, decoupling voting rights from economic rights, vote buying.*