

UDK 347.72.031(497.11)

CERIF: S144, S155

DOI: 10.5937/AnaliPFB1901147L

Dr Jelena Lepetić*

DODATNI GLASOVI KAO NAGRADA LOJALNIM AKCIONARIMA: PREDLOG ZA REFORMU

Autor u ovom radu analizira nagrađivanje akcionara glasovima za lojalnost. U radu se akcije za lojalnost definišu u užem i u širem smislu. Posebno je razmatrano značenje pojma lojalnosti, budući da je reč o uslovu za nagrađivanje akcionara. Imajući u vidu rešenja reprezentativnih pravnih sistema, autor daje predloge za reformu domaćeg prava. Konkretno, zalaže se za uvođenje mogućnosti nagrađivanja lojalnih akcionara glasovima za lojalnost. Na kraju, autor ukazuje na to da, osim unošenja odredbe koja se odnosi na nagrađivanje akcionara u zakon kojim su regulisana privredna društva, treba promeniti i relevantne odredbe zakona kojim je regulisano tržište kapitala i zakona kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava, da bi reforma bila uspešna. Sprovođenje reforme bi omogućilo da se lojalnost u kompanijskom pravu ne vezuje samo sa posebne dužnosti već i za specijalna prava koja akcionar može da stekne kao nagradu za lojalnost društvu.

Ključne reči: *Akcije za lojalnost. – Lojalni akcionari. – Pravo glasa akcionara.*

1. UVOD

O lojalnosti u kompanijskom pravu može se govoriti sa više aspekata. Prvi je svakako obaveza lojalnosti, odnosno lojalnost kao posebna dužnost koju u srpskom pravu prema privrednom društvu imaju određene kategorije članova društava i lica sa upravljačkim funkcijama. Reč je o pravnom transplantu iz anglosaksonskih pravnih sistema koji je u određenoj meri modifikovan. Uvođenjem posebnih oblika te dužnosti u naš pravni sistem, lojalnost (vernost) postala je uobičajeni deo kompanij-

* Autorka je docent Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, jelena.lepetic@ius.bg.ac.rs.

skopravne terminologije. Drugi aspekt lojalnosti koji je poznat u uporednim kompanijskim pravima ne tiče se obaveza već specijalnih prava koja predstavljaju nagradu lojalnim članovima društva, koja im se dodeljuje bez obzira na razlike u visini kapital učešća i faktičkom uticaju na upravljanje društvom, kao i stepenu posebnih znanja i veština koje akcionari imaju. Ovaj drugi aspekt lojalnosti još uvek nije deo našeg kompanijskog prava. U tom smislu, postoji neravnoteža budući da, s jedne strane, zakon nameće obavezu lojalnosti pojedinim akcionarima, dok, s druge strane, ne ostavlja mogućnost nagrađivanja lojalnih akcionara. Generalno gledano, nagrađivanje lojalnosti doprinosi smanjenu praksu praznog glasanja i davanja akcija u zajam, s obzirom na to da odlučivanje prelazi u ruke aktivnih akcionara koji su dugoročno zainteresovani za uspeh društva kao lica koja snose ekonomski rizik.¹ S druge strane, mora se istaći da je specijalno pravo glasa lojalnih akcionara primer razdvajanja upravljačkih (eng. *voting rights*) i ekonomskih prava (eng. *cash-flow rights*) akcionara jer dovodi do razdvajanja vlasništva od kontrole.² Dakle, broj glasova lojalnih akcionara ne odgovara visini ekonomskog rizika koji snose. Postoje i drugi argumenti protiv mogućnosti da se dozvoli nagrađivanje lojalnih akcionara dodatnim glasovima, koji se svode na argumente protiv napuštanja pravila jedna akcija – jedan glas.

Da bi se dao odgovor na pitanje da li treba omogućiti nagrađivanje lojalnih akcionara u domaćem pravu, prethodno treba definisati pojam lojalnosti u kontekstu nagrađivanja, odnosno koji akcionari se mogu smatrati lojalnim akcionarima, što bi ih činilo podobnim za nagrađivanje. Određenje akcionara kao lojalnih podrazumeva da se napravi razlika između lojalnih i ostalih akcionara koji bi se, stoga, mogli nazvati „nelojalni“ akcionari. Akcionare koji ne ispunjavaju uslov da budu nagrađeni ipak ne treba nazivati „nelojalnim“, zbog negativnog značenja koji taj termin ima sam po sebi, u smislu nepostupanja u skladu sa dužnošću lojalnosti, što nije glavni kriterijum za nagrađivanje. S druge strane, izrazi nagrađivanje lojalnih akcionara i akcije za lojalnost uobičajeni su i prepoznatljivi u kompanijskopравnim okvirima. Zbog toga, treba zadržati termin lojalnost i u kontekstu nagrađivanja akcionara. U svakom slučaju, kriterijum ili kriterijumi prema kojima se akcionari mogu podeliti na one koji ispunjavaju uslov(e) da budu nagrađeni (lojalne akcionare) i one koje u tom trenutku nije moguće nagraditi mora biti jasan i jednostavno primenjiv. Takođe, treba imati u vidu da u uporednom pravu postoje različiti modaliteti nagrađivanja lojalnih akcionara i da svaki ne mora biti podjednako uklopljiv u domaći sistem.

¹ Andrea Sacco Ginevri, „The rise of long-term minority shareholders’ rights in publicly held corporations and its effect on corporate governance“, *European Business Organization Law Review* 12(4)/2011, 6 (broj strana prema elektronskoj kopiji dostupnoj na bazi *Westlaw*).

² Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, „Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting“, *Delaware Journal of Corporate Law* 40/2016, 568.

Lojalnost kao posebnu dužnost određenih akcionara u srpskom pozitivnom pravu treba razlikovati od lojalnosti kao uslova za nagrađivanje akcionara, koji su imaooci akcija u dužem periodu, a koja, za sada, nije deo srpskog pozitivnog prava. Dužnost lojalnosti nemaju samo kontrolni akcionari i akcionari sa značajnim kapital učešćem, nego i druga lica, na primer, direktori. Akcionari koji postupaju u skladu sa dužnošću lojalnosti, uz preduslov da jesu subjekti te dužnosti, mogu se nazvati lojalnim akcionarima, dok se u kontekstu instituta nagrađivanja lojalnih akcionara svi akcionari koji su imaooci akcija u dužem periodu mogu nazvati lojalnim akcionarima. U ovom radu govori se o lojalnim akcionarima u kontekstu nagrađivanja, osim kada je naglašeno da to nije slučaj. Postupanje u skladu sa dužnošću lojalnosti može biti samo dodatni uslov za nagrađivanje onih akcionara koji jesu subjekti te dužnosti.

Uopšteno govoreći, nagrađivanje lojalnih akcionara je aktuelna tema koja zavređuje pažnju i našeg zakonodavca. U ovom radu detaljno je analizirana nagrada u vidu glasova za lojalnost, dok su drugi modaliteti nagrađivanja lojalnih akcionara nabrojani i definisani. Drugačije rečeno, pažnja će biti posvećena nagradi koja je isključivo upravljačke prirode u kontekstu prava akcionara. Nagrađivanje lojalnih akcionara dodatnim glasovima podrazumeva i odstupanje od pravila jedna akcija – jedan glas, koje je u srpskom pravu imperativno, ali postoje zakonom dozvoljeni izuzeci. Odstupanje se ogleda u činjenici da bi nagrađeni akcionari imali pravo na više od jednog glasa na osnovu jedne akcije. S druge strane, nagrađivanje akcionara može biti ograničeno na razne načine. Tako se može ograničiti broj glasova za lojalnost po akciji i/ili ukupan broj glasova za lojalnost po akcionaru, kao i prema predmetu glasanja kada se specijalno pravo glasa odnosi samo na pojedina pitanja.

Glasovi za lojalnost, kao i akcije za lojalnost generalno predstavljaju mehanizam za promovisanje interesa privrednog društva. Zbog toga bi one bile u duhu našeg Zakona o privrednim društvima, kojim je taj interes promovisan kao *sui generis* interes.³

2. MODALITETI NAGRAĐIVANJA

2.1. Akcije za lojalnost u širem smislu

Akcije za lojalnost (eng. *loyalty shares*, *L-shares*) predstavljaju instrument za nagrađivanje lojalnih akcionara. Pod akcijama za lojalnost obično se podrazumevaju akcije koje daju pravo na više glasova lojalnim

³ Zakon o privrednim društvima – ZOPD, *Službeni glasnik RS*, br. 36/2011, 9/2011, 83/2014 – dr. zakon, 5/2015 i 44/2018, čl. 63, st. 1. Vid. više o interesu privrednog društva u Jelena Lepetić, *Kompanijskopravni režim sukoba interesa – dužnost lojalnosti*, Beograd 2015, 59–66.

akcionarima, koje društvo ne izdaje. Naime, obične akcije lojalnih akcionara se u njih „pretvaraju“ tokom poslovanja društva, zadržavajući ta novodobijena svojstva sve dok je lojalni akcionar njihov imalac. Akcije za lojalnost su definisane kao akcije koje daju pravo na više glasova u Izveštaju o proporcionalnosti između vlasništva i kontrole u kotiranim društvima u Evropskoj uniji: uporedna pravna studija iz 2007. godine.⁴ Ipak, s obzirom na to da se akcije za lojalnost, shvaćene kao akcije koje daju specijalna prava lojalnim akcionarima, ne izdaju, one nisu posebna vrsta akcija, iako njihov naziv na to asocira, pa ne čine ni posebnu klasu akcija već predstavljaju specijalno pravo glasa, odnosno pravo na više od jednog glasa po akciji, koje je vezano za određenog akcionara i/ili specijalno ekonomsko pravo koje akcije daju. Pod akcijama za lojalnost u širem smislu treba podrazumevati ne samo akcije koje daju specijalno pravo glasa lojalnim akcionarima, odnosno glasove za lojalnost i akcije koje daju specijalno ekonomsko pravo, odnosno dividende za lojalnost, lojalnim akcionarima kada broj akcija ostaje isti već i akcije koje su besplatno raspodeljene akcionarima kao nagrada za lojalnost i akcije koje je akcionar stekao koristeći varant za lojalnost. Činjenica da su besplatne akcije ili varanti za lojalnost kao prava na sticanje akcija izdati kao nagrada lojalnim akcionarima opravdava svrstavanje tako stečenih akcija u akcije za lojalnost u širem smislu, iako izdate akcije mogu biti obične akcije na osnovu kojih lojalni akcionari, na primer, nemaju pravo na više glasova. U tom smislu, otvara se pitanje priznavanja specijalnih prava ranije nagrađenih akcionara na osnovu naknadno stečenih akcija. Značajno je napomenuti da se modaliteti nagrađivanja lojalnih akcionara ne iscrpljuju samo u specijalnom pravu glasa i/ili pravu na dividendu. Nagrada se može sastojati u pojednostavljenoj proceduri za uvrštenje predloga u dnevni red za sednicu skupštine, a čak i u nagradi za prisustvovanje sednici, kao instrumentima za podsticanje akcionara da se više angažuju.⁵ Ovde je reč o specijalnim pravima lojalnih akcionara kao specijalnim pomoćnim upravljačkim pravima. Da zaključimo, u širem smislu, akcija za lojalnost je svaka akcija koja daje specijalna prava akcionaru koji je okarakterisan kao lojalan, kao i akcija koju je akcionar stekao kao nagradu za lojalnost. Dakle, taj pojam obuhvata akcije koje se izdaju samo lojalnim akcionarima bilo besplatno ili na osnovu korišćenja varanta za lojalnost, kao i akcije koje nose glasove i dividende za lojalnost, ali i specijalna pomoćna upravljačka prava.

2.2. Glasovi za lojalnost – akcije za lojalnost u užem smislu

U svakom slučaju, vernost akcionara može se nagraditi na nivou glasačkih prava, a da se ne izdaju akcije sa različitim pravima glasa. To se

⁴ Shearman & Sterling LLP, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, May 18, 2007, par. 3.2.1.

⁵ A. Sacco Ginevri, 6 fn. 90.

može postići glasanjem prema trajanju svojstva vlasnika (eng. *time-pha-sed voting*). Na primer, akcija može nositi jedan glas ukoliko je u posedu akcionara kraće od određenog vremenskog perioda, odnosno više glasova nakon isteka tog perioda.⁶ Taj period se može nazvati periodom lojalnosti ili vernosti akcionara (eng. *loyalty period*).⁷ Dakle, akcionari sa dužim svojstvom člana društva mogu biti nagrađeni sticanjem specijalnih prava protekom vremena. Specijalna prava koja lojalni akcionari na taj način stiču mogu biti različita. Nagrada se može sastojati u dodatnim glasovima za sva pitanja ili samo neka, kao i u dividendi za lojalnost.⁸ Svakako da je specijalno pravo glasa najznačajnije u smislu upravljanja društvom. Takvo pravo je izuzetak od pravila jedna akcija – jedan glas, koje je prihvaćeno u mnogim državama, među kojima je i Srbija. Trajanje svojstva člana time dobija značaj, budući da je nagrađivanje mehanizam vezivanja člana za društvo. S druge strane, nagrađivanje vernih akcionara dodatnim glasovima ima i nedostatke. Neki od njih su povećanje agencijskih troškova zbog negativnog uticaja na mehanizme kontrole direktora, posebno imajući u vidu da su direktori često i akcionari, i efekat odvratanja od preuzimanja, odnosno promene kontrole zbog neproporcionalnog broja glasova u odnosu na broj akcija lojalnih akcionara ako zakonom nisu predviđena posebna pravila.⁹ Ipak, treba istaći da neprijateljska preuzimanja nisu uvek najbolji način za preuzimanje kontrole i da verni akcionari obično mogu sprečiti prodaju akcija po nižoj ceni jer bolje razumeju mogućnosti kompanije.¹⁰ U svakom slučaju, sistem u kojem su dozvoljene akcije za lojalnost nije u velikoj meri drugačiji od sistema u kojem je dozvoljeno izdavanje akcija sa različitim glasačkim pravima.¹¹ Upravo bi se moglo reći da je glasačko pravo prema trajanju svojstva člana društva srednje rešenje između dve krajnosti – sistema u kojima važi pravilo jedna akcija – jedan glas i sistema u kojima je dozvoljeno izdavanje akcija koje daju različita prava glasa.¹² Imajući u vidu prethodne napomene, akcije za lojalnost u užem smislu nisu ništa drugo do specijalna prava koja lojalni akcionari imaju na osnovu običnih ili preferencijalnih akcija. Na kraju, treba još jednom napomenuti da se pod akcijama za lojalnost najčešće podrazumevaju specijalna prava glasa lojalnih akcionara, odnosno dodatni glasovi za lojalnost imalaca običnih akcija. Akcionari koji se odluče na ulaganje u vidu preferencijalnih akcija unapred se odriču uticaja na upravljanje društvom jer one ne daju pravo

⁶ L. L. Dallas, J. M. Barry, 547.

⁷ Jeroen Delvoie, Carl Clottens, „Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares“, *Law and Financial Markets Review* 9(1)/2015, 20.

⁸ Nagrada u formi dividendi za lojalnost nije posebno analizirana u ovom radu, budući da je reč o temi koja zavređuje da joj bude posvećen poseban rad.

⁹ Vid. L. L. Dallas, J. M. Barry, 565–567.

¹⁰ *Ibid.*, 569.

¹¹ *Ibid.*

¹² *Ibid.*, 577.

glasa po pravilu već samo izuzetno, kada su ugrožena njihova ekonomska prava. Zbog toga ih nije potrebno dodatno stimulisati da glasaju u tim slučajevima, ali to ne treba ni zabraniti. Odgovarajuća nagrada lojalnim imalcima preferencijalnih akcija koja bi ih odvrtila od prodaje akcija jeste nagrada ekonomske prirode.

3. LOJALNOST KAO USLOV ZA NAGRAĐIVANJE

Ključna odrednica za utvrđivanje koji akcionari mogu da budu nagrađeni jeste lojalnost privrednom društvu. Dakle, treba ustanoviti koji uslovi moraju da budu ispunjeni da bi se akcionar smatrao lojalnim. Označavanje pojedinih akcionara kao lojalnih ne znači da su ostali ne-lojalni već samo da ta lica ne ispunjavaju uslov za nagrađivanje. U tom kontekstu, bilo bi pogrešno smatrati da su lojalni akcionari samo oni koji postupaju u skladu sa dužnošću lojalnosti, odnosno u najboljem interesu privrednog društva, imajući u vidu da dužnost lojalnosti, odnosno posebne vrste dužnosti lojalnosti u našem pravu imaju samo kontrolni akcionari i akcionari sa značajnim kapital učešćem. Prema prirodi stvari, manjinski akcionari su oni koje treba podstaći na angažovanje nagrađivanjem njihove lojalnosti. Dakle, krug akcionara koji ispunjavaju uslove da budu nagrađeni ne treba u tom smislu sužavati. Dodatni uslov za nagrađivanje akcionara koji su lica sa posebnim dužnostima može biti postupanje u skladu sa dužnošću lojalnosti. Drugačije rečeno, trebalo bi predvideti da nagrađeni mogu biti samo oni koji nisu povredili neku od posebnih dužnosti ako je imaju. Postojanje povrede dužnosti podrazumeva da je to konstatovano pravnosnažnom sudskom odlukom. U suprotnom, nagrađivanje akcionara bi jedino moglo biti zabranjeno privremenom merom u postupku zbog povrede posebnih dužnosti. U svakom slučaju, mora da postoji opšti kriterijum koji se jednostavno može primeniti na sve akcionare. Podobno merilo je trajanje svojstva akcionara. Dobrodošlim ga čine merljivost u kvantitativnom smislu, jednostavnost primene i primenljivost na sve akcionare. Naime, vremenski kriterijum je najznačajniji, što ne znači da treba da bude i jedini. S druge strane, postupanje u skladu sa posebnim dužnostima je dodatni kvalitativni uslov jer se odnosi samo na akcionare koji imaju dužnost lojalnosti.

Investitori mogu biti okrenuti kratkoročnim, srednjoročnim ili dugoročnim ulaganjima. Akcionari sa malim procentom kapital učešća u društvu obično su okrenuti kratkoročnom ulaganju. S druge strane, veći procenat kapital učešća je obično garancija za dugoročnost, posebno imajući u vidu da je teže prodati veći paket akcija.¹³ Takvo stanje stvari podrazumeva da je

¹³ Vid. Mathias M. Siems, „With Great Power Comes Great Responsibility: Ideal and Real Types of Shareholders“, *Shareholders' duties* (ed. Hanne S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017, 77.

neophodno uzeti u obzir visinu kapital učešća u društvu, kao važan kriterijum za utvrđivanje postojanja obaveze lojalnosti i podelu akcionara prema tom kriterijumu. Osim visine kapital učešća, postoje i drugi kriterijumi prema kojima se mogu napraviti razne podele ulagača.¹⁴ Ipak, teško je svrstati pojedine vrste ulagača prema tome da li su okrenuti dugoročnom ulaganju ili nisu, iako se neke pravilnosti mogu uočiti. Na primer, istraživanja pokazuju da su penzioni fondovi i društva za osiguranje obično okrenuti dugoročnom ulaganju, za razliku od investicionih fondova.¹⁵

Nemogućnost nagrađivanja dodatnim glasovima lojalnih akcionara, odnosno akcionara koji su okrenuti dugoročnim interesima društva, u sistemima u kojima je pravilo jedna akcija – jedan glas imperativno, jedan je od ključnih argumenata protiv imperativnosti tog pravila. Drugim rečima, treba dozvoliti odstupanje od tog pravila da bi se nagradili lojalni akcionari. Pri tome, treba imati u vidu da se nagrađivanjem lojalnih akcionara ne tretiraju nejednako akcionari koji su u istom položaju. Konkretno, iako se princip ili pravilo jednakog tretmana akcionara često pominje zajedno sa akcijama za lojalnost, jednak tretman akcionara se odnosi samo na one akcionare koji su u istom položaju – ne može se staviti znak jednakosti između jednakosti akcija i jednakosti akcionara.¹⁶

Osim pomenutih kriterijuma za utvrđivanje lojalnosti, dodatni kriterijum bi mogao biti i stepen angažovanja akcionara. Primena tog kriterijuma podrazumeva iskazivanje lojalnosti aktivnim učestvovanjem u radu sednice skupštine, pre svega glasanjem. Ako se glasanje shvati kao manifestacija lojalnosti, onda se može postaviti i kontrapitanje: da li treba da glasaju akcionari koji su tek stekli akcije?¹⁷ Ukoliko bi se prihvatio stav da oni ne treba da glasaju, to bi od samog početka odvratilo od ulaganja investitore koji nameravaju da se angažuju. Od tog pitanja treba razdvojiti pojedinačne slučajeve suspenzije glasačkih prava, bilo da je reč o preventivnom ili kaznenom mehanizmu, budući da bi suspenzija glasačkih prava u određenom vremenskom periodu nakon sticanja akcija bila opšte pravilo koje važi za sve akcionare.¹⁸

¹⁴ Tako se ulagači mogu podeliti na privatne i institucionalne (profesionalne), prema vrsti delatnosti kojom se bave, odnosno prema kriterijumu da li im je ulaganje osnovna delatnost, zatim na kvalifikovane (koji se takođe mogu nazvati profesionalnim ulagačima) i nestručne ulagače (tzv. laike) prema njihovom znanju o ulaganju u hartije od vrednosti, ali i na velike i male ulagače, prema obimu poslovanja hartijama od vrednosti. Vid. Nebojša Jovanović, *Berzansko pravo*, Beograd 2009, 150–153.

¹⁵ Vid. više u Therese Strand, „An Economic View on Shareholder Duties in Corporate Governance“, *Shareholders' duties* (ed. Hanne S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017, 63–64.

¹⁶ Vid., na primer, J. Delvoie, C. Clottens, 24. Vid. više o pomenutoj razlici u Jelena Lepetić, „Jednak tretman akcionara – pravno pravilo ili princip“, *Pravni život* 11/2018a, 37–38.

¹⁷ J. Delvoie, C. Clottens, 23.

¹⁸ Vid. više o suspenziji prava glasa u Jelena Lepetić, „Aktivizam akcionara“, *Pravo i privreda* 10–12/2018b, 110–112.

Imajući u vidu da veća prava nose veće obaveze, može se postaviti pitanje ima li smisla predvideti obavezu akcionara da glasaju da bi dokazali lojalnost i uopšte bili podobni za nagrađivanje ili čak i sankciju, odnosno oduzimanje povlastica u vidu dodatnih glasova ukoliko je ne koriste. Obaveza glasanja, u teorijskom smislu, može se shvatiti kao deo fiducijarne dužnosti u pravnim sistemima koji ih poznaju u okviru kompanijskog prava. U teoriji se posebno raspravlja o postojanju obaveza glasanja institucionalnih investitora u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), dok je većinsko mišljenje u Velikoj Britaniji i Australiji da takva obaveza ne postoji.¹⁹ U srpskom pravu, priroda posebnih dužnosti nije ista kao u anglosaksonskim pravnim sistemima, pa nema osnova za zastupanje stava da glasanje može biti obaveza akcionara, ako to nije zakonom predviđeno.²⁰ Ozbiljan razlog protiv uvođenja obaveze glasanja je činjenica da pravo glasa treba da se vrši na informisanoj osnovi, odnosno da je pravo na informisanje preduslov za vršenje prava glasa, što podrazumeva i povećanje troškova akcionara prilikom traženja informacija.²¹ U tom smislu, ishod obaveze glasanja moglo bi da bude glasanje većeg broja neinformisanih u odnosu na informisane akcionare, što se može negativno odraziti na poslovanje društva.²² Dakle, lojalnim akcionarima ne treba nametnuti obavezu da glasaju, ali im treba omogućiti da glasaju i utiču na upravljanje društvom u većoj meri. Da zaključimo, većinski je stav da je glasanje akcionara njihovo pravo a ne obaveza.²³

Na akcionarima je da odluče da li će glasati ili izaći iz društva ako su nezadovoljni postupanjem uprave.²⁴ Stavljanje u izgled izlaska iz društva važno je sredstvo disciplinovanja uprave jer promena kontrole obično vodi do njene smene. Osim prava glasa i „pretnje“ da će izaći iz društva, akcionar svoje nezadovoljstvo može iskazati i na druge načine, koji se takođe mogu smatrati angažovanjem. Reč je, pre svega, o neformalnim razgovorima sa upravom, ali i razmenom informacija sa drugim akcionarima.²⁵ Akcionari će se svakako odlučiti na izlazak iz društva kada procene da je za njih isplativije da ulože u drugo društvo.²⁶ Jedan od načina

¹⁹ 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* 20/2009, 727.

²⁰ Više o fiducijarnim dužnostima u kompanijskom pravu vid. u J. Lepetić (2015), 96 i dalje.

²¹ H. S. Birkmose, 735.

²² Vid. *ibid.*, 736.

²³ *Ibid.*, 723.

²⁴ *Ibid.*, 725.

²⁵ Tim sredstvom angažovanja najčešće se služe institucionalni investitori. Dorothy S. Lund, „The Case against Passive Shareholder Voting“, *Journal of Corporation Law* 43(3)/2018, 501.

²⁶ H. S. Birkmose, 724.

da se akcionar privoli da ne proda akcije jeste da se nagradi za vernost. Dodatne glasove u tom smislu treba shvatiti i kao pogodan instrument za disciplinovanje uprave. Imajući u vidu da glasanje nije jedini način angažovanja akcionara već da se aktivnost može izraziti i na druge načine (na primer, postavljanjem pitanja na sednici skupštine, vršenjem uvida u akta društva), stepen angažovanja svakog akcionara u radu društva pojedinačno nije jednostavno utvrditi. Zbog toga, stepen angažovanja akcionara nije potpuno podoban kriterijum za ocenu lojalnosti.

4. UPOREDNOPRAVNA REŠENJA

Procena lojalnosti isključivo na osnovu vremenskog kriterijuma, odnosno trajanja svojstva akcionara, podrazumeva promovisanje dugoročnih interesa privrednog društva i njegove održivosti. Značaj davanja prednosti dugoročnim nad kratkoročnim interesima na tržištu kapitala prepoznat je na nivou Evropske unije. O tome svedoči usvajanje Direktive br. 828/2017 o izmeni Direktive br. 36/2007 o podsticanju dugoročnog angažovanja akcionara.²⁷ Upravo je ekonomska kriza bila pokazatelj da su akcionari obično podržavali direktore u preuzimanju kratkoročnih rizika, kako je navedeno u recitalu 2 te Direktive. Iako je reč o Direktivi o dugoročnom angažovanju akcionara, u njoj nisu regulisani glasovi za lojalnost koji jesu instrument za podsticanje dugoročnog angažovanja akcionara. O značaju borbe protiv kratkoročnosti, odnosno kratkoročne perspektive na tržištu kapitala na nivou Evropske unije govori i novi Akcioni plan Evropske komisije: finansiranje održivog rasta iz 2018. godine.²⁸ Ipak, ni u njemu se ne pominju akcije za lojalnost.

Mogućnost nagrađivanja lojalnih akcionara dodatnim glasovima sama po sebi ne podrazumeva da je dozvoljeno izdavanje akcija koje daju pravo na više od jednog glasa. Naime, ono može da predstavlja manifestaciju pristupa koji podrazumeva vezivanje prava na više glasova po akciji isključivo za lojalne akcionare.²⁹ U svakom slučaju, glasovi za loj-

²⁷ 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, 1–25. Više o pravima akcionara na nivou Evropske unije vid. u Mirko Vasiljević, Vuk Radović, Tatjana Jevremović Petrović, *Kompanijsko pravo Evropske unije*, Beograd 2012, 179–213.

²⁸ Vid. Akcioni plan: finansiranje održivog rasta (*Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM/2018/097 final, Brussels, 8. 3. 2018), par. 4.2, meru 10 koja podrazumeva podsticanje održivog korporativnog upravljanja i sprečavanje kratkoročne perspektive na tržištima kapitala. Akcioni plan je dostupan na <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, 2. novembar 2018.

²⁹ Vid. A. Sacco Ginevri, 2.

alnost predstavljaju izuzetak od pravila da jedna akcija nosi jedan glas. Tako su, na primer, u francuskom pravu, akcije za lojalnost dozvoljene 1933. godine kao izuzetak od zabrane akcija koje daju pravo na više glasova.³⁰ Drugačije rečeno, nagrađivanje lojalnih akcionara moguće je i u sistemima koji su usvojili pravilo jedna akcija – jedan glas prilikom izdavanja akcija. Izdavanje akcija koje daju pravo na više od jednog glasa uobičajeno je u SAD-u, dok je to u Evropi ređe.³¹ Paradoksalno, akcije za lojalnost su popularnije u Evropi nego u SAD-u.³² Tako je nagrađivanje lojalnih akcionara dodatnim glasovima moguće u Francuskoj i u Italiji.

Pravo glasa koje varira prema trajanju svojstva akcionara je generalno dozvoljeno u SAD-u.³³ I druga prava akcionara u vezi sa pravom glasa takođe mogu da variraju prema istom kriterijumu. Tako, na primer, predlozi akcionara mogu biti izvršeni u proksi materijal nakon isteka jedne godine prema pravilu 14a-8 američke Komisije za trgovanje hartijama od vrednosti, dok akcionari mogu predložiti direktora nakon tri godine prema pravilu 14a-11.³⁴ S druge strane, prema pravilima o uključenju akcija na listing Njujorške berze, specijalna prava glasa koja se stiču protekom vremena u svojstvu akcionara postaju zabranjena nakon uključenja na listing, odnosno nagrađivanja koja utiču na pravo glasa izdavaoci ne smeju da odobre nakon uključenja na listing, ali je to izuzetno moguće ako berza proceni da je opravdano.³⁵

U francuskom pravu dozvoljene su akcije za lojalnost – akcije sa dvostrukim pravom glasa, koje stiče akcionar koji je najmanje dve godine zakoniti imalac akcije, kada je to predviđeno aktima društva, a to se odnosi na akcije koje akcionar već poseduje ili akcije koje mu se kasnije besplatno izdaju.³⁶ Akcije sa dvostrukim pravom glasa dozvoljene su i u kotiranim društvima, osim kada je to isključeno statutom, nakon izmena Trgovačkog zakonika iz 2014. godine.³⁷ Dakle, za nekotirana društva važi da njihovim aktima mora da bude omogućen režim glasova za lojalnost da bi se pravilo o nagrađivanju primenjivalo, dok za kotirana društva pravilo važi automatski, ako društvo ne isključi njegovu primenu.³⁸ Zakonodavac

³⁰ J. Delvoic, C. Clottens, 21.

³¹ Vid. Federico Cenzi Venezze, „The costs of control-enhancing mechanisms: how regulatory dualism can create value in the privatisation of state-owned firms in Europe“, *European Business Organization Law Review* 15(4)/2014, 4 (broj strana prema elektronskoj kopiji dostupnoj na bazi *Westlaw*).

³² Tamara C. Belinfanti, „Shareholder Cultivation and New Governance“, *Delaware Journal of Corporate Law* 3/2014, 847.

³³ *Ibid.*, 833.

³⁴ A. Sacco Ginevri, 2–3.

³⁵ T. C. Belinfanti, 833.

³⁶ Vid. francuski Trgovački zakonik (*Code de Commerce*), Art. L. 225–123.

³⁷ Francuski Trgovački zakonik Art. L. 225–123.

³⁸ J. Delvoic, C. Clottens, 21.

predviđa kvantitativno ograničenje prema boju glasova, pa tako akcije koje akcionar poseduje bar dve godine mogu dati maksimalno dvostruko veći broj glasova, pri čemu su prava vezana za akcionara a ne za akcije.³⁹ Dakle, specijalno pravo glasa ne prenosi se sa akcijama.

Opšte je pravilo da se specijalna prava gube prenosom akcija, budući da se stiču protekom vremena. Prava koja daju akcije generalno se smatraju prenosivim pravima.⁴⁰ Specijalna prava su po pravilu vezana za akcionara koji je veran društvu, a ne za same akcije. S druge strane, od tog pravila postoje izuzeci. Naime, postoje slučajevi kada se akcije prenose zajedno sa specijalnim pravom glasa. Takav prenos je opravdan u slučaju prenosa akcija između povezanih lica, na primer u slučajevima nasleđivanja ili prenosa akcija između supružnika, odnosno razvoda ili naslednika u direktnoj liniji.⁴¹ Takođe, dvostruko pravo glasa u francuskom pravu opstaje i u slučajevima statusnih promena, kada dvostruko pravo glasa zadržava odgovarajuće društvo, zavisno od vrste statusne promene.⁴² S druge strane, ti izuzeci se ne odnose na dividende za lojalnost.⁴³ Na kraju, treba istaći da u francuskom pravu akcije za lojalnost, odnosno akcije koje daju specijalna prava glasa ili specijalna ekonomska prava lojalnim akcionarima, ne čine posebnu klasu akcija jer je reč o pravima vezanim za akcionare, a ne za akcije.⁴⁴

Omogućavanje nagrađivanja lojalnosti je praktična potreba u kompanijskom pravu. O tome svedoče skorije izmene italijanskog zakonodavstva koje su usledile nakon poznatog slučaja prekograničnog spajanja, kada se italijansko akcionarsko društvo Fijat (*Fiat S.p.A.*) pripojilo svom zavisnom holandskom društvu. To prekogranično spajanje pripajanjem, koje se odigralo 2014. godine, bilo je, pre svega, rezultat nemogućnosti izdavanja akcija koje daju pravo na više glasova i nagrađivanja lojalnih akcionara u Italiji, što je, s druge strane, bilo moguće u Holandiji, pa je ubrzalo promenu italijanskog zakonodavstva.⁴⁵ Naime, iste godine izme-

³⁹ Hans De Wulf, „Shares in EMCA: The Time is Ripe for True No Par Value Shares in the EU, and the 2nd Directive is Not an Obstacle“, *European Company and Financial Law Review* 2/2016, 252.

⁴⁰ Vid. više u Panagiotis Kon. Panagiotou, „The Disruption of the Principle of Indivisibility of the Share and the Assignment of Autonomous Voting Rights“, *Company Lawyer* 36(3)/2015, 3 (broj strana prema elektronskoj verziji dostupnoj na bazi *Westlaw*).

⁴¹ Vid. Trgovinski zakonik, Art. L 225–124; A. Sacco Ginevri, 9, fn. 126.

⁴² *Ibid.*

⁴³ J. Delvoic, C. Clottens, 21.

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ Vid. Augusto Santoro *et al.*, „Deviations from the One Share – One Vote Principle in Italy: Recent Developments – Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares“, *Bocconi Legal Papers* 5/2015, 141–142. O sukobu zakona i prekograničnim spajanjima vid. u Tatjana Jevremović Petrović, *Prekogranična spajanja društava u pravu EU*, Beograd 2010, 48.

njen je italijanski Građanski zakonik (čl. 2351, st. 4).⁴⁶ Konkretno, ne-javnim akcionarskim društvima je omogućeno da izdaju akcije koje nose više od jednog glasa, a javnim samo izuzetno, pri čemu su akcije za lojalnost dozvoljene u javnim društvima.⁴⁷ U italijanskom pravu najkraći rok za ostvarivanje povlastica je najmanje dve godine trajanje svojstva akcionara, pri čemu akcionar može imati najviše dva glasa po jednoj akciji.⁴⁸

U pojedinim državama, nagrađivanje lojalnih akcionara nije regulisano, ali jeste deo prakse u poslovanju privrednih društava. Takav je slučaj u Holandiji, budući da u praksi postoje specijalna prava lojalnih akcionara iako akcije za lojalnost nisu predviđene zakonom, pri čemu, s druge strane, nisu ni zabranjene.⁴⁹ Na kraju, u pojedinim državama akcije za lojalnost nisu dozvoljene. One su zabranjene u Belgiji, imajući u vidu da je u toj zemlji pravilo jedna akcija – jedan glas imperativno.⁵⁰ Takođe, akcija ne može da daje pravo na više od jednog glasa u nemačkom pravu.⁵¹

5. PREPORUKE ZA REFORMU DOMAĆEG PRAVA

Tražeci svoj put u okvirima tranzicije, Srbija je predvidela stroga pravila o dužnostima akcionara koja su svojstvena anglosaksonskim pravnim sistemima. Lojalnost akcionara je tako postala uobičajena sintagma u kompanijskom pravu. Iako u srpskom kompanijskom pravu čak i akcionari sa značajnim kapital učešćem imaju posebne dužnosti prema privrednom društvu, zakonodavac ne ostavlja prostor za nagrađivanje lojalnosti. Osim što nije moguće izdavati akcije sa više glasova, nije moguće ni nagraditi lojalne akcionare dodatnim glasovima jer važi imperativno pravilo jedna akcija – jedan glas. Nagrađivanje lojalnih akcionara podrazumeva davanje prednosti dugoročnom stabilnom poslovanju u odnosu na kratkoročnu dobit koja može značiti i manji pritisak na direktore i osigurati postupanje u najboljem interesu društva.⁵² Ukoliko srpski zakonodavac krene putem omogućavanja nagrađivanja lojalnih akcionara, čime bi promovisanje interesa privrednog društva bilo nastavljeno, biće potrebno izmeniti razne odredbe ne samo zakona kojim su regulisana privredna društva nego i zakona kojim su uređeni tržište kapitala i preuzimanje akcionarskih društava. Reč je o odredbama koje se odnose na prenos akcija

⁴⁶ A. Santoro *et al.*, 141–142.

⁴⁷ *Ibid.*, 143.

⁴⁸ *Ibid.*, 165.

⁴⁹ J. Delvoie, C. Clottens, 21–22.

⁵⁰ *Ibid.*, 22.

⁵¹ Vid. nemački Zakon o akcijama (*Aktiengesetz – AktG*), čl. 12, st. 2.

⁵² A. Sacco Ginevri, 5.

i prava iz akcija, sticanje dodatnih akcija od strane lojalnih akcionara i na ponudu za preuzimanje akcionarskih društava. S druge strane, ne treba menjati odredbu o jednakom tretmanu akcionara u Zakonu o privrednim društvima. Nagrađivanje lojalnih akcionara je u skladu sa opštim principom o jednakom tretmanu akcionara jer se nagrađuju svi akcionari koji su u istom pravnom položaju. Naime, ono je ustanovljeno u interesu društva i proporcionalno uslovu za koji je vezano, pa u tom smislu ne utiče na sistem glasanja i prava drugih akcionara.⁵³

Sloboda izbora kao manifestacija principa autonomije volje treba da bude ideja vodilja zakonodavca prilikom regulisanja tog pitanja.⁵⁴ Drugim rečima, akcionarima treba ostaviti izbor da odluče šta je za njih najbolje, odnosno da li žele da se sistem nagrađivanja lojalnih akcionara primeni u konkretnom društvu, da definišu period trajanja svojstva akcionara koji kvalifikuje akcionare za nagrađivanje i sam modalitet nagrađivanja. U tom kontekstu, može se postaviti pitanje da li za akcionare koji se nisu saglasili sa nagrađivanjem lojalnih akcionara dodatnim glasovima u određenom društvu treba predvideti pravo na izlazak iz društva, odnosno pravo nesaglasnih akcionara na otkup akcija kada se mogućnost nagrađivanja uvodi u društvo nakon njegovog osnivanja. S obzirom na to da nije reč o posebnoj klasi akcija već o specijalnim pravima koja može steći svaki imalac obične akcije, što treba razlikovati od situacije kada društvo donese odluku da izda akcije koje daju pravo na više glasova u zakonodavstvima u kojima je to dozvoljeno, odgovor bi trebalo da bude odričan.⁵⁵ Takođe, omogućavanje izlaska iz društva tim akcionarima moglo bi se negativno odraziti na društvo zbog potrebnih novčanih sredstava za isplatu tih akcionara.⁵⁶ Zakonodavac treba da predvidi najkraći period lojalnosti čiji istek kvalifikuje akcionara da bude nagrađen, ostavljajući mogućnost akcionarima da predvide duži rok. Dodatno, zakonodavac može ograničiti maksimalan broj glasova za lojalnost po jednoj akciji i ukupan broj glasova za lojalnost po akcionaru.

Kada je reč o prenosu akcija i prenosu prava iz akcija, prema Zakonu o privrednim društvima, na prenos prava iz akcija i ograničenja prava iz akcija primenjuje se Zakon o tržištu kapitala, koji promovise neograničen prenos prava iz finansijskih instrumenata, osim kada je to zakonom zabranjeno.⁵⁷ Prava se prenose zajedno sa finansijskim instrumentom.⁵⁸

⁵³ *Ibid.*, 8.

⁵⁴ Tako i J. Delvoie, C. Clottens, 24.

⁵⁵ Takvo je rešenje prihvatio italijanski zakonodavac. A. Santoro *et al.*, 166.

⁵⁶ Vid. kritički pogled na prava nesaglasnih akcionara generalno u Mirko Vasiljević, Vuk Radović, „Teorijske osnove prava nesaglasnih akcionara“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu* 3/2017, 16–22.

⁵⁷ ZOPD, čl. 248; Zakon o tržištu kapitala – ZOTK, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015 i 108/2016, čl. 6, st. 1.

⁵⁸ ZOTK, čl. 228, st. 2

Zbog toga treba precizirati da se specijalna prava za vernost ne prenose zajedno sa akcijama već prestaju. Izuzetke takođe treba predvideti po ugledu na francusko rešenje.

Osim pitanja opstanka specijalnih prava u slučajevima prenosa akcija, važno je odgovoriti i na pitanje da li se specijalna prava odnose i na akcije koje naknadno stekne akcionar koji ima specijalno pravo glasa po osnovu lojalnosti. Drugim rečima, da li i novostečene akcije istog društva treba da daju specijalno pravo glasa tom akcionaru.⁵⁹ Imajući u vidu da je reč o dokazano vernom akcionaru, nema razloga ne priznati mu specijalna prava na osnovu novih akcija.⁶⁰ Takav stav opravdava činjenica da se specijalna prava lojalnih akcionara ne vezuju za akcije već za njih same. S druge strane, treba imati u vidu da je glavni cilj nagrađivanja lojalnih akcionara podsticanje manjinskih akcionara na veće angažovanje. Ukoliko sticanjem akcija akcionar prestane da bude manjinski, ta svrha nagrađivanja neće biti ostvarena. Naime, kontrolni akcionari su, prema prirodi stvari, zainteresovani za upravljanje društvom i u tom smislu angažovani. Taj problem se adekvatno rešava predviđanjem maksimalnog broja glasova za lojalnost koje može imati jedan akcionar.

Sledeće važno pitanje odnosi se na obavezu objavljivanja ponude za preuzimanje koju bi mogao imati lojalni akcionar kao posledicu nagrađivanja. Sticanje dodatnih glasova ne treba izjednačiti sa sticanjem akcija, pa pravilo o obaveznom objavljivanju ponude ne treba primeniti. Takođe, akcije i varanti koji su izdati za lojalnost kao nagrada lojalnim akcionarima treba da budu izuzeti od opšteg pravila o obaveznom objavljivanju ponude za preuzimanje. Nagrada bi se pretvorila u omču oko vrata lojalnom akcionaru ako bi se to pravilo primenilo bez izuzetka. Bez pravilnog tretmana, izvesnost nagrađivanja postala bi motiv za prodaju akcija pre isteka tzv. perioda lojalnosti. Dodatno, specijalna prava glasa trebalo bi da budu suspendovana kada se odlučuje o merama odbrane o preuzimanju, kao i na prvoj sednici skupštine nakon preuzimanja, da bi preuzimalac mogao da promeni akte društva ili da imenuje, odnosno razreši članove uprave, ako se zakonodavac opredeli da suštinski prihvati tzv. pravilo o probijanju. S druge strane, pravilom o probijanju iz Direktive br. 25/2004 o ponudama za preuzimanje nisu obuhvaćene akcije za lojalnost, odnosno akcije koje protekom vremena daju više glasova lojalnom akcionaru, a koje ne čine posebnu klasu akcija.⁶¹

⁵⁹ A. Sacco Ginevri, 10.

⁶⁰ *Ibid.*

⁶¹ Thomas Papadopoulos, „Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive“, *Takeover Regulation: A Legal Approach*, Icfai Books, Icfai University Press (IUP), Icfai University, 2008, 7, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114671, 20. decembar 2018; Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, *OJ L* 142, 30. 4. 2004,

Uvođenje nagrađivanja lojalnih akcionara kojim jača pravo glasa u društvima u kojima postoji akcionar sa visokim procentom kapital učešća može se svesti na mehanizam jačanja kontrole. Zbog toga, prilikom donošenja odluke o dozvoljavanju nagrađivanja lojalnih akcionara u konkretnom društvu fokus mora da bude na većini koja je neophodna da bi odluka bila usvojena, odnosno na većini koja je potrebna za primenu pravila o nagrađivanju. Prema tome, treba insistirati na većoj većini od obične za donošenje ove odluke. Veća većina garantuje zaštitu manjinskih akcionara, čak i u slučajevima kada se nagrada sastoji u izdavanju varanata za lojalnost, imajući u vidu da samo većinski akcionari mogu, na primer, biti zainteresovani za nove akcije.⁶² Period lojalnosti bi trebalo da obuhvata samo period u kojem je akcionar zakoniti imalac akcije i tokom kojeg akcije nije dao u zajam. Ako se, na primer, lojalnost nagrađuje varantom za lojalnost, zajam akcija bi trebalo da podrazumeva da prava iz varanta prestaju.⁶³ U svakom slučaju, uvođenje mogućnosti nagrađivanja akcionara dodatnim glasovima ograničava moć uprave koja po pravilu raste sa apatijom akcionara. Može se očekivati da bi na taj način akcionari bili odvraceni od prodaje svojih akcija, čime bi bio afirmisan dugoročni interes privrednog društva.

6. ZAKLJUČAK

Akcije za lojalnost se obično definišu kao akcije koje daju pravo na više glasova iako je u pravnom smislu reč o specijalnim pravima glasa akcionara, odnosno o glasovima za lojalnost koje akcije daju lojalnim akcionarima, što je ujedno i definicija akcija za lojalnost u užem smislu. U širem smislu, taj pojam obuhvata različite modalitete nagrađivanja lojalnih akcionara. Nagrada lojalnim akcionarima se može sastojati u dodatnim glasovima, dodatnoj dividendi, specijalnim pravima u vezi sa procedurom za uvrštenje predloga u dnevni red za sednicu skupštine, specijalnim pravima na nagradu za prisustvovanje sednici, varantima za lojalnost i besplatnim akcijama. U akcije za lojalnost u širem smislu spadaju akcije koje daju specijalna prava lojalnom akcionaru i akcije koje su akcionaru izdate za lojalnost. S druge strane, akcije za lojalnost u užem smislu nisu ništa drugo do specijalna prava koja lojalni akcionari imaju na osnovu akcija. Pod akcijama za lojalnost se najčešće podrazumevaju specijalna prava glasa lojalnih akcionara, odnosno dodatni glasovi za lojalnost koje daju obične akcije čiji je imalac lojalni akcionar.

12–23. Više o pravilu probijanja vid. u Vuk Radović, *Mere odbrane akcionarskog društva od preuzimanja kontrole*, Beograd 2008, 219–254.

⁶² Vid. Patrick Bolton, Frédéric Samama, „Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors“, *Journal of Applied Corporate Finance* 25(3)/2013, 44.

⁶³ Vid. *ibid.*, 46.

Nagrađivanje lojalnosti akcionara je aktuelna tema u kompanijskom pravu na svetskom nivou. Na evropskom kontinentu, u skorije vreme su reformisana pojedina zakonodavstva, što je, pre svega, rezultat praktične potrebe u vremenu u kojem su prekogranične promene sedišta i prekogranična spajanja društava redovna pojava. Imajući u vidu da je u srpskom pravu imperativno pravilo jedna akcija – jedan glas, nagrađivanje lojalnosti dodatnim glasovima nije dozvoljeno. Reforma domaćeg prava je u tom pogledu poželjna iz više razloga. Prvi je potreba popularizovanja forme akcionarskih društava pridavanjem značaja principu autonomije volje. Akcionarima treba ostaviti mogućnost da odluče da li će se pravilo o nagrađivanju lojalnih akcionara primenjivati ili neće. Fokus mora da bude na većini koja je neophodna da bi odluka bila usvojena na sednici skupštine akcionara. Potrebna većina za donošenje odluke o uključanju ili isključenju pravila o nagrađivanju lojalnih akcionara treba da bude kvalifikovana da bi se adekvatno zaštitili manjinski akcionari. Omogućavanje nagrađivanja lojalnih akcionara dodatnim glasovima pospešilo bi aktivizam akcionara koji je prepoznat kao važan cilj u modernom korporativnom upravljanju. Reforma domaćeg prava bi omogućila da lojalnost ne bude samo obaveza određenih članova društva već i uslov za nagrađivanje svih akcionara, što bi ih podstaklo da se dugotrajnije vežu za društvo i odvratilo ih od prodaje akcija. Naime, pravilo o nagrađivanju lojalnih akcionara bi doprinelo promovisanju interesa privrednog društva koji je prepoznat kao poseban interes u našem pravu.

Nagrađivanje lojalnih akcionara dodatnim glasovima samo po sebi ne bi značilo prihvatanje sistema u kojem je dozvoljeno izdavanje akcija sa različitim brojem glasova. Naime, izdavanje akcija koje daju pravo na više glasova, a koje bi činile klasu običnih akcija i dalje bi bilo zabranjeno. S druge strane, pravilo jedna akcija – jedan glas više ne bi bilo imperativno, ali bi i dalje bilo načelno prihvaćeno. Rešenje da pravo glasa zavisi od trajanja svojstva akcionara društva predstavlja srednje rešenje između dve krajnosti – sistema u kojima važi pravilo jedna akcija – jedan glas i sistema u kojima je dozvoljeno izdavanje akcija koje daju različita prava glasa.

Određenje lojalnosti kao uslova za nagrađivanje ključno je za regulisanje ovog pitanja. Lojalnost prvenstveno treba određivati prema trajanju svojstva akcionara jednog privrednog društva. Procena lojalnosti na osnovu vremenskog kriterijuma je jednostavna i podrazumeva promovisanje dugoročnih interesa privrednog društva i njegove održivosti. Upravo je taj pristup u skladu sa ciljevima Direktive br. 828/2017 o podsticanju dugoročnog angažovanja akcionara, kojom je data prednost dugoročnim nad kratkoročnim interesima na tržištu kapitala na nivou Evropske unije. Period lojalnosti bi trebalo da obuhvata samo period u kojem je akcionar zakoniti imalac akcije i tokom kojeg akciju nije dao u zajam. Dodatni kriterijum bi bilo postupanje u skladu sa dužnošću lojalnosti za akciona-

re koji tu dužnost imaju, a eventualno i stepen angažovanja akcionara u pogledu glasanja.

Zakonodavac može predvideti razna kvantitativna i kvalitativna ograničenja nagrađivanja dodatnim glasovima. Tako se može ograničiti broj glasova po akciji ili ukupan broj glasova po akcionaru na osnovu lojalnosti, ali i prema predmetu glasanja, pa se specijalno pravo glasa može odnositi samo na pojedina pitanja. Ukoliko zakonodavac krene putem reformi, osim unošenja nove odredbe o nagrađivanju, biće neophodno promeniti odredbe o prenosu akcija i prava iz akcija, sticanju dodatnih akcija od strane lojalnih akcionara i o preuzimanju akcionarskih društava, koje se nalaze u različitim zakonima. Konkretno, treba precizirati da se specijalna prava za vernost ne prenose zajedno sa akcijama već da prestaju, osim u taksativno predviđenim slučajevima. Lojalnim akcionarima treba priznati specijalna prava i iz novih akcija budući da se specijalna prava vezuju za akcionare, a ne za akcije. Akcije za lojalnost treba da budu izuzete od pravila o obaveznoj javnoj ponudi za preuzimanje, pri čemu svaka akcija treba da daje jedan glas na sednici skupštine na kojoj se odlučuje o merama odbrane od preuzimanja, kao i na prvoj sednici skupštine nakon preuzimanja. Ta reforma domaćeg prava može biti prvi korak ka uvođenju neproporcionalnog glasačkog sistema u akcionarskim društvima, odnosno sistema u kojem je dozvoljeno izdavanje akcija koje daju pravo na više od jednog glasa, ili ostati trajno rešenje.

LITERATURA (REFERENCES)

- Belinfanti, T. C., „Shareholder Cultivation and New Governance“, *Delaware Journal of Corporate Law* 3/2014.
- Birkmose, H. S., „You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting“, *European Business Law Review* 20/2009.
- Bolton, P., Samama, F., „Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors“, *Journal of Applied Corporate Finance* 25(3)/2013.
- Cenzi Venezze, F., „The costs of control-enhancing mechanisms: how regulatory dualism can create value in the privatisation of state-owned firms in Europe“, *European Business Organization Law Review* 15(4)/2014.
- Dallas, L. L., Barry, J. M., „Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting“, *Delaware Journal of Corporate Law* 40/2016.
- De Wulf, H., „Shares in EMCA: The Time is Ripe for True No Par Value Shares in the EU, and the 2nd Directive is Not an Obstacle“, *European Company and Financial Law Review* 2/2016.

- Delvoie, J., Clottens, C., „Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares“, *Law and Financial Markets Review* 9(1)/2015.
- Jevremović Petrović, T., *Prekogranična spajanja društava u pravu EU*, Beograd 2010.
- Jovanović, N., *Berzansko pravo*, Beograd 2009.
- Lepetić, J., *Kompanijskopravni režim sukoba interesa – dužnost lojalnosti*, Beograd 2015.
- Lepetić, J., „Jednak tretman akcionara – pravno pravilo ili princip“, *Pravni život* 11/2018.
- Lepetić, J., „Aktivizam akcionara“, *Pravo i privreda* 10–12/2018.
- Lund, D. S., „The Case against Passive Shareholder Voting“, *Journal of Corporation Law* 43(3)/2018.
- Panagiotou, P. Kon., „The Disruption of the Principle of Indivisibility of the Share and the Assignment of Autonomous Voting Rights“, *Company Lawyer* 36(3)/2015.
- Papadopoulos, T., „Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive“, *Takeover Regulation: A Legal Approach*, Icfai Books, Icfai University Press (IUP), Icfai University, 2008.
- Radović, V., *Mere odbrane akcionarskog društva od preuzimanja kontrole*, Beograd 2008.
- Sacco Ginevri, A., „The rise of long-term minority shareholders’ rights in publicly held corporations and its effect on corporate governance“, *European Business Organization Law Review* 12(4)/2011.
- Santoro, A. *et al.*, „Deviations from the One Share – One Vote Principle in Italy: Recent Developments – Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares“, *Bocconi Legal Papers* 5/2015.
- Siems, M. M., „With Great Power Comes Great Responsibility: Ideal and Real Types of Shareholders“, *Shareholders’ duties* (ed. H. S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017.
- Strand, T., „An Economic View on Shareholder Duties in Corporate Governance“, *Shareholders’ duties* (ed. H. S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017.
- Vasiljević, M., Radović, V., Jevremović Petrović, T., *Kompanijsko pravo Evropske unije*, Beograd 2012.
- Vasiljević, M., Radović, V., „Teorijske osnove prava nesaglasnih akcionara“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu* 3/2017.

Jelena Lepetić, PhD

Assistant Professor

University of Belgrade, Faculty of Law

MULTIPLE VOTES AS A REWARD TO LOYAL SHAREHOLDERS: A REFORM PROPOSAL

Summary

In this paper, the author analyses shareholders' multiple voting rights as a reward for their loyalty. Firstly, the definition of loyalty shares is provided both in the narrow and wider sense. Furthermore, the notion of loyalty as a condition for being rewarded, as well as the criteria for determining loyalty in company law, is specially examined. Bearing in mind the solutions in representative comparative legal systems, the author proposes the reform of national company law. Finally, the author points to the fact that the reward provision should be included in the Serbian Companies Act while the relevant provisions of the Capital Market Act and Takeover Act should be amended in order to allow successful reform. Implementation of the reform would allow loyalty in company law, not only linked to special duties, but also to special rights that a shareholder can acquire as a reward for loyalty to the company.

Key words: *Loyalty shares.* – *Loyal shareholders.* – *Shareholders' voting rights.*

Article history:

Received: 10. 1. 2019.

Accepted: 15. 3. 2019.