

## DEMOKRATIJA I PARTICIPACIJA AKCIONARA

*Vuk Radulović\**, doktorant Pravnog fakulteta, Univerziteta u Novom Sadu

**Sažetak:** *Demokratija akcionara i participativnost, odnosno zahtev za njihovu aktivnije učešće na sednicama skupštine, u savremenim uslovima sve više dobija na značaju. Ovo je stoga što su, u detaljnim analizama primene i rezultata Direktive o pravima akcionara, uočeni negativni trendovi pasivizacije, ograničenja demokratskih potencijala akcionara i zloupotreba prava akcionara od strane organa upravljanja, pogotovo u postupku kontrole nad radom i politikom naknada akcionarskog društva. Pasivnost akcionara, kao jedno od najmarkantnijih obeležja njihovog položaja u akcionarskom društvu danas, najveći je problem i opasnost po demokratske procese unutar društva. Ukoliko se ima u vidu, da je jedna od najzastupljenijih definicija ta da je akcionarska demokratija „mogućnost uticaja akcionara na upravljanje društvom“, stiče se jasna slika o ozbiljnosti i značaju nedostatka akcionarske participacije. Ovo je razlog da autor u radu postupno analizira uzroke i posledice pasivnosti akcionara, predložene izmene u tom smislu u pravu Evropske unije i praktične posledice takvih rešenja u praksi. Pored toga, autor proučava savremene forme i uslove akcionarske demokratije i pravnu regulativu u Evropskoj uniji i Republici Srbiji. Na taj način, analizira se stanje u ovoj oblasti i ukazuje na manjkavosti pojedinih rešenja, kao i implikacije koje ona prouzrokuju u praksi. Osnovna teza od koje se polazi u ovom naučnom radu i koja će se gradativno dokazivati kroz teorijsko-praktičnu analizu jeste da se širi društveni procesi neposredno reflektuju i na stanje u akcionarskim društvima, odnosno na stanje korporativne uprave. Ovo znači da su negativni trendovi savremene demokratije (u konstitucionalnom smislu) gotovo preslikani na privredna društva kapitala, a to će pokušati da se dokaže kroz analizu postojećih rešenja. S druge strane, pojedina rešenja akcionarske demokratije primenjiva su i u uslovima savremenih društveno-političkih odnosa i mogu iznedriti izvesan pozitivan uticaj na demokratske procese.*

**Ključne reči:** *demokratija, participacija, prava, akcionari, EU, Srbija, konstitucionalizam, korporacije.*

---

\* mladipravnick@gmail.com

## DEMOCRACY AND SHAREHOLDER'S PARTICIPATION

**Abstract:** *Democracy and participation of shareholders or the demand for their active participation in the meetings of the Assembly has increasingly gained in importance in modern conditions. This is because, negative trends of passivation, the limitations of democratic potential of shareholders and shareholders' rights abuse by the management body, especially in the work control and compensation policy of shareholders, have been observed in a detailed analysis of the application and results of the Shareholder Rights Directive. The passivity of shareholders, as one of the most striking features of their position in the joint stock company today, is the biggest problem and threat to democratic processes within the company. If we bear in mind that the most common definition of shareholder democracy is "ability of shareholders to influence the management of the company", we can notice a clear picture of the seriousness and importance of the lack of shareholder participation. This is the reason why the author of this paper gradually examines the causes and consequences of the passivity of shareholders, the proposed changes in this context in the Law of the European Union and the practical implications of such solutions in practice. In addition, the author examines contemporary forms and conditions for shareholder democracy and the legal framework in the European Union and the Republic of Serbia. In this way, we analyze the situation in this area and point out shortcomings of certain solutions, as well as the implications they cause in practice. The main thesis from which starts the scientific work and which will be gradually proven through theoretical and practical analysis is that the wider social processes directly reflect on the state of the joint-stock companies, or the state of corporate governance. This means that the negative trends of modern democracy (in the constitutional sense) are almost mirrored in economic capital (EC) and our attempt in this paper is to prove that, through the analysis of existing solutions. On the other hand, some solutions of shareholder democracy are applicable in terms of contemporary socio-political relations and can produce a certain positive impact on the democratic processes.*

**Key words:** *democracy, participation, rights, shareholders, EU, Serbia, constitutionalism, corporations.*

**JEL classification:** *K22*

### 1. UVOD

Akcionarska demokratija je vrlo širok pojam i odnosi se na mogućnost uticaja akcionara na upravljanje i funkcionisanje društva i na garancije prava akcionara posredstvom kojih ostvaruju ovaj uticaj. Stepen iskorišćenosti demokratskog potencijala akcionarskog društva određen je sa nekoliko determinanti. Demokratija društva, pre svega, zavisi od zakonskog okvira i regulisanja pitanja prava akcionara i odnosa akcionara i uprave domaćim zakonodavstvom. Sledeća

ŠKOLA BIZNISA, 2/2014, 203 – 220

važna determinanta jesu opšti akti samog akcionarskog društva, odnosno pravila koja su u njima predviđena, a u skladu sa već pomenutim zakonodavnim okvirom. Naposljetku, ovo pitanje uslovljeno je i primenom propisanih rešenja u praktičnom odnosu između akcionara i uprave, a u svetlu mogućih zloupotreba od strane uprave, s jedne strane, i neaktivnog pristupa samih akcionara, s druge strane.

Suštinsko pitanje akcionarske demokratije je pitanje prava i položaja akcionara u odnosu na upravu. Akcionarsko društvo je, svakako, najslabiji oblik privrednih društava koje se sastoji od različitih konstituenata, od kojih su najznačajniji vlasnici kapitala (akcionari) i menadžeri (Đorđević, 2012). Akcionari su lica koja svojevolumino stupaju u društvo, noseći imovinu, odnosno udružujući kapital, na taj način formirajući zajedničku imovinu društva, kako bi u perspektivi ostvarili određenu imovinsku korist. Dakle, osnovni motiv akcionara prilikom pristupanja društvu svakako je ekonomski aspekt, pre svega pravo na dividendu. Međutim, akcionari na osnovu samog članstva u društvu stiču i druga prava, neimovinskog, ličnog karaktera, pomoću kojih ostvaruju uticaj na upravljanje i funkcionisanje društva. Upravo ta neimovinska, lična, odnosno članska prava u društvu su i garancija i osnovno sredstvo ostvarivanja akcionarske demokratije.

Pitanje koje direktno proističe iz demokratije i koje je preduslov demokratskih procesa u akcionarskom društvu, jeste i pitanje aktivne participacije akcionara. Naime, participacija akcionara je jedno od pitanja koje privlači veliku pažnju naučne i stručne javnosti, ali predstavlja i jedan od problema koji je pokrenuo reformu u oblasti prava akcionara na teritoriji Evropske unije, koja je na kraju ishodila donošenje Direktive o pravima akcionara 2007. godine (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, 2007). Naime, jedno od najupečatljivijih obeležja savremenog akcionara je njegova pasivnost i nezainteresovanost. Uzroci ove pojave su brojni, a po prirodi i internog i eksternog karaktera i dovode do slabljenja korporativne demokratije, zloupotrebe prava akcionara, a samim tim utiču i na efikasnost korporativnog upravljanja uopšte<sup>1</sup>. Stoga su, odredbama Direktive o pravima akcionara i odredbama većine nacionalnih zakonodavstva na teritoriji Evrope, uključujući i pravo Srbije, predviđene mere, koje bi, u perspektivi, trebalo da utiču na aktivnije angažovanje akcionara, a koje podrazumevaju posredno vršenje neimovinskih prava.

---

<sup>1</sup> Korporativno upravljanje predstavlja ukupnost odnosa između akcionara, uprave, zaposlenih, investitora i svih ostalih zainteresovanih strana. Stoga, održiv odnos između svih ovih strana utiče i na poslovanje društava uopšte i efikasnost rada i poslovanja (Lovre, 2014).

Kako su, na osnovu više istraživanja, uočeni izvesni problemi u primeni Direktive o pravima akcionara, donet je predlog izmene Direktive, koji suštinski ima za cilj da obezbedi bolju kontrolu nad radom i politikom naknada akcionarskog društva i posredno dovede do kvalitativnog poboljšanja akcionarske demokratije i učešća akcionara u poslovima upravljanja društvom.

## **2. AKCIONARSKA DEMOKRATIJA**

### **2.1. AKCIONARI I KORPORATIVNA UPRAVA**

Akcionarska demokratija suštinski je uslovljena, kako je već rečeno, mogućnošću uticaja akcionara na upravljanje i poslovanje društvom. Stoga je jedno od najznačajnijih pitanja učešće akcionara u izboru organa upravljanja akcionarskog društva čiji su članovi. Dakle, posredstvom uticaja na proces imenovanja direktora, odnosno menadžmenta, oni najdirektnije utiču na poslovnu politiku, efikasnost i upravljanje društvom. Stoga se, u prošlosti, želja akcionara za demokratizacijom prilika u društvu, zasnivala na tri fundamentalna zahteva: a) uspostavljanje prava akcionara na predlaganje članova menadžmenta; b) godišnjem izboru direktora po većinskom principu i c) sprečavanju višegodišnjih mandata (Fairfax, 2008). Neki od ovih zahteva su u potpunosti prihvaćeni, dok su neki usvojeni samo delimično, ali su ishodili kompromis između akcionara i menadžmenta, koji se nevoljno odricao svojih širokih kompetencija i gotovo potpuno ograničene odgovornosti, što je dovodilo do izigravanja prava akcionara i brojnih zloupotreba. Pored navedenih, postoje još neka značajna pitanja koja determinišu uticaj akcionara na izbor menadžmenta društva, poput uslova za imenovanje direktora, izbora sistema odlučivanja i položaja manjinskih akcionara u tom smislu, mandata, uslova za razrešenje direktora i slično.

Naš zakon (Zakon o privrednim društvima, 2011) prihvatio je moderna rešenja i praksu drugih evropskih država, te je otvorio mogućnost modernizacije srpske akcionarske demokratije. Kratka analiza pravila našeg zakona, koja sledi, pokazuje da rešenja ZPD-a, ne zaostaju za rešenjima prihvaćenim u zemljama EU, štaviše, čini se da je u tom smislu napravljen u pojedinim slučajevima i kvalitativni pomak u odnosu na njih.

### **2.2. USLOVI ZA IZBOR DIREKTORA**

Uslovi za izbor direktora su u ZPD-u regulisani vrlo fleksibilno i široko. Naime, praktično jedini uslov predviđen zakonom je da direktor mora biti poslovno sposobno lice, iako je, doduše, dozvoljeno statutom predvideti i druge (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 382, st. 1 i 2). Ovakva pravila otvaraju mogućnost akcionarima da postanu direktori, odnosno članovi menadžmenta društva, što je lako ostvarivo, imajući u vidu mogućnost dogovora između

manjinskih akcionara. Ovo je, čini se, vrlo važno sa stanovišta akcionarske demokratije, ne samo zato što omogućava akcionarima najdirektnije učešće u upravljanju društvom, nego i zato što utiče na njihov aktivizam, jer stvara preduslove za ostvarivanje njihovih interesa, pre svega ekonomske koristi, koja je vrlo često i jedini pokretač aktivnosti akcionara. Međutim, sama mogućnost izbora jača položaj akcionara u odnosu na upravu, što dodatno pospešuje i osnažuje korporativnu demokratiju. S druge strane, kako se kriterijumi za izbor direktora određuju statutom, moguće je da neke grupe akcionara ili manjinski akcionari imaju svoje predstavnike među direktorima, odnosno članovima odbora direktora (Vasiljević, 2011).

Pored pomenutog uslova, predviđena je i zabrana obavljanja delatnosti (negativni uslovi) direktora društva za lica koja su direktori ili članovi nadzornog odbora u više od pet društava, koja su pravnosnažnom sudskom presudom osuđena za krivično delo protiv privrede, odnosno kojima je izrečena mera bezbednosti zabrane obavljanja delatnosti koja je ujedno i pretežna delatnost društva (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 382, st. 3). S obzirom na ovakva pravila, srpski ZPD spada u red liberalnijih propisa u pogledu uslova za obavljanje delatnosti direktora. Često se, u uporedno-pravnoj praksi, kao uslov za izbor direktora, predviđaju godine života, položaj zaposlenog u društvu ili određeni broj akcija deponovan statutom (Vasiljević, 2011). Ipak, s obzirom na mogućnost da se dodatni uslovi propišu na osnovu statuta, postoji opasnost da, u praksi, budu uvedena mnogobrojna ograničenja koja bi faktički onemogućila akcionarima da postanu članovi menadžmenta, s obzirom da takva rešenja nisu zabranjena na osnovu zakona. Stoga je na akcionarima da se aktivno angažuju i spreče takvu praksu, štiteći na taj način svoja prava, sprečavajući zloupotrebe i braneći osnovne principe korporativne demokratije.

### **2.3. MANDAT DIREKTORA**

Odredbama Zakona o privrednim društvima predviđeno je da se direktori biraju na mandat koji je određen statutom, ali uz ograničenje da taj mandat ne može nikako biti duži od četiri godine (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 385, st. 1). Iako je predviđen maksimum trajanja mandata, čini se da interesi akcionara nisu dovoljno zaštićeni, pogotovo imajući u vidu sve zastupljenije pravilo, pre svega u anglosaksonskoj praksi, da se direktori biraju u kontinuitetu na godišnjim skupštinama. Produženje mandata, u zemljama koje poznaju ovakvu praksu, zavisi od usvajanja godišnjih finansijskih izveštaja i izveštaja direktora o poslovanju društva (Vasiljević, 2011). Propisano je i pravilo da važi pretpostavka da mandat traje četiri godine, ukoliko statutom nije predviđeno drugačije (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 385, st. 2). To faktički znači da će se, u najvećem broju slučajeva, primenjivati maksimalan rok trajanja

mandata direktora. Pored toga, problematično je i to što isti direktor može biti opet imenovan i nakon isteka maksimalnog mandata predviđenog odlukom skupštine (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 385, st. 3). Međutim, i srpski ZPD poznaje pravilo po kom je mandat direktora suštinski određen usvajanjem finansijskog izveštaja i to u roku koji je predviđen za održavanje redovne godišnje skupštine. To znači da mandat direktora prestaje ukoliko skupština glasa protiv finansijskih izveštaja o poslovanju društva, ili ukoliko se ti izveštaji ne iznesu na verifikaciju pred skupštinu u periodu od šest meseci od završetka poslovne godine. Dakle, i pored dužeg mandata na koji se biraju direktori, akcionari imaju mogućnost da im uskrate poverenje tako što neće glasati za godišnje izveštaje, na taj način praktično prekidajući trajanje mandata, bez obzira na prvobitno predviđeno trajanje.

## 2.4. IMENOVANJE DIREKTORA

Imenovanje direktora zavisi od sistema upravljanja u akcionarskom društvu.

Naime, direktore u jednodomnom sistemu upravljanja imenuju skupštine. Na ovaj način akcionari direktno učestvuju u izboru direktora (bilo da se radi o jednom ili više njih), jer je reč o organu korporativne demokratije u kojoj akcionari najčešće ostvaruju svoja prava i vrše kontrolu nad radom uprave. Predloge kandidata za izbor direktora, prema ZPD-u, mogu dati direktor ili članovi odbora direktora, komisija za imenovanja i akcionari koji imaju pravo na predlaganje dopune dnevnog reda (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 384, st. 2). U prvom slučaju, direktori, pre isteka mandata, predlažu skupštini jednog ili više kandidata za kojeg smatraju da bi obavljao funkciju direktora na zadovoljavajuć način. U navedenom primeru, položaj akcionara je najnepovoljniji, jer se nalaze u situaciji da glasaju između kandidata koji su im nepoznati, a koji su predloženi i podržani od strane uprave društva. U drugom slučaju, formirano je posebno telo, komisija, koje predlaže skupštini izbor direktora, uz izvesne garancije nezavisnosti (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 410). Naposljetku, i sami akcionari imaju pravo predlaganja kandidata za direktora i to u slučaju da imaju prava da predlažu dopunu dnevnog reda, odnosno, ukoliko pojedinačno ili skupno poseduju najmanje 5% akcija sa pravom glasa. S obzirom na to, akcionari su odredbama zakona predviđeni kao jedan od ovlašćenih predlagača, doduše uz ispunjenje cenzusa, koji ipak nije nedostižno visok za manjinske akcionare, pogotovo u slučaju udruživanja. Na taj način je proces izbora demokratizovan, omogućujući tako akcionarima da zaštite svoje interese, predlažući kandidate, koji mogu biti akcionari, zaposleni u društvu ili neka treća lica, u zavisnosti od toga za koga oni smatraju da će na najbolji način zaštititi njihove i interese društva.

U dvodomnom sistemu upravljanja, uticaj akcionara na izbor uprave društva je uveliko ograničen. Naime, izvršnog direktora ili direktore imenuje nadzorni

odbor društva. Predloge za imenovanje direktora dostavlja komisija za imenovanje, odnosno, u njenom odsustvu, bilo koji član nadzornog odbora (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 420). To faktički znači da je zakonom, bez mogućnosti da se drugačije predvidi opštim aktom društva, propisano da ni skupština, ni akcionari nemaju nikakav direktan uticaj na proces izbora uprave društva.<sup>2</sup> Ipak, njihov legitimitet izvodi se iz toga što ih bira jedan nezavisni organ, nadzorni odbor, čije članove bira skupština, opet na predlog, između ostalih, ovlašćenih predlagača i samih akcionara. Stoga je demokratski princip u slučaju izbora uprave kod dvodomnog upravljanja posredan i izveden.

Ipak, i u jednom i drugom sistemu upravljanja, zakonom je propisana obaveza imenovanja lica čija je osnovna uloga nadzor nad unutrašnjim radom društva i radom direktora i, indirektno, zaštita interesa akcionara kroz kontrolu i sprečavanje zloupotreba (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 390, 392, 432). Na taj način, vodilo se računa o demokratskim potencijalima društva. Naposletku, direktori u oba sistema upravljanja razrešavaju se na skupštini društva, odnosno nadzornom odboru, prema principu da imenovanje određuje i razrešenje, vrlo jednostavno i efikasno, sa navođenjem ili bez navođenja razloga za razrešenje i pre isteka roka na koji su izabrani (Vasiljević, 2011). U ovom slučaju takođe, prevagnuo je interes zaštite manjinskih akcionara u smislu sprečavanja svake vrste zloupotreba.

## 2.5. SISTEM GLASANJA I DEMOKRATIJA AKCIONARA

Članom 384. stavom 4. ZPD, propisano je pravilo da se u javnom akcionarskom društvu direktori imenuju kumulativnim sistemom glasanja, ako je to predviđeno statutom. Logičkom analizom ovog stava mogli bi se izvući izvesni zaključci. Prvo, u nejavnim društvima ne postoji mogućnost izbora direktora kumulativnim sistemom glasanja. Drugo, u javnim akcionarskim društvima je pravilo da se direktori biraju direktnim sistemom glasanja. Treće, u javnim društvima je moguće statutom predvideti kumulativni sistem glasanja. Takođe, kumulativni sistem glasanja je moguć u jednodomnom sistemu glasanja, ali ne i dvodomnom, dok se ta mogućnost ne spominje kod izbora članova nadzornog odbora, mada je u teoriji zastupljen stav da je dozvoljena, ukoliko se predvidi statutom (Vasiljević, 2011). Ovo predstavlja značajnu promenu u odnosu na raniji Zakon, koji je predviđao da je kumulativni sistem pretpostavljen sistem glasanja kod javnog, odnosno, dozvoljen kod nejavnog akcionarskog društva (o tome više: Radović, 2008).

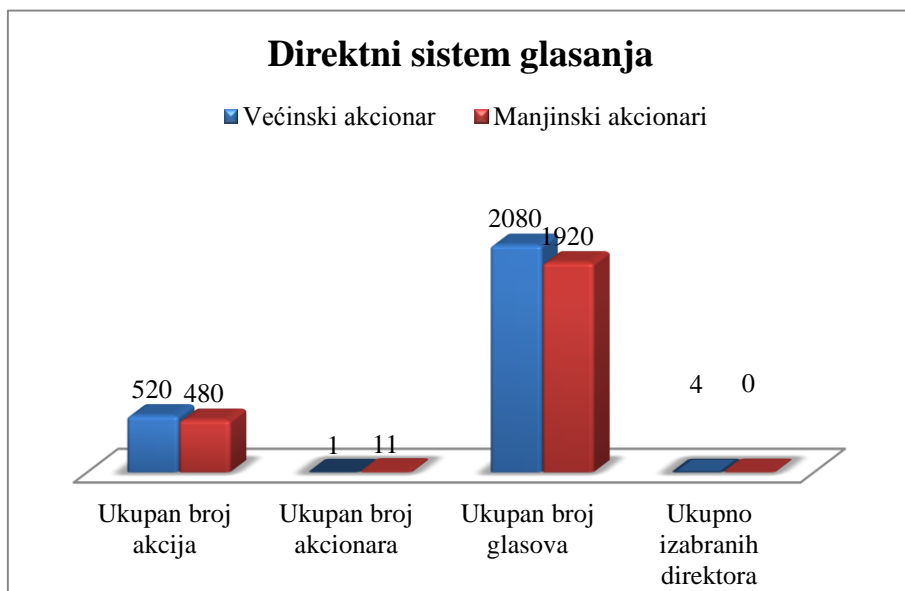
---

<sup>2</sup> Profesor Mirko Vasiljević u delu *Vodič za primenu Zakona o privrednim društvima* (Vasiljević, 2011, p. 490) navodi da predlog kandidata, iako to nije predviđeno zakonom, u slučaju nepostojanja komisije za imenovanje mogu dati i akcionari, ali je takav predlog neformalnog karaktera.

Izbor jednog od ova dva sistema glasanja, izuzetno je značajan sa stanovišta akcionarske demokratije, jer se, u zavisnosti od izbora sistema glasanja, ostvaruje različit uticaj akcionara na upravljanje društvom i izbor direktora, odnosno, manjinski akcionari se u ova dva sistema glasanja nalaze u potpuno različitom položaju. Kako bi se detaljnije objasnio položaj akcionara u ova dva mehanizma glasanja, navešće se i hipotetički primeri koji oslikavaju demokratski značaj izabranog sistema.

Direktni sistem glasanja predviđa da se ukupan broj akcija koje akcionar poseduje množi sa brojem direktora koji se biraju. Međutim, ukupan broj glasova koji se dobije na ovaj način mora se ravnomerno raspodeliti predloženim kandidatima, odnosno, ne postoji mogućnost da se ukupan broj glasova dodeli jednom kandidatu, predstavniku manjinskih akcionara. Kod direktnog glasanja akcionara, oni su jedino slobodni da izaberu lica kojima će dodeliti unapred određeni maksimalan broj glasova (Radović, 2008). Nadalje, to znači da su manjinski akcionari potpuno obespravljani u pogledu izbora svog predstavnika u organima upravljanja, jer će većinski akcionar, koji poseduje makar 51% akcija, imenovati celokupni odbor direktora. Ovo će biti slučaj čak i u situaciji kada postoji samo jedan većinski akcionar, a nekoliko desetina manjinskih akcionara. Ovaj sistem glasanja, dakle, oslanja se jedino na ekonomsku snagu akcionara, odnosno broj akcija, a u potpunosti zanemaruje demokratski aspekt korporativnog upravljanja. Napomenimo još jednom i to da je ovaj sistem glasanja najzastupljeniji u srpskom pravu i da ga može zameniti kumulativni, kao demokratska alternativa u restriktivno postavljenim slučajevima o kojima je bilo reči ranije.



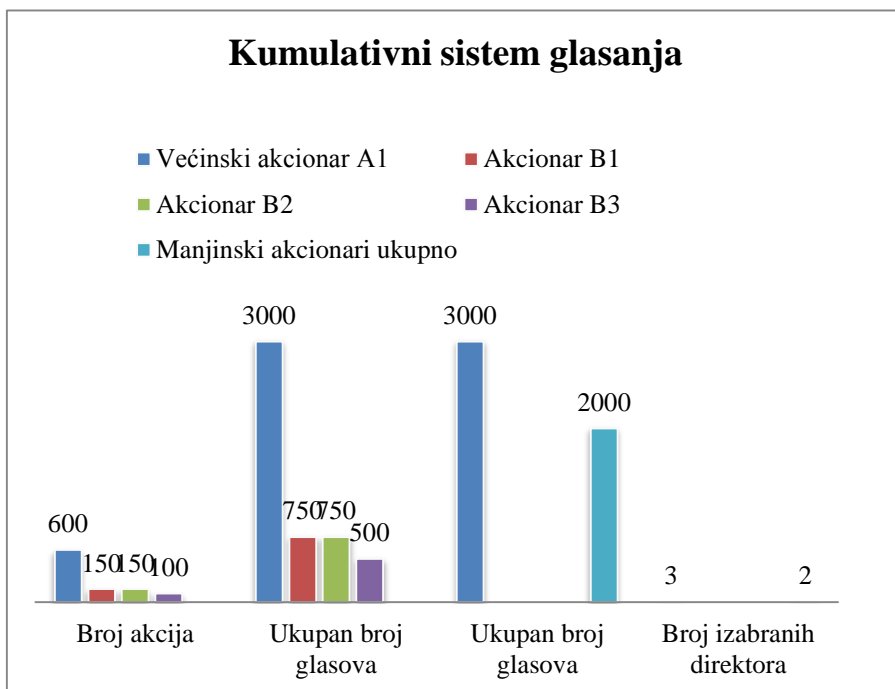


Slika 1. Direktni sistem glasanja.

Uzimajući konkretni primer, u akcionarskom društvu X AD ima jedanaest akcionara. Akcionar A1 poseduje 520 akcija, ili 52% ukupno izdatih, ostali akcionari poseduju po 50 akcija, s tim da akcionar B10 poseduje 30 akcija. U ukupnom iznosu, svih preostalih 10 akcionara poseduju 480 akcija, ili 48%. U društvu se bira 4 direktora. Ukupan broj akcija koje poseduje akcionar A1 je 2080, ali istovremeno je maksimalan broj akcija koji on može dodeliti jednom kandidatu 520, jer ih, kako je navedeno, ravnomerno raspodeljuje. Svi ostali akcionari imaju ukupno 1920 akcija. Svi manjinski akcionari su postigli dogovor da glasaju za akcionara B4 koji poseduje 50 akcija ukupno. Svi su glasali za njega, te je on osvojio 480 glasova. Većinski akcionar A1, glasao je za kandidata B2. Pored očigledne disproporcije između broja manjinskih i većinskih akcionara, za člana odbora direktora izabran je kandidat kojeg je predložio većinski akcionar, jer je on osvojio 520 glasova, ili 52%. To važi i za ostale kandidate. Dakle, sveukupno, većinski akcionar ima 4 izabrana svoja kandidata, naspram bilo kojeg izabranog kandidata predloženog od strane manjinskih akcionara.

S druge strane, kumulativni sistem glasanja je znatno povoljniji i doprinosi boljem položaju manjinskih akcionara i daljem razvoju akcionarske demokratije. Naime, ovaj sistem podrazumeva, takođe, da se ukupan broj akcija množi sa brojem direktora koji se biraju, s tim da je dozvoljeno da se glasovi neravnomerno raspodeljuju, odnosno da akcionar ima pravo da sve glasove

dodeli jednom kandidatu ili nekolicini. To je izuzetno značajno, jer srazmerno raste mogućnost akcionara da njegovi predstavnici ili sami akcionari budu izabrani u rukovodstvo akcionarskog društva. U zavisnosti od načina glasanja, planiranja i strategije, može se dogoditi da manjinski i većinski akcionari budu podjednako zastupljeni u organima upravljanja, iako je razlika u veličini udela, odnosno u broju akcija, nesrazmerno velika i приметna. Dakle, za razliku od direktnog sistema, prednost je na terenu demokratije u akcionarskom društvu, dok je ekonomski aspekt zanemaren. Međutim, korišćenje kumulativnog sistema glasanja nije, samo po sebi, garant zaštite prava manjinskih akcionara i izbora njihovih predstavnika u organe upravljanja, ali svakako označava povećanje mogućnosti da se takav pomak i napravi (Radović, 2008).



Slika 2. Kumulativni sistem glasanja.

Na konkretnom primeru to bi moglo da se predstavi na sledeći način: Većinski akcionar A2 poseduje 60% akcija u određenom društvu, odnosno 600 akcija. Manjinski akcionari B1 i B2 poseduju po 15% akcija, odnosno 150, dok akcionar B3 poseduje 10% akcija, odnosno 100. Bira se pet direktora. Većinski akcionar A1 poseduje ukupno 3000 glasova, akcionar B1 i B2 po 750 glasova, dok akcionar B3 poseduje 500 glasova. Akcionar A1, je zbog mogućnosti da

bude nadglasan, odlučio da svoje glasove rasporedi na sve svoje kandidate ravnopravno (po 600), kako bi bio siguran da će većina predloženih kandidata biti izabrana. Svi manjinski akcionari su postigli dogovor da glasaju za akcionare B1 i B2, koji su se kandidovali za odbor direktora. Ukupan broj glasova koji su imala trojica manjinskih akcionara (2000), raspoređen je ravnomerno dvojici kandidata, stoga su oni osvojili po 1000 glasova. U krajnjem ishodu to znači da su oba kandidata manjinskih akcionara izabrana, jer su imala više glasova od kandidata akcionara A1 (1000 naspram 600). Stoga su čak dva, od pet direktora, predstavnici manjinskih akcionara, što svakako mnogo više odgovara realnom odnosu snaga i brojnosti između manjinskih i većinskog akcionara, odnosno podudara se s tim (odnos 2 : 3). S obzirom na navedeno, nedvosmisleno je dokazano da kumulativni sistem više odgovara uslovima demokratskih procesa u društvu i da doprinosi zaštiti interesa manjinskih akcionara.

## **2.6. RAVNOPRAVNOST AKCIONARA I GLASANJE NA SEDNICAMA SKUPŠTINE**

Direktivom o pravima akcionara propisana je obaveza jednakog postupanja akcionara koji se nalaze u jednakom položaju (Directive on the exercise of the certain shareholders rights in listed companies, 2007). Ipak, poput drugih direktiva komunitarnog prava, ni ova direktiva ne propisuje načelo generalne ravnopravnosti akcionara, nego samo princip ravnopravnosti u delu materije koji se ovom direktivom uređuje. Tako je predviđena jednakost jednakih akcionara u odnosu na učešće u radu i vršenju prava glasa. Ovo pravilo, između ostalog, podrazumeva da svi akcionari koji se nalaze u istom položaju imaju jednak broj glasova i da uprava društva ne može zabraniti učešće u radu jednom akcionaru, ako je drugom, koji se nalazi u istom položaju, to dozvolila.

U pravu Republike Srbije je, s druge strane, predviđena kao opšte pravilo, prezumpcija ravnopravnosti akcionara. Naime, svi akcionari se u srpskom ZPD-u, tretiraju jednako pod jednakim okolnostima (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 269). To znači da bi ovaj princip bio narušen, ukoliko bi se nejednako postupalo sa jednakim akcionarima u pogledu njihovih prava i obaveza. To nejednako postupanje utvrdilo bi se pomoću objektivnih kriterijuma (Vasiljević, 2011). Tako bi zabrana vršenja prava glasa jednom akcionaru, koji se nalazi u jednakom položaju sa više njih, ili multipliciranje broja glasova u odnosu na druge jednake akcionare, predstavljala narušavanje principa ravnopravnosti. Stoga je ovaj princip izuzetno značajan u smislu zaštite, razvoja i unapređenja prava akcionara i doprinosi demokratskom izboru članova uprave društva i jednakom položaju akcionara u procesu odlučivanja.

U pogledu glasanja akcionara na sednicama skupštine, predviđena su pravila koja im omogućuju da slobodno i u skladu sa svojim uverenjima glasaju, a

određene su i garancije nezavisnosti i nepristrasnosti prilikom utvrđivanja rezultata glasanja. Propisana je i obaveza predsednika skupštine da formira posebne komisije za glasanje, sa osnovnom svrhom da obezbedi demokratski sistem glasanja i nepristrasnost prilikom odlučivanja (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 355). Glasanje može biti javno ili tajno, uz obavezu društva da preduzme sve mere kako bi se sprečile zloupotrebe u slučaju tajnog glasanja (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 360). Naposljetku, vodilo se računa i o interesima akcionara nerezidenata, kao i o potrebi aktivnijeg angažovanja akcionara uopšte, stoga je predviđena mogućnost glasanja pisanim putem ili posredstvom elektronskih sredstava komunikacije, što omogućava akcionarima da ostvaruju svoje pravo glasa, čak i sa prostorne udaljenosti (Zakon o privrednim društvima, 2011, čl. 340, 341).

### **3. PARTICIPACIJA AKCIONARA**

#### **3.1. PROBLEM „PASIVIZACIJE AKCIONARA“ – UZROCI, POSLEDICE I UTICAJ**

Kao što je već rečeno, jedna od osnovnih poteškoća u radu akcionarskih društava danas je problem neaktivnosti, odnosno pasivizacije akcionara. Naime, manjinski akcionari su nedovoljno uključeni u upravljanje i svakodnevno poslovanje društva, stoga se otvara mogućnost zloupotrebe prava akcionara i dodatne marginalizacije njihovog položaja. Nezainteresovanost akcionara, s druge strane, utiče i na efikasnost upravljanja društvom, jer usporava i otežava komunikaciju između uprave i akcionara, ali otežava i sazivanje skupštine. Međutim, ono što je posebno značajno, participacija, odnosno učešće akcionara u radu i upravljanju društvom, svakako je preduslov demokratskih procesa u društvu. Bez aktivnog i zainteresovanog akcionara, nema ni zaštite njihovog prava i položaja, jer je teško očekivati da uprava društva u praksi sprovodi navedene garancije i pravila, ukoliko ne postoje oni koji će je aktivno podsećati na obavezu da to učini. Čini se da takvim ponašanjem akcionari ugrožavaju sopstveni položaj, dovodeći u pitanje ostvarivanje i zaštitu sopstvenog (ekonomskog) interesa.

Postavlja se pitanje koji su to uzroci doveli do takvog položaja akcionara. Uzroci su brojni, a po svojoj prirodi mogu biti i subjektivni i objektivni. Treba, pre svega, razumeti da su akcionari različitog stepena obrazovanja i obaveštenosti o prilikama u društvu. Stoga su i faktičke mogućnosti njihovog učešća u radu različite. Akcionari se, prilikom pristupanja društvu, po pravilu, rukovode isključivo ekonomskim interesima. Razmišljajući jednolično, oni ne vide potrebu aktivnijeg angažovanja, ne shvatajući da i na taj način, doduše indirektno, utiču na poslovanje društva i ostvarenje svog ekonomskog interesa. Nadalje, učešće u radu predstavlja za akcionare finansijski trošak, pogotovo u

uslovima akcionara nerezidenata, a moguće je da se sednice skupštine odvijaju tokom radnog vremena ili godišnjih odmora, zbog čega akcionari često pokazuju nespremnost da učestvuju. S obzirom na sve navedeno, započet je postupak reforme u ovoj oblasti, koji je imao za cilj da obezbedi aktivniju ulogu akcionara, što predstavlja preduslov efikasnog korporativnog upravljanja. Reforma je na teritoriji Evropske unije sprovedena donošenjem Direktive o pravima akcionara. Osnova reforme bila je sprovedena revolucija u pogledu ličnih prava akcionara, gde je po prvi put dozvoljeno da se ona vrše posredno, odnosno bez fizičkog prisustva.

### **3.2. PARTICIPACIJA I DIREKTIVA O PRAVIMA AKCIONARA**

Dakle, kao što je već rečeno, Direktivom o pravima akcionara, započet je proces reforme u oblasti prava akcionara. Donošenju Direktive prethodila su mnogobrojna istraživanja i upitnici organa Evropske unije, sprovedeni sa ciljem da se uoče i preduprede problemi u ovoj oblasti. Uočena su četiri problema, čije rešenje predstavlja osnovni cilj ove direktive. Reč je o problemu pristupa informacijama pre sednica skupštine, o problemu blokiranja akcija kao preduslovu ostvarivanja prava glasa, o glasanju akcionara putem sredstava elektronske komunikacije i glasanju akcionara putem punomoćnika (Čulinović-Herc, & Hasić, 2011). Svi ovi problemi, odnosno njihovo prevazilaženje, u funkciji su aktivnijeg angažovanja akcionara, kako rezidenata tako i nerezidenata, i u funkciji daljeg razvoja demokratskih procesa u društvu.

Tako je Direktivom propisana široka sloboda u pogledu punomoćnika. U tom smislu, uvedena je zabrana gotovo svih ograničenja u pogledu njihovog angažovanja. Angažovanje i informacija o tome dozvoljeni su i putem sredstava elektronske komunikacije. Punomoćnici su, s druge strane, po svom položaju u pogledu učestvovanja i glasanja na sednicama skupštine, u potpunosti izjednačeni s akcionarom koji ih angažuje. Ovakva pravila, s jedne strane, doprinose rešenju problema nedovoljne zainteresovanosti, znanja i iskustva akcionara, a s druge strane omogućavaju akcionarima da, u slučaju da ne žele ili nisu u mogućnosti da prisustvuju sednicama skupštine, angažuju stručnjaka koji će voditi računa o zaštiti njihovih prava.

Dozvoljeno je i glasanje u odsustvu. Naime, akcionarima je omogućeno, da pre sednice skupštine, a u slučaju da nisu u mogućnosti ili ne žele da fizički prisustvuju, glasaju u pisanom obliku i to putem pošte. Pored toga, ustanovljena su i pravila koje se tiču mogućnosti učešća odsutnih akcionara putem sredstava elektronske komunikacije, koja im omogućuju da, u realnom vremenu, prate i učestvuje na sednicama skupštine, iako nisu fizički prisutni. Ova mogućnost ima veoma značajan demokratski potencijal, jer omogućava velikom broju lica da međusobno komuniciraju i glasaju, čak i sa velike prostorne udaljenosti. S obzirom na propisana pravila, otvara se i mogućnost organizovanja „virtuelnih“

sednica skupštine koje su, zapravo, jedinstvene platforme na kojima akcionari mogu međusobno komunicirati, glasati i na kojima se nalazi sva neophodna dokumentacija za rad. Tim platformama se pristupa korišćenjem posebno zaštićenih lozinki, kako bi se zaštitili interesi društva i akcionara. Iako upotreba elektronskih sredstava komunikacije, često zahteva izvestan stepen obazrivosti, pre svega zbog mogućnosti zloupotrebe ličnih podataka i rezultata glasanja, ova pravila će, svakako, pozitivno uticati na učešće akcionara i zaštitu njihovih prava, jer olakšavaju sprovođenje kontrole i omogućuju aktivnu interakciju između akcionara koji se nalaze na velikoj prostornoj udaljenosti.

### 3.3. NEDOSTACI DIREKTIVE I PREDLOŽENE IZMENE

Iako je Direktiva o pravima akcionara otvorila vrata aktivnijem angažovanju i doprinela zaštiti njihovih prava, ona je, kako se ubrzo pokazalo, bila nedovoljna i zahtevala je nadgradnju. Kako je reč o oblasti u kojima države članice ne mogu postići željene rezultate sopstvenom inicijativom, 2009. godine započet je složen proces analize pravila Direktive i njenih rezultata u cilju otklanjanja nedostataka, uz konsultovanje predstavnika svih zainteresovanih strana u akcionarskim društvima. Na osnovu rezultata istraživanja, Evropska komisija je 9. aprila 2014. godine donela Predlog Direktive Evropskog parlamenta i Saveta o izmenama i dopunama Direktive 2007/36/EC u pogledu ohrabriranja dugoročnog angažovanja akcionara i Direktive 2013/34/EU u pogledu pojedinih elemenata izjave rukovodilaca (Proposal for a Directive amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, 2014). Predložene izmene baziraju se na sledećim predloženim rešenjima:

- U oblasti aktivnijeg angažovanje akcionara, predlog izmene direktive predviđa obavezu investitora i menadžera da usvajaju i razvijaju strategiju i politiku aktivnijeg angažovanja akcionara koja se mora objaviti najmanje jedanput godišnje.
- U oblasti politike naknade, predviđeno je obavezno glasanje akcionara o politici naknada u vezi sa isplatama direktorima najmanje jednom u tri godine.
- Pre isplate povezane transakcije, koja čini više od 5% od ukupne vrednosti imovine ili može imati značajan uticaj na profit kompanije, potrebno je zahtevati odobrenje od strane nezavisnih akcionara. Povezane transakcije, koje čine više od 1%, a manje od 5% vrednosti imovine, moraju biti objavljene i praćene izveštajem o ispravnosti od strane eksperta.
- Savetnici i posrednici investitora moraju usvojiti i primeniti mere kako bi garantovali tačnost i sigurnost njihovih preporuka za glasanje i objaviti, najmanje jednom godišnje, činjenice značajne za proces davanja saveta, kako bi sam proces učinili transparentnijim.

Predložene izmene predstavljaju nadgradnju već uspostavljenog sistema, koja se bazira na uočenim nedostacima u primeni Direktive. Može se očekivati da nova rešenja u praksi doprinesu daljem razvoju demokratskih potencijala društva i zaštite prava akcionara, pre svega u smislu kontrole zarade i sprečavanju nedozvoljenog prisvajanja imovine društva i akcionara posredstvom povezanih transakcija.

### **3.4. AKCIONARSKA DEMOKRATIJA I DEMOKRATIJA U KONSTITUCIONALNOM SMISLU (SLIČNOSTI, RAZLIKE I MEĐUSOBNI UTICAJ)**

Između demokratije u konstitucionalnom smislu i akcionarske demokratije, postoje određene sličnosti, a procesi koji se odvijaju u savremenim društveno-političkim odnosima inherentni su procesima u društvu. Iako se, bez ikakve sumnje, oni odvijaju u potpuno drugačijem okruženju i okolnostima, mogu se povući izvesne paralele između akcionara i imalaca aktivnog biračkog prava. Istovremeno, mogu se uočiti određene negativne tendencije akcionarske demokratije, koje su zastupljene i u savremenim demokratskim društvima, kao što su: kriza demokratije, porast značaja zastupništva, indiferentnost biračkog tela i drugo. Međutim, naše mišljenje je da se izvesni demokratski potencijal može pronaći u rešenjima koja su prihvaćena na teritoriji Evropske unije u oblasti akcionarske demokratije i da se, štaviše, taj potencijal može upotrebiti prilikom rešavanja nekih otvorenih pitanja konstitucionalne demokratije, koja je danas u dubokoj krizi.

Dakle, kao što je već rečeno, akcionari pokazuju manji stepen zainteresovanosti za procese u društvu, a vrlo često ih karakteriše i biračka apatičnost, koja nastaje kao rezultat osećaja nemoći usled marginalizacije i nedovoljne zastupljenosti. Biračka apatičnost je tendencija, koja je, uveliko, zastupljena i u savremenim demokratskim procesima, što je posebno bilo vidljivo na nedavnim izborima za Evropski parlament, a zastupljena je i u regionu zapadnog Balkana. Uzrok je, reklo bi se, isti. Osećaj nemoći da se promeni odluka većine i indisponiranosti zbog postojećeg stanja.

Pored toga, i u jednom i u drugom sistemu demokratije, odluke se donose većinom glasova. Izuzetak predstavljaju izvesne odluke, i u jednom i u drugom sistemu, koje su od posebnog značaja za funkcionisanje društva, te se donose kvalifikovanom većinom. Iako je glasanje u društvu javno, postoji mogućnost da se, opštim aktom društva, predvidi tajnost glasanja. U oba slučaja, prilikom glasanja, formiraju se posebne komisije sa zadatkom da utvrde rezultate i omoguće nesmetano odvijanje procesa glasanja. Radi postizanja tog cilja, uspostavljene su i izvesne garancije, a predviđene su i neke mere tzv. pozitivne diskriminacije, sa ciljem da se izjednači položaj većinskih i marginalizovanih i obespravljenih manjinskih grupa. U tom smislu, najtransparentniji je primer

kumulativnog sistema glasanja, koji omogućuje predstavljanje manjinskih akcionara u organima upravljanja.

Jedno od glavnih obeležja akcionarske demokratije danas je povećan značaj punomoćnika. Reč je o ekspertima, odnosno stručnjacima, koji vrše prava umesto akcionara i koji su sa njima izjednačeni po položaju. Iako ne u tom obliku, posredno vršenje prava birača, odnosno građana, karakteristika je moderne demokratije. Naime, građani biraju predstavnike, koji umesto njih vrše vlast, smatrajući ih stručnijim i pozvanijim za njeno vršenje. Istine radi, direktna demokratija je, u mnogo većem obimu, zastupljena u akcionarskoj demokratiji, dok je posredna demokratija, odnosno plutokratija, obeležje savremenog društveno-političkog uređenja.

Pojedina rešenja akcionarske demokratije, možda bi mogla imati izvestan pozitivan uticaj na razvoj konstitucionalne demokratije. Upotreba elektronskih sredstava komunikacije ima u sebi veliki demokratski potencijal, pre svega jer omogućava, pomoću posebnih kompjuterskih aplikacija i softvera, komunikaciju neograničeno velikog broja ljudi, poboljšanje transparentnosti i sveopštu kontrolu rada državnih organa. Savremena tehnološka sredstva, čvrsto verujemo, mogu doprineti razvoju novih modela direktne demokratije, pogotovo u kombinaciji sa dosledno sprovedenim principom decentralizacije državne vlasti.

Pozitivan primer je i skraćivanje mandata uprave društva, pogotovo u svetlu razvoja principa smenjivosti vlasti, kao jednog od njenih osnovnih obeležja. Pored toga, smatramo da bi princip podnošenja godišnjeg izveštaja građanima o urađenom, svakako doprineo razvoju demokratije. Pogotovo, ukoliko bi nastavak mandata bio uslovljen usvajanjem ovakvog izveštaja i to direktnim putem od strane građana na referendumu.

Takođe, princip kumulativnog glasanja, pored toga što je uspostavljen radi zaštite prava i položaja manjinskih grupa, mogao bi dobiti jednu novu dimenziju. Naime, ovaj princip bi se mogao koristiti radi direktnog izbora vlade, odnosno predsednika vlade, od strane građana. Ovo bi se sprovedelo na taj način što bi svaki građanin imao onoliko glasova koliko ima ukupno poslanika, te bi ovaj broj mogao da raspodeli svima, nekima ili samo jednom kandidatu. Onaj kandidat koji bi osvojio najveći broj glasova, bio bi izabran za premijera, drugi za potpredsednika vlade i slično. Iako ovaj princip na prvi pogled zvuči utopistički, svakako bi doprineo razvoju direktne demokratije, koja je, verujemo, jedini izlaz iz krize demokratskih procesa koji su danas evidentni.

#### 4. ZAKLJUČAK

Stanje u oblasti akcionarske demokratije danas je pozitivnije, a posebno raduje posvećenost nadležnih organa Evropske unije proučavanju i sistemskoj analizi

ŠKOLA BIZNISA, 2/2014, 203 – 220



praktičnih implikacija postojećih rešenja, sa ciljem zaštite prava akcionara i unapređenja rešenja u ovoj oblasti. Propisane su brojne garancije zaštite prava akcionara i omogućeni mehanizmi kontrole rada i upravljanja akcionarskim društvom. Posebno je značajno što su izmenama Direktive o pravima akcionara, naročito propisana pravila o zaštiti ekonomskih interesa akcionara, kroz kontrolu politika naknada i povezanih transakcija. Takva pravila bi, u perspektivi, mogla doprineti sprečavanju neosnovanog prisvajanja imovine društva i akcionara od strane uprave društva.

U pogledu participacije akcionara, situacija je nešto drugačija. Problem njihove pasivnosti i dalje je aktuelan. Ovo posebno čudi zbog toga što su Direktivom o pravima akcionara propisana pravila koja umnogome olakšavaju vršenje prava i usmerena su ka poboljšanju položaja akcionara. Svakako se može očekivati da propisana pravila donesu boljitak i doprinesu aktivnijoj ulozi akcionara u bližoj budućnosti. Ovo prvenstveno zbog toga što im je omogućeno da sva svoja prava obavljaju posredno i bez fizičkog prisustva, a da su im pružene neophodne garancije za njihovo vršenje. S druge strane, i sami akcionari moraju posvetiti više pažnje svom angažovanju u društvu, pogotovo imajući u vidu da bi aktivnije učešće akcionara svakako doprinelo daljem razvoju i unapređenju akcionarske demokratije.

Ono što takođe raduje jeste i stanje ove oblasti u pravu Republike Srbije. Gotovo sva rešenja evropskog zakonodavstva prihvaćena su i u našem pravu. Ne samo to, u pojedinim slučajevima, naše pravo sadrži kvalitativni pomak u ovoj oblasti u odnosu na evropsku regulativu. Ovo je posebno značajno, imajući u vidu da se naša zemlja nalazi u procesu kandidature za članstvo u Evropskoj uniji, te je harmonizacija propisa jedna od obaveza u cilju dobijanja članstva.

Takođe, izvesno je da se društveno-politički odnosi i stanje u široj društvenoj zajednici, direktno reflektuju i na situaciju u akcionarskom društvu. Tako akcionarsko društvo karakteriše kriza demokratije, zloupotreba prava, biračka apatičnost ili postojanje uprave koja se naziva „demokratski“ izabranom, a vrlo često unapred nametnutom, bez ikakve faktičke mogućnosti uticaja akcionara na izbor. Ali, s druge strane, akcionarsko društvo podleže i uticaju pozitivnih demokratskih tendencija, kao što može izvršiti, u teoriji, i mogući pozitivan uticaj na razvoj i izlazak iz krize savremene demokratije, u slučaju da se pojedina rešenja iz akcionarskih društava prihvate i u konstitutivnoj praksi, makar i u modifikovanom obliku i obimu.

## REFERENCE

Čulinović-Herc, E., & Hasić, T. (2011). Sudjelovanje dioničara u radu glavne skupštine dioničkog društva prema noveli Zakona o trgovačkim društvima. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 32 (1), 31–71.

- 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.* (2007).
- Đorđević, S. (2012). Značaj i uloga mehanizama korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta. *Škola biznisa*, 1, 51–62.
- Fairfax, L. (2008). Making the Corporation Safe for Shareholder Democracy. *Ohio St. L. J.*, 69, 53.
- Lovre, I. (2014). Uloga i značaj računovodstva i revizije u korporativnom upravljanju. *Škola biznisa*, 1, 69-79. doi:10.5937/skolbiz1 - 5421.
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement* (2014).
- Radović, V. (2008). Kumulativno glasanje za izbor članova uprave – I deo. *Anali Pravnog fakulteta*, 56 (1), 150–164.
- Vasiljević, M. (2011). *Vodič za primenu Zakona o privrednim društvima*. Beograd: Intermex.
- Zakon o privrednim društvima. *Službeni glasnik RS*, (2011). br. 36/2011, 99/2011 i 83/2014.

*Primljeno: 09.11.2014.  
Odobreno: 30.11.2014.*