

Др Јелена Д. Лепетић, доцент
Универзитет у Београду
Правни факултет
jelena.lepetic@ius.bg.ac.rs

ЈЕДНА АКЦИЈА – ЈЕДАН ГЛАС: ДА ЛИ ЈЕ ВРЕМЕ ЗА ПРОМЕНЕ

Сажетак: Аутор у овом раду анализира правило једна акција – један глас дајући одговор на питање да ли је време за промене у српском компанијском праву. Након одређења сврхе правила једна акција – један глас као механизма за успостављање равнојачке између управљачких права акционара и економског ризика који акционари носе, аутор износи аргументе за и против увођења, односно задржавања и напуштања овог правила у националном праву. У раду су анализирана два типа система гласања у акционарским друштвима – пропорционални и непропорционални, уз приказ ујоредноравних рецења и дешавања на нивоу Европске уније. Аутор закључује да треба модификовати рецење које је прихваћено у српском компанијском праву, између осталог, ради популаризовања форме акционарског друштва и усклађивања правила једна акција – један глас са другим институцијима који су прихваћени у домаћем праву, пре свега, институција посебних дужности контролног акционара. Према мишљењу аутора, једна акција – један глас би требало да буде диспозитивно, а не императивно правило. Такође, сличне промене су се десиле у појединим ујоредним законодавствима. На крају, предложена промена би била у складу са тенденцијама у праву Европске уније у вези са подстицањем дугорочног ангажовања акционара.

Кључне речи: једна акција – један глас, акције које дају право на више гласова, системи гласања, акције за лојалност.

1. УВОД

Усвајање правила једна акција један глас је резултат тежње за пропорционалношћу управљачких права и економског ризика који улагач сноси. Због тога, оно представља својеврсну гаранцију да ће акционари доносити

најбоље одлуке за привредно друштво и уједно контролисати управу. Имајући у виду да, према природи ствари, управу могу ваљано контролисати једино активни/ангажовани акционари, активизам акционара представља важну и горућу тему у корпоративном управљању. Механизми за подстицање ангажовања акционара су бројни, при чему, поједини подразумевају одступање од правила једна акција – један глас. Управо је та чињеница један од главних аргумената који се могу истаћи против императивности правила једна акција – један глас, са посебном тежином за нејавна друштва. Ипак, значај тог аргумента не може се оспорити ни када је реч о јавним друштвима, посебно у случајевима када су специјална права гласа акционара постојала пре него што је друштво постало јавно (пре отварања).¹ Имајући у виду да је у српском компанијском праву прихваћено правило једна акција – један глас, оправдано је поставити питање које су предности, а које мане тог решења. Да би се дао одговор, треба имати у виду дешавања на нивоу Европске уније, као и важећа решења држава на чије се компанијскоправне прописе обично угледа наш законодавац. Национална законодавства се различито одређују према том питању. Због тога, корисно је направити преглед и класификацију сличних и различитих система. Право гласа акционара у праву Европске уније је посебно значајно за Србију као државу кандидата за чланство у Европску унију. Такође, треба преиспитати и да ли је правило једна акција – један глас одговарајуће за сва акционарска друштва, односно подједнако за јавна, као и за нејавна друштва. На крају, у зависности од одговора, треба утврдити да ли су, односно у којој мери су потребне реформе домаћих прописа, уз давање одговарајућих предлога за измену закона којим су регулисана привредна друштва. Треба кренути од тражења одговора на питање да ли је правило једна акција – један глас данас потреба или својевремени тренд у компанијском праву.

2. СВРХА ПРАВИЛА ЈЕДНА АКЦИЈА – ЈЕДАН ГЛАС

Правило једна акција – један глас представља конкретизацију принципа сразмерности између контроле и капитала акционарског друштва. Суштина тог принципа огледа се у премиси да онај ко сноси економски ризик треба да има и контролу над привредним друштвом.² Такође, правило

¹ 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.

² Вид. Извештај о пропорционалности између власништва и контроле у котираним друштвима у Европској унији: упоредна правна студија из 2007. године (Shearman & Sterling LLP, Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study, May 18, 2007), 4.

једна акција – један глас обично се сматра механизмом за дисциплиновање директора у контексту одвајања власништва од контроле у модерним привредним друштвима, због права гласа акционара и могућности разрешења директора.³ Специјална управљачка права акционара која им омогућавају да, и поред нижег степена економског ризика, односно процента капитал учешћа, значајно утичу на управљање друштвом подразумевају одступања од принципа сразмерности капитала и контроле, а тиме и од правила једна акција – један глас. С тим у вези, неизоставно је поменути раздвајање „правног” и „економског власништва”, односно питање раздвајања управљачких и економских права акционара. Разлози за спречавање раздвајања управљачких и економских права се подударaju са разлозима за увођење правила једна акција – један глас. Они су правне, економске или политичке природе. Као први разлог за спречавање раздвајања права гласа и сношења економског ризика (економско власништво) обично се наводи побољшање функционисања тржишта корпоративне контроле у светлу непријатељских преузимања.⁴ Ту су још и спречавање контролних акционара да присвоје имовину друштва (енг. *tunneling*), као и онемогућавање појединаца (економских и политичких моћника) да контролишу и саму државу.⁵ Дакле, питање раздвајања власништва и контроле у привредним друштвима представља полазну основу у анализи правила једна акција – један глас. Агенцијски трошкови и питање раздвајања власништва и контроле су у фокусу разматрања великог броја аутора још од тридесетих година прошлог века, тачније од времена Берла и Минса (*Berle & Means*) познатом по дисперзованом акционарству, због чијег се утицаја Сједињене Америчке Државе (даље: САД) обично наводе као пример државе са дисперзованим акционарством.⁶ О значајним променама на америчком тржишту сведочи податак да су закључно са 2010. годином велики институционални инвеститори били имаоци 80% америчког тржишта акција, при чему се само у периоду између 1980. и 1996. године тај број повећао са испод 30% на преко 50%.⁷ Модел привредног друштва Берла и Минса више није репрезентативни модел компаније у САД-у (у Европи није био ни раније).⁸ Наведена промена није једина која је

³ Вид. Arman Khachaturyan, „Trapped in Delusions: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in the European Union”, *European Business Organization Law Review* 3/2007, 4-5 (број страна према електронској копији доступној на *Westlaw*).

⁴ Henry T. C. Hu, Bernard Black, „The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review* 4/2006, 851.

⁵ *Ibid.*, 851-852.

⁶ Вид. Dorothy S. Lund, „The Case against Passive Shareholder Voting”, *Journal of Corporation Law* 3/2018, 498.

⁷ *Ibid.*, 498.

⁸ Вид. Alessio M. Paccas, „Exit, Voice and Loyalty for the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance”, *Erasmus Law Review* 4/2016, 204.

задесила тржиште САД-а. Повећано пасивно улагање је друга значајна промена о којој се данас говори као о проблему модерног доба.⁹

Док, с једне стране, циљ увођења правила једна акција – један глас јесте успостављање сразмерности контроле и капитала, то, с друге стране, није обезбеђивање равноправности акционара, иако би се то, на први поглед, могло помислити. Постизање равноправности, односно једнакости акционара није и не може бити сврха правила једна акција – један глас узимајући у обзир да једнакост подразумева једнако третирање лица, у овом случају акционара, која су у истом положају. Другачије речено, правило једна акција – један глас, као ни *pro rata* расподела дивиденде, нису манифестације принципа једнаког третмана акционара, већ једнакости акција као механизма који омогућава „изградњу секундарног тржишта”.¹⁰ Да закључимо, основна карактеристика правила једна акција – један глас у економском смислу јесте да је реч о механизму за успостављање равнотеже између улагања и контроле.¹¹

3. *PRO ET CONTRA* ПРАВИЛА ЈЕДНА АКЦИЈА – ЈЕДАН ГЛАС

Постоји велики број аргумената за усвајање, али и против увођења правила једна акција – један глас у компанијскоправну регулативу. И једни и други базирају се на анализи постојећих модела корпоративног управљања и корпоративне вредности.¹² Уопштено говорећи, као аргументи у прилог правила једна акција – један глас, најчешће се помињу: 1) ограничавање опортуног понашања контролног акционара, 2) подстицање учешћа акционара у раду друштва и 3) заштита мањинских акционара у случајевима преузимања.¹³ У контексту права Европске уније, као аргумент у прилог правилу једна акција – један глас наводе се позитивни ефекти које би увођење тог правила имало на слободно кретање капитала и право настањивања. С друге стране, аргументи против увођења правила једна акција – један глас су: 1) одвраћајући ефекат који правило производи на инвеститоре у погледу доношења одлуке о првој јавној емисији због извесног губитка контроле; 2) окретање алтернативним механизмима за очување или јачање контроле, као

⁹ D. S. Lund, 506.

¹⁰ Nicola de Luca, „Unequal Treatment and Shareholders’ Welfare Growth: ‘Fairness’ v. ‘Precise Equality’”, *Delaware Journal of Corporate Law* 34/2009, 894. Вид. више о једанком третману акционара у Зоран Арсић, „Једнак третман акционара”, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду* 2/2014, 58-59.

¹¹ Вид. А. Khachaturyan, 4-5.

¹² George Psarakis, „One Share – One Vote and the Case for a Harmonised Capital Structure”, *European Business Law Review* 4/2008, 710.

¹³ Вид. *ibid.*, 717-718 и 723.

што су: систем пирамида, узајамна капитал учешћа, коришћење деривата и зајма акција; 3) неразноврсност понуде акција, будући да свака ствар има цену, што подразумева могућност компензовања мањка управљачких права нижом ценом или гарантовањем веће дивиденде; 4) већа дисперзија акција због недоступности механизма за јачање контроле, што омогућава управи да лакше користи апатију акционара, чиме се повећавају агенцијски трошкови и отварају проблеми корпоративног управљања у континенталним правним системима којима нису својствени други механизми дисциплиновања управе; 5) давање предности краткорочним над дугорочним интересима, будући да то обично подразумева и немогућност награђивања лојалности акционара додатним гласовима и б) трошкови увођења и спровођења тог правила.¹⁴ Задржавање овог правила у државама које су га већ усвојиле, омогућило би трајност ефеката које је произвело његово увођење. С друге стране, у државама у којима су забрањене акције које дају право на више гласова, одустајање од императивног правила једна акција – један глас би донело флексибилност, охрабрило осниваче да врше јавне емисије, решило питање блокаде у одлучивању, одвратило шпекуланте од краткорочног улагања и слично.¹⁵ Стога, напуштање правила би било оправдано, уколико се позитивни ефекти увођења правила, под претпоставком да су настали, могу сачувати на други начин.

4. ПРОПОРЦИОНАЛНИ И НЕПРОПОРЦИОНАЛНИ СИСТЕМИ ГЛАСАЊА

Правило једна акција – један глас у буквалном смислу подразумева да свака акција коју акционарско друштво издаје даје право на један глас. Акције могу да дају право на више гласова приликом издавања, када се право гласа везује за акције – акције које дају право на више гласова, али и накнадно, приликом пословања када се право гласа везује за акционара – тзв. акције за лојалност. У оба случаја, реч је о одступању од правила једна акција – један глас. У случају недозвољености постојања било каквих изузетака од тог правила, неки од познатих института компанијског права били би изопштени из правног система. Тако би, на пример, било забрањено издавање преференцијалних акција, као акција без права гласа. Већ сама чињеница да је издавање преференцијалних акција обично дозвољено у националним законодавствима подразумева постојање непропорционалног система гласања у

¹⁴ *Ibid.*, 711-717.

¹⁵ Augusto Santoro, *Ciro Di Palma, Paolo Guarneri, Alessandro Capogrosso*, „Deviations from the One Share – One Vote Principle in Italy: Recent Developments – Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares”, *Bocconi Legal Papers* 5/2015, 147-148.

друштву. Пропорционални систем гласања би био онај у којем свака акција даје акционару право на један глас. С друге стране, када је дозвољено издавање акција које дају право на више или мање од једног гласа, поред акција које дају право на један глас, реч је о непропорционалном систему гласања. Дакле, систем гласања може бити пропорционални и непропорционални.

Непропорционални систем гласања подразумева издавање акција које дају различита гласачка права, било приликом оснивања друштва или накнадно у случају повећања капитала, чиме се акционарима са већим гласачким правима омогућава да управљају привредним друштвом.¹⁶ Дакле, непропорционални систем гласања је, пре свега, систем у којем су дозвољене акције које дају различито право гласа – непропорционални систем гласања у ужем смислу. Додатно, и систем гласања који подразумева дозвољеност акција са правом гласа и акција без тог права такође се може назвати непропорционалним системом – непропорционални систем гласања у ширем смислу. Због тога, непропорционални систем гласања не подразумева увек дозвољеност акција које дају право на више гласова. Право акционара на више гласова које даје једна акција је један од механизма јачања контроле – структурални или уговорни механизми који омогућавају акционарима да врше право гласа диспропорционално у односу на њихова економска права, односно економски ризик који носе.¹⁷ Популарност ових механизма не јењава, као ни њихова присутност на тржишту. Због тога, теоријска дебата о њиховој делотворности или штетности се наставља. Уопштено говорећи, контрола се може ојачати различитим механизмима који могу бити предвиђени актима друштва, на пример, право акционара на више гласова по акцији, ограничење гласачких права (енг. *voting caps*) или уговорима између чланова друштва, затим давањем акција у зајам и различитим облицима деривативних техника, као уговорних механизма, али и формирањем пирамидалних структура и узајамних капитал учешћа, као механизма корпоративног удруживања.¹⁸ Дакле, механизми за јачање контроле могу се поделити на: статусне механизме, уговорне механизме и механизме групе друштва, односно механизме корпоративног удруживања.¹⁹

Непропорционални систем гласања сам по себи не изазива много контроверзи када се уводи иницијално, приликом оснивања, што, с друге стране,

¹⁶ Вид. Flora Huang, „Dual Class Shares around the Top Global Financial Centres”, *Journal of Business Law* 2/2017, 137.

¹⁷ Yu-Hsin Lin, „Revisiting corporate control-enhancing mechanisms”, *Global Capital Markets – A Survey of Legal and Regulatory Trends* (eds. P.M. Vasudec, Susan Watson), Cheltenham – Northampton 2017, 95.

¹⁸ G. Psarakis, 709, фн. 2.

¹⁹ Вид. посебно о врстама ових механизма у Извештају о пропорционалности између власништва и контроле у котираним друштвима у Европској унији: упоредна правна студија из 2007. године.

није случај када котирано друштво жели и планира да га уведе накнадно. Другачије речено, значајно питање је да ли треба дозволити накнадно увођење непропорционалног система гласања у котираном акционарском друштву. Одговор би требало да буде одричан, имајући у виду да би тиме дошло до неједнаког третмана акционара у истом положају. Дакле, општи је став да докапитализација која би подразумевала различита гласачка права у виду већих права за контролну групу акционара и мања гласачка права за остале улагаче не треба да буде дозвољена, што је усвојено и у Европи и у САД-у.²⁰ С друге стране, тзв. акције за лојалност, односно специјална права гласа лојалних акционара, у државама у којима су дозвољене представљају редован механизам за награђивање свих акционара током пословања друштава чије се акције котирају на берзи. Наиме, гласове за лојалност дају све акције, при чему у пракси може доћи до злоупотребе тог института од стране управе и контролних акционара.²¹ Ипак, мора се истаћи да од самих мањинских акционара зависи да ли ће и они стећи већа гласачка права, па евентуална злоупотреба, како је напред описано, није ваљан аргумент против увођења акција за лојалност. Такође, треба истаћи да се тај аргумент против акција за лојалност базира на претпоставци да мањински акционари немају интерес да задрже акције и тако стекну већи утицај на друштво. У сваком случају, акционарима треба оставити могућност да сами одлуче да ли ће и на који начин лојалност акционара бити награђена, с обзиром на потребе одрживости друштва и привлачења инвеститора. Спектар доступних механизма сведочи о опредељењу законодавца у погледу пожељног степена аутономије воље у компанијском праву. Уместо недоступности појединих механизма, регулатор може да предвиди најмању већину која је потребна за доношење одлуке о награђивању чиме ће мањински акционари бити адекватно заштићени. Може се закључити да се не може изједначити случај накнадног издавања акција које дају право на више гласова друштва у којем то раније није било могуће и награђивање лојалних акционара додатним гласовима које дају већ издате акције.

5. УПОРЕДНОПРАВНА РЕШЕЊА

5.1. Решења у водећим правним системима

У САД-у је популарна тзв. двојна структура акција (енг. *dual-class shares*), под којом се подразумева издавање акција са различитим правом гласа и

²⁰ А. М. Ратес, 214.

²¹ *Ibid.*

прихватање непропорционалног система гласања. Конкретно, 6% јавних друштава има тзв. двојну структуру, односно издаје акције које дају различито право гласа.²² Разлог за избор овог механизма је окренутост друштва према дугорочном улагању и иновацијама.²³ Ту структуру изабрали су гиганти попут *Google*-а, *Facebook*-а и *LinkedIn*-а.²⁴ Посебно значајно питање у вези са друштвима са тзв. двојном структуром акција је да ли треба дозволити уврштавање акција тих друштава у берзанску котацију. Тако се, на пример, акције друштава са тзв. двојном структуром акција могу котирати на Њујоршкој берзи, као и на берзама Насдак (*NASDAQ*) и Амекс (*AMEX*), ако је таква структура постојала у време када је друштво постало јавно (енг. *initial public offering*).²⁵ Популарност двојне структуре превазилази границе америчког континента, па је тако светски позната кинеска компанија Алибаба изабрала да уврсти своје акције на листинг Њујоршке, а не Хонгконшке берзе, само да би могла да користи ту структуру.²⁶ Исто тако је и енглески фудбалски клуб *Manchester United* одлучио да постане јавно друштво са тзв. двојном структуром акција у САД-у 2012. године због ограничења која је предвиђала Лондонска берза.²⁷ Прихватљивост тзв. двојне структуре акција, односно непропорционалног система гласања, не подразумева искљученост правила једна акција – један глас из компанијскоправне регулативе. Напротив, правило једна акција – један глас може бити опште правило, које важи ако другачије није предвиђено актима друштва.

Најраспрострањенија форма тзв. двојне структуре акција у САД-у је издавање обичних и преференцијалних акција.²⁸ С друге стране, суштину ове структуре најлакше је разумети на примеру друштва које издаје две класе обичних акција, од којих акције једне класе дају право на мањи број гласова од акција друге класе.²⁹ У Делаверу, држави која је позната по својој компанијскоправној регулативи, правило једна акција – један глас јесте диспозитивне природе, што значи да компаније могу од њега одступити, односно да акције могу да дају право на више или мање од једног гласа, при

²² Y.-H. Lin, 103.

²³ *Ibid.*, 96.

²⁴ F. Huang, 137; Zohar Goshen, Assaf Hamdani, „Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *Yale Law Journal* 3/2016, 563.

²⁵ Tian Wen, „You Can’t Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange”, *University of Pennsylvania Law Review*, 6/2014, 1496-1497.

²⁶ Z. Goshen, A. Hamdani, 563.

²⁷ T. Wen, 1507.

²⁸ Tamara C. Belinfanti, „Shareholder Cultivation and New Governance”, *Delaware Journal of Corporate Law* 3/2014, 831.

²⁹ Вид. Stephen M. Bainbridge, „The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4”, *Washington University Law Review* 2/1991, 566.

чему је могуће издати и акције без права гласа.³⁰ У пракси, већина америчких акционарских друштава примењује правило једна акција – један глас.³¹

Постоје бројне правно-економске студије које доказују да одступања од правила једна акција – један глас нису штетна барем у случају прве јавне емисије друштва са тзв. двојном структуром акција.³² С друге стране, накнадно увођење акција без права гласа или акција са ограниченим правом гласа може бити проблематично с обзиром на то да може да послужи директорима да утврде положај, као и претварање обичних акција у преференцијалне будући да би корист од тога имали контролни акционари на штету мањинских.³³ То су разлози због којих се америчка Комисија за трговину хартијама од вредности борила против одступања од правила једна акција – један глас у котираним друштвима. На крају, пронађен је компромис, па тако постоје ограничења у погледу рекапитализације котираних друштава. Комисија је прво увела правило којим се онемогућава котирање друштава са тзв. двојном структуром акција, што је била реакција на чињеницу да су јој Њујоршка и Амекс берза поднеле захтев за одобрење измена правила о листирању због конкуренције са Насдаком, чија су правила била значајно либералнија од њихових у том погледу.³⁴ Ипак, правило није било дугог века, будући да је Суд у случају *Business Roundtable v. SEC*, који се повео због новоуведеног правила (*Rule 19c-4*), између осталог, утврдио да Комисија нема надлежност да се меша у унутрашње ствари друштава.³⁵ И поред тога, Комисија је убедила поједине берзе да делимично прихвате ограничења, па је тако забрањена рекапитализација котираних друштава са тзв. двојном структуром акција на Њујоршкој берзи.³⁶ С друге стране, акције тих друштва могу бити примљене у котацију ако су издате пре иницијалне јавне понуде, при чему се изузетно акције са различитим гласачким правима могу издати накнадно када се тиме не нарушава постојећи систем гласања, као и у случајевима статусних промена.³⁷

³⁰ Вид. Општи компанијски закон Делавера (*Delaware General Corporation Law*), пар. 151(a) и 212(a), <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/>, 4. септембар 2018. Вид. и F. Huang, 141.

³¹ Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, „Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting”, *Delaware Journal of Corporate Law* 40/2016, 564.

³² Види више у Guido Ferrarini, „One Share – One Vote: A European Rule”, *European Company and Financial Law Review* 2/2006, 159.

³³ *Ibid.*

³⁴ Marco Ventoruzzo, „The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *ECGI Law Working Paper* 288/2015, 4, https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2574236.pdf, 1. октобар 2018.

³⁵ *Ibid.*, 4–5.

³⁶ *Ibid.*, 5.

³⁷ *Ibid.*

У Великој Британији, правило једна акција – један глас је начелно прихваћено у Компанијском закону из 2006. године, али се од њега може одступити.³⁸ Дакле, акције које дају право на више гласова су дозвољене, уз одређења ограничења када је реч о котираним друштвима. Наиме, Регулатор финансијског понашања (*Financial Conduct Authority*) у својим Правилима о листингу предвидео је два премијум принципа за листинг (бр. 3 и 4) који представљају ограничења у том погледу.³⁹

С друге стране, постоје државе у којима су акције које дају право на више гласова забрањене. Такав је случај у немачком компанијском праву.⁴⁰ Право на више гласова на основу једне акције је изричито забрањено законом којим су регулисана акционарска друштва.⁴¹ Због тога се немачки систем може назвати конзервативним у поређењу са америчким или британским када је реч о правилу једна акција – један глас. Ипак, поређење искључиво америчког и британског решења са немачким, може резултирати погрешним закључком да је непропорционални систем гласања карактеристичан за англосаксонске правне системе за разлику од континенталних. Напротив, акције могу дати више од једног гласа у француском и италијанском праву, као и у скандинавским државама, као што су то Шведска и Финска.⁴² Решења наведених држава се могу назвати либералним у том контексту. Важеће правила једна акција – један глас без могућности одступања је разлог због којег се контролни акционари тешко одлучују да донесу одлуку о отварању друштва не желећи да над њим изгубе контролу.⁴³ Ипак, непропорционални систем гласања не може заштитити акционаре од преузимања када је у националном праву усвојено правило пробијања. Управо се правило пробијања наводи као један од разлога непопуларности акција које дају право на више гласова, односно двојне структуре акција у погледу права гласа које различите акције дају у Уједињеном Краљевству, иако она јесте дозвољена.⁴⁴ Као други разлог наводи се притисак тржишта и отпор институционалних инвеститора који су подстакнути да смањују број акција које дају право на више гласова и акција без права гласа ради промовисања доброг корпоративног

³⁸ F. Huang, 144.

³⁹ Вид. F Huang, 144; Премијум принципи за листинг, бр. 3 и 4 (*Premium Listing Principles*), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/7/2.html>, 25. октобар 2018.

⁴⁰ Y.-H. Lin, 105.

⁴¹ Вид. немачки Закон о акцијама (*Aktiengesetz – AktG*), чл. 12, ст. 2.

⁴² Вид. Извештај о пропорционалности између власништва и контроле у котираним друштвима у Европској унији: упоредна правна студија из 2007. године, 24.

⁴³ F. Huang, 139.

⁴⁴ *Ibid.*, 145. Вид. статистичке податке у Извештају о пропорционалности између власништва и контроле у котираним друштвима у Европској унији: упоредна правна студија из 2007. године, пар. 4.3.1. и 4.4.16.

управљања.⁴⁵ Због тога се на Лондонској берзи врло ретко котирају акције друштва која прихватају одступања од правила једна акција – један глас.⁴⁶

Правило једна акција – један глас је начелно прихваћено у акционарским друштвима у Француској (фр. *sociétés anonymes*), имајући у виду да је Трговинским закоником предвиђено да акције дају право гласа пропорционално капиталу који представљају, при чему свака акција даје право на најмање један глас, док се акције без права гласа могу издати само у форми преференцијалних акција (фр. *action de préférence*).⁴⁷ Француско решење заправо дозвољава и регулише тзв. акције за лојалност, односно специјално право гласа лојалних акционара када се испуне предвиђени услови. С друге стране, правило једна акција – један глас не важи за поједностављена акционарска друштва (фр. *société par actions simplifiée*), у којима су дозвољене акције које дају право на више гласова, али се акције без права гласа могу издати само у форми преференцијалних акција, као и у акционарским друштвима.⁴⁸

Данас су у Италији дозвољене акције које дају право на више гласова. Након измена италијанског Грађанског законика 2014. године, нејавна акционарска друштва могу издавати акције које дају право на више гласова, за разлику од јавних, која то могу само изузетно, иако су, с друге стране, акције за лојалност дозвољене.⁴⁹ Промена је уследила након миграције акционарског друштва Фијат (*Fiat S.p.A.*) у Холандију.⁵⁰ Акције које дају право на више гласова су дозвољене у јавним друштвима ако су издате пре него што су акције друштва примљене у листинг, при чему се након листирања, могу издавати само када је то неопходно за очување односа учешћа капитала између акционара у укупном капиталу.⁵¹ У италијанском праву од раније су дозвољена и друга одступања од правила једна акција – један глас, у виду акција са специјалним правима (на пример, право вета), лимита у вези са правом гласа, акција без права гласа, као и акција које дају право гласа само у одређеним случајевима.⁵² Законодавац је квантитативно ограничио број гласова по акцији, тако да једна акција може дати акционару право на максимално три гласа.⁵³ С друге стране, дозвољено је фрагментарно рачунање

⁴⁵ F. Huang, 145.

⁴⁶ *Ibid.*, 145–146.

⁴⁷ Вид. француски Трговачки законик (*Code de Commerce*), Art. L. 225-122 и Art. L. 228-11; Pierre-Henri Conac, „Freedom of Contract and Limits to Private Autonomy in French Company Law”, *Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag* (Hrsg. Helmut Siekmann), Band I, Tübingen 2017, 242-244.

⁴⁸ P.-H. Conac, 242-244.

⁴⁹ A. Santoro, et al., 143.

⁵⁰ Вид. више у *ibid.*, 141–142.

⁵¹ *Ibid.*, 154 и 167.

⁵² Вид. више у *ibid.*, 149–153.

⁵³ *Ibid.*, 153.

гласова, односно акција може дати, на пример, и право на један и по глас.⁵⁴ Иако су реформе италијанског законодавства којим су дозвољене акције које дају право на више гласова и акције за лојалност новијег датума, оне су и раније биле део италијанског законодавства. Наиме, акције које дају право на више гласова су до 1942. године биле дозвољене у италијанском праву.⁵⁵

Према Европском моделу компанијског закона дозвољено је издавање акција које дају право на више гласова.⁵⁶ Такође, дозвољено је и издавање тзв. приоритетних акција – акција које дају специјална права, као, на пример, право вета, без обзира на то колико гласова дају.⁵⁷ Дакле, у Модел закону прави се разлика између акција које дају право на више гласова и акција са специјалним правима. Реч је различитим механизмима са истим ефектом.

5.2. Право Европске уније

Гласање акционара, као манифестација вршења права гласа акционара, је важан инструмент корпоративног управљања.⁵⁸ То је препознато и на нивоу Европске уније, па је тако усвојена Директива бр. 828/2017 о измени Директиве бр. 36/2007 у погледу подстицања дугорочног ангажовања акционара.⁵⁹ Наиме, Европска унија се и раније бавила правима акционара, па је 2007. године усвојена Директива бр. 36/2007 о вршењу одређених права акционара у котираним друштвима.⁶⁰ Дакле, Европска уније фокусира на права акционара у јавним, односно котираним друштвима, имајући у виду њихов прекогранични карактер.

Правило једна акција – један глас није усвојено на нивоу Европске уније, иако је, својевремено, Европска комисија намеравала да га инкорпорира у право Европске уније као обавезујуће за котирана друштва. Чарли Маккриви (*Charlie McCreevy*), некадашњи Европски комесар за унутрашње тржиште и услуге, који је на тој функцији био од 2004. до 2010. године, сматрао је да би увођење правила једна акција – један глас омогућило успостављање демократије акционара, будући да би на тај начин била искључења могућност

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ M. Ventoruzzo, 1.

⁵⁶ H. De Wulf, 251; Европски модел компанијског закона, глава 5, одељак 6(1), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2929348&download=yes, 4. септембар 2018.

⁵⁷ Европски модел компанијског закона, глава 5, одељак 6 (5).

⁵⁸ 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* 5/2009, 745.

⁵⁹ 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.

⁶⁰ Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *OJ L* 184, 14. 7. 2007, 17-24 .

предвиђања механизма за јачање контроле.⁶¹ Ипак, Европска комисија је одустала од те намере, посебно имајући у виду резултате истраживања који су објављени током 2007. године.⁶² Тако се правило једна акција – један глас не помиње у Акционом плану: Европско компанијско право и корпоративно управљање – модерни правни оквир за веће ангажовање акционара и бољу одрживост друштава из 2012. године.⁶³ С друге стране, оно је било део напуштеног предлога Пете директиве (чл. 33, ст. 1), схваћено као гаранција пропорционалности права гласа и капитала.⁶⁴ Такође, било је поменуто и у Акционом плану за модернизацију компанијског права и унапређење корпоративног управљања у Европској унији који је сачинила Европска комисија 2003. године ради јачања права акционара и остварења демократије акционара.⁶⁵

Постоји више аргумената за увођење правила једна акција – један глас у право Европске уније. Најзначајнији је стимулисање прекограничне мобилности компанија у контексту права настањивања, с обзиром на то да би преузимање привредних друштва било олакшано.⁶⁶ Оно би деловало подстицајно на миграције друштава због могућности задржавања сличне акционарске структуре.⁶⁷ Такође, значајан аргумент у прилог увођења правила једна акција – један глас је и позитиван утицај који би тиме био остварен на слободу кретања капитала у виду повећања степена правне сигурности улагача, посебно оних који намеравају да стекну контролно капитал учешће у страним друштвима, јер би знали шта могу да очекују.⁶⁸ С друге стране, треба истаћи да се позитивни ефекти увођења правила једна акција – један глас, могу постићи и на друге начине. У том контексту, посебно је значајна регулатива преузимања акционарских друштава и правило пробијања. На нивоу Европске уније преузимање

⁶¹ Вид. више у G. Psarakis, 709.

⁶² Вид. H. De Wulf, 252.

⁶³ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, Strasbourg, 12.12.2012 COM(2012) 740 final.

⁶⁴ Вид. више у Koen Geens, Carl Clottens, „One Share One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited”, *The European Company Law Action Plan Revisited – Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission* (eds. Koen Geens, Klaus J. Hopt), Leuven 2010, 147.

⁶⁵ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, Brussels, 21. 5. 2003 COM (2003) 284 final, пар. 3.1.2.

⁶⁶ Вид. K. Geens, C. Clottens, 177.

⁶⁷ Вид. G. Psarakis, 731.

⁶⁸ Вид. K. Geens, C. Clottens, 178; G. Psarakis, 727 и 731. Слободно кретања капитала и право настањивања предвиђени су у чл. 63 и 49 Уговора о функционисању Европске уније (Consolidated version of the Treaty of the Functioning of the European Union, OJ C 326, 26. 10. 2012, 47-199). Реч је о слободама које имају велики значај за компанијско право.

је регулисано Директивом бр. 25/2004 о понудама за преузимање, при чему је правило о пробијању опционе природе.⁶⁹ Ако држава прихвата правило пробијања, право акционара на више гласова на основу једне акције се не може вршити у предвиђеним случајевима, када једна акција даје право на један глас. Другачије речено, ефекат правила пробијања је сличан оном који има предвиђање забране одступања од правила једна акција – један глас, односно императивно правило једна акција – један глас.⁷⁰ Дакле, ефекат увођења правила једна акција – један глас у оквиру одредаба о акцијама и праву гласа акционара може се постићи и регулисањем института преузимања на наведени начин. На крају, треба поменути да би и одлуке Суда правде Европске уније у будућности могле да произведу исти ефекат. Узимајући у обзир поменути промену политике и циљева Европске комисије у погледу права гласа акционара, као и чињеницу да је правило пробијања у Директиви бр. 25/2004 о понудама за преузимање, које се односи само на преузимања котираних друштава, опционо, до хармонизације у погледу правила једна акција – један глас би у скорије време могло доћи једино путем одлука Суда.⁷¹ Због тога, одлуке Суда правде Европске уније у случајевима златних акција, с обзиром на то да је реч о акцијама са специјалним правима које представљају одступања од правила једна акција – један глас према ефектима које производе, имају велики значај за ово питање.⁷² Уколико уклањање ограничења слободног кретања капитала и права настањивања буде резултат одлука Суда, правило једна акција – један глас ће фактички произилазити из самог Уговора о функционисању Европске уније, иако не би било део секундарног права Европске уније.⁷³ Ипак, тако нешто није извесно у скоријој будућности имајући у виду да се случајеви у вези са златним акцијама односе на специјална права државе као акционара. С друге стране, чињеница да та права могу бити предвиђена приватноправним актима, на пример, актима друштва или уговорима акционара јесте оправдан повод да се размотри и та опција.⁷⁴

⁶⁹ 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, 12-23.

⁷⁰ G. Ferrarini, 176.

⁷¹ Вид. К. Geens, С. Clottens, 148-149; 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, 12-23.

⁷² Вид., на пример, одлуке Суда у следећим случајевима: *Commission v Germany, Case C-112/05, Judgment of the Court (Grand Chamber), 23 October 2007; Federconsumatory and others v Comune di Milano, Joined Cases C-463/04 and C-464/04, Judgment of the Court (First Chamber), 6 December 2007; Commission v Portugal, Case C-543/08, Judgment of the Court (First Chamber), 11 November 2010; Commission v Portugal, Case C-212/09, Judgment of the Court (First Chamber), 10 November 2011.*

⁷³ Вид. К. Geens, С. Clottens, 179-180 и 184.

⁷⁴ Вид. више о тој могућности у Јелена Лепетић, „Златне акције између приватног и јавног права у пракси Суда правде Европске уније”, *Право и привреда*, бр. 4-6/2017, 128-129.

6. ПРАВИЛО ЈЕДНА АКЦИЈА – ЈЕДАН ГЛАС У ДОМАЋЕМ ПРАВУ

У Србији је прихваћено правило једна акција – један глас. Према Закону о привредним друштвима, обичне акције увек дају право на један глас, па су акције које дају право на више гласова забрањене.⁷⁵ Ипак, разлика у вршењу права гласа постоји између јавног и нејавног акционарског друштва. Конкретно, она се односи на вршење права гласа акционара који није у потпуности уплатио, односно унео улог. Акционар јавног друштва не може да врши право гласа по основу делимично уплаћене акције, док таква забрана не постоји код нејавних друштава. Дакле, правило једна акција – један глас је опште правило за обичне акције, на које се односи и поменуто правило о делимично уплаћеним акцијама. С друге стране, дозвољено је издавање акција без права гласа. Дозвољеност издавања акција са правом гласа – обичних акција и акција без тог права – преференцијалних акција, подразумева могућност издавања различитих врста акција.⁷⁶ Треба напоменути да није могуће претворити обичне акције у преференцијалне, што је значајно са аспекта права гласа акционара.⁷⁷ Акције се могу стећи на примарном или секундарном тржишту, при чему се даном стицања акција сматра дан уписа у регистар.⁷⁸ Обичне акције имају само једну класу јер свака акција даје право на један глас.⁷⁹ С друге стране, преференцијалне акције могу чинити више класа, с обзиром на то да могу давати различита права. Класа акција представља скуп акција једне врсте које дају иста права.

Имајући у виду да је опште правило да преференцијалне акције не дају право гласа, њихов ималац не може да управља друштвом иако сноси економски ризик пословања, као што га носе и акционари који су законити имаоци обичних акција. Усвајање правила једна акција – један глас у најширем смислу подразумевало би и забрану издавања преференцијалних акција. С обзиром на то да је дозвољено издавање акција без права гласа, као изузетак од правила једна акција – један глас, систем гласања је непропорционалан у ширем смислу. Српско право није усамљени пример у том погледу, узимајући у обзир да национална права обично дозвољавају изузетке од правила једна акција – један глас као, на пример, акције без права

⁷⁵ Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015 и 44/2018, чл. 251, ст. 1, тач. 1.

⁷⁶ ЗОПД, чл. 250.

⁷⁷ ЗОПД, чл. 251, ст. 2.

⁷⁸ Вид. о више о акцијама у Мирко Васиљевић, *Компанијско право – Право привредних друштава*, Београд 2017, 261.

⁷⁹ ЗОПД, чл. 251, ст. 1, тач. 1. За уплату и уношење улога код оснивања акционарског друштва вид. ЗОПД, чл. 45, 46, 266, 293.

гласа, ограничење укупног броја гласова по акционару, предвиђање права гласа само за одређена питања и друго.⁸⁰

Имаоци преференцијалних акција гласају у оквиру своје класе акција, у случајевима када те акције дају право гласа. Тада и делимично уплаћене преференцијалне акције дају право гласа (могућ је само новчани улог), при чему важи правило једна акција – један глас.⁸¹ Преференцијалне акције које се могу заменити за обичне акције – заменљиве акције, ако је то предвиђено статутом, могу дати право гласа својим имаоцима о свим или само о неким питањима, при чему се и тада примењује правило једна акција – један глас, с обзиром на то да је број гласова на које преференцијалне акције дају право једак броју обичних акција за које се могу заменити. Преференцијалне акције дају право гласа у домаћем праву у још једном случају, за који се може рећи да представља манифестацију заштите економских права ималаца преференцијалних акција. Конкретно, друштву је остављена могућност да статутом предвиди да имаоци преференцијалних акција могу да гласају заједно са имаоцима обичних акција ако им дивиденда, која им припада по одлуци скупштине, није исплаћена, све до њене исплате, и то сразмерно учешћу преференцијалних акција у основном капиталу друштва. Друштва би требало да искористе ову могућност, будући да акционари након доношења одлуке о исплати дивиденде постају повериоци друштва, а да је управо право на дивиденду кључни мотив за стицање преференцијалних акција. Може се закључити да је правило једна акција – један глас у српском праву императивно у свим случајевима када акција даје право гласа, односно да се другачије не може уговорити.

Правило једна акција – један глас није новина у Србији. Исто правило било је предвиђено Законом о привредним друштвима из 2004. године.⁸² Ситуација је пре тога била нешто другачија. Према Закону о предузећима из 1996. године, било је предвиђено да свака акција даје право гласа сразмерно својој номиналној вредности, при чему је било забрањено издавање акција са истом номиналном вредношћу које би давале различит број гласова.⁸³ Према Закону о предузећима из 1988. године, било је предвиђено да власници имају право гласа, сразмерно висини уложеног капитала, ако статутом, односно правилима није другачије предвиђено у скупштини пред-

⁸⁰ М. Ventoruzzo, 2.

⁸¹ Вид. ЗОПД, чл. 253, ст. 6 и чл. 255, ст. 1.

⁸² Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004 и 36/2011 – др. закон, чл. 208, ст. 1, тач. 3.

⁸³ Закон о предузећима, *Службени лист СРЈ*, бр. 29/96, 33/96 – испр., 29/97, 59/98, 74/99, 9/2001 – одлука СУС и 36/2002, чл. 221, ст. 1 и 3. Вид. Зоран Арсић, „Право гласа акционара – основни принципи”, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду* 2/2009, 56.

узећа у мешовитој својини.⁸⁴ Дакле, правило једна акција – један глас није било императивно. Легитимно је поставити питање да ли се жељени ефекат који је постигнут или се очекивало да ће бити постигнут увођењем правила једна акција – један глас као императивног правила у нашем праву могао или се може постићи на други начин или начине.

Већ је поменуто да се увођењем правила једна акција – један глас жели ограничити опортуно понашање контролног акционара, подстаћи учешће акционара у раду друштва и пружити заштита мањинским акционарима у случајевима преузимања. Српски законодавац предвидео је и друге институте који служе истој сврси. Тако је у Закону о привредним друштвима предвиђен институт посебних дужности према привредном друштву, чиме се законодавац обрачунао за опортуним понашањем контролних акционара. Даље, мањински акционари су у поступку преузимања заштићени правилима које предвиђа посебан закон.⁸⁵ Такође, Закон о привредним друштвима предвиђа бројна права мањинских акционара, при чему посебно штити несагласне акционаре, с једне стране, док онемогућава да се лојални акционари награде, с друге стране. Полазна претпоставка је да постоји подстицај за оснивање акционарских друштава. Према подацима из Агенције за привредне регистре, 2. децембра 2018. године на територији Републике Србије, било је активно 1112 акционарских друштава и 125960 друштава са ограниченом одговорношћу.⁸⁶ Када се узме у обзир да у Србији постоји занемарљив број акционарских друштава у односу на број друштава са ограниченом одговорношћу, јасно је да форма акционарског друштва улагачима није довољно привлачна. Правило један акција – један глас само по себи није подстицај за оснивање акционарских друштава нити подстиче акционаре да се ангажују у већој мери. Може се закључити да је карактеристика домаћег компанијског права некритичко преузимање института из различитих упоредних система, који често не налазе примену у пракси, упркос/због модерних решења.

Такође, треба истаћи да је у домаћем праву дозвољено креирање специјалних права акционара која производе исти ефекат који би произвеле акције које дају право на више гласова. Тако је, на пример, дозвољено уговорити право на именовање директора без обзира на број гласова актима друштва или право вета акционара, односно обавезну сагласност акционара за доношење одређених одлука. Формалноправно, тиме се не крши правило

⁸⁴ Закон о предузећима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 77/88, 40/89, 46/90 и 61/90 и *Службени лист СРЈ*, бр. 24/94 – др. закон, чл. 122, ст. 1.

⁸⁵ Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016.

⁸⁶ Агенција за привредне регистре је доставила аутору статистичке податке по захтеву аутора број ДП 424/2018.

једна акција – један глас, али се постиже исти ефекат као да оно не постоји, при чему је дозвољено и издавање акција без права гласа. Имајући у виду да се сврха увођења, а тиме и задржавања правила једна акција – један глас може постићи на друге начине, може се закључити да оно као императивно није неопходно у домаћем праву.

Ако српски законодавац направи заокрет и дозволи акције које дају право на више гласова, требало би да уважи чињеницу да оснивачи већ основаних друштава нису имали избор у том погледу приликом оснивања друштва. Због тога, законско решење мора бити различито за већ основана друштва од решења за друштва која ће тек бити основана. Када је реч о друштвима која су основана у складу са тренутно важећим Законом, требало би предвидети већи кворум и већу већину од обичне за одлучивање о издавању акција које дају право на више гласова имајући у виду да мањински акционари нису могли да знају да ће у неком тренутку у будућности то бити могуће, било да је реч о повећању капитала или претварању дела постојећих акција у нове акције. С друге стране, кворум и већина за одлучивање би требало да буду регуларни, а не увећани, када је реч о новим друштвима. Тако је решење предвидео италијански законодавац у оквиру скорашњих реформи.⁸⁷ Такође, несагласним акционарима треба омогућити излазак из друштва, с тим да треба направити разлику између акција које дају право на више гласова и тзв. акција за лојалност. Иако су тзв. акције за лојалност, заправо обичне акције које дају више гласова, оне не чине посебну класу акција. Формалноправно, реч је о специјалном праву гласа имаоца обичних акција. С друге стране, акције које дају право на више гласова представљају класу обичних акција у правима у којима је дозвољено њихово издавање.⁸⁸ Због тога, увођење тзв. акција за лојалност, не би требало да даје право несагласним акционарима на излазак из друштва, што је прихваћено и у реформисаном италијанском компанијском праву.⁸⁹

7. ЗАКЉУЧАК

Правило једна акција – један глас је механизам за постизање пропорционалности између управљачких права и економског ризика које улагач сноси. Другачије речено, економска позадина правила је тежња да се успостави равнотежа између управљања и контроле. Оно служи и за дисциплиновање чланова управе, будући да сваки акционар може допринети њиховом разрешењу. С друге стране, циљ увођења правила једна акција – један глас

⁸⁷ A. Santoro, et al., 158.

⁸⁸ Вид. у том смислу *ibid.*, 165.

⁸⁹ *Ibid.*, 166.

није постизање равноправности акционара. Постоји велики број аргумената за и против увођења, односно задржавања и напуштања правила једна акција – један глас у правном систему одређене државе. Правило једна акција – један глас је основ за одређење система гласања као пропорционалног или непропорционалног. Пропорционални систем гласања је онај у којем свака акција даје акционару право на један глас. С друге стране, непропорционални систем гласања је онај у којој је дозвољено издавање акција са различитим правом гласа, и/или акција са правом гласа и без њега. Право на више гласова на основу једне акције је статусни механизам за јачање контроле акционара. Питање увођења непропорционалног система гласања у ужем смислу, односно дозвољавања издавања акција које дају различит број гласова, а не само акција са и без права гласа је посебно осетљиво за котирана друштва.

Најраспрострањенија форма непропорционалног система гласања постоји у друштвима која издају обичне и преференцијалне акција. Тзв. двојна структура акција која подразумева и непропорционални систем гласања у ужем смислу, је посебно популарна у САД-у. У Делаверу је правило једна акција – један глас диспозитивне природе, што значи да акције могу носити више или мање од једног гласа, уз могућност издавања акција без права гласа. Акције које дају право на више гласова су дозвољене у Великој Британији, при чему постоје ограничења за котирана друштва. Акције могу да дају право на више гласова и у Француској, при чему треба разликовати акције које дају право на више гласова као посебну класу акција од тзв. акција за лојалност које представљају специјално право гласа. Исто тако, акције које дају право на више гласова су дозвољене и у Италији, Шведској и Финској. С друге стране, оне су забрањене у Немачкој.

На нивоу Европске уније, пројекат увођења правила једна акција – један глас је пропао. Само правило, односно ефекти које би имало прихватање правила једна акција – један глас, може се сагледати са три аспекта у контексту права Европске уније. Први је право гласа акционара, други институт преузимања акционарских друштава, а трећи кроз одлуке Суда правде Европске уније у вези са златним акцијама. Имајући у виду регулативу права акционара и института преузимања, једино је могуће очекивати промене које би произвеле одлуке Суда, стварајући исте ефекте које би имало увођење правила једна акција – један глас.

У домаћем праву дозвољен је непропорционални систем гласања у ширем смислу, односно дозвољено је издавање акција са и акција без права гласа. Такође, дозвољена су и бројна друга одступања од правила једна акција – један глас. С друге стране, акције које дају право на више гласова су забрањене, укључујући и тзв. акције за лојалност због императивности правила једна акција – један глас за акције које дају право гласа. Оваква забрана

није оправдана када се имају у виду други институти који су прихваћени у нашем праву, а којима се постиже иста сврха коју има и увођење правила једна акција – један глас, односно његов опстанак у правном систему. У домаћем праву, мањински акционари су у поступку преузимања заштићени посебним правилима, која подразумевају, између осталог, да управа мора да поступа у најбољем интересу акционара циљног друштва. Према општим правилима компанијског права о посебним дужностима, чланови управе и контролни акционари морају да поступају у најбољем интересу привредног друштва. Такође, предвиђена су бројна права мањинских акционара. Важан аргумент у прилог напуштања императивног правила једна – акција један глас је популаризовање форме акционарског друштва, посебно нејавног акционарског друштва, имајући у виду број ових друштава у Србији. Дозвољена одступања од правила једна акција – један глас омогућила би да се награде лојални акционари што би подстакло акционаре да се ангажују и одвратило их од продаје акција. Због тога, једна акција – један глас треба да буде диспозитивно правило у нашем праву, а не императивно, као што је то сада случај. Промене би биле у складу са тенденцијама на нивоу Европске уније у вези са подстицањем дугорочног ангажовања акционара. Уколико се законодавац определи за реформе, друштва ће бити у могућности да промене постојећи систем гласања када то желе акционари. Исто тако, акционарима који су против промене мора се омогућити излазак из друштва у складу са правилима о несагласним акционарима. Правило једна акција – један глас би требало да важи ако другачије није предвиђено актима друштва. На тај начин, реформа ће бити једноставнија и прихватљивија, имајући у виду да је ово правило већ дуже време део домаћег права.

*Jelena D. Lepetić, Ph.D., Assistant Professor
University of Belgrade
Faculty of Law
jelena.lepetic@ius.bg.ac.rs*

One Share – One Vote: Time for Change?

Abstract: *In this paper, the author analyses one share – one vote rule and answers the question if it is a time for change in Serbian company law. After defining the purpose of one share – one vote rule as a mechanism for creating the balance between shareholders' voting rights and economic risk borne by shareholders, the author brings forward the arguments for and against introducing as well as retaining and waiving the one share – one vote rule in national law. The author analyses two types of voting system in joint stock companies – proportional and disproportionate. Furthermore, the author provides a purview of comparative legal solutions and latest developments at the EU level. The author concludes that the solution accepted in Serbian company law should be modified, in order to, inter alia, promote the joint stock company and harmonize the one share – one vote rule with other introduced concepts in national law, especially the concept of special duties of controlling shareholders. In the opinion of the author one share – one vote should not be mandatory but a default rule. Besides, similar changes have occurred in respective comparative legislations. Finally, the change would be in accordance with the tendencies in the EU law with regard to enhancing long-term shareholder engagement.*

Keywords: *one share – one vote, multiple voting shares, voting system, loyalty shares.*

Датум пријема рада: 06.12.2018.