

## Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena

Katarina Đulić  
Tanja Kuzman \*

Neodgovarajući pravni okvir za zaštitu prava manjinskih akcionara, kao i specifični oblici privatizacija u zemljama Jugoistočne Evrope doveli su do nezainteresovanosti manjinskih akcionara da koriste svoje vreme, novac i druge resurse u "borbi" sa rukovodstvom privatizovanih preduzeća. Zbog toga pitanje prava manjinskih akcionara postaje sve značajnije. Set novih zakona, koji regulišu ovu oblast, usvojen je 2011. godine. Cilj ovog rada je da analizira pravni aspekt stepena zaštite prava manjinskih akcionara koji je predviđen novim zakonima, posebno u odnosu na stepen njihovih prava predviđenih u okviru direktiva EU i preporuka Evropske komisije. Analiza ima za cilj da identifikuje preporuke za dalje unapređenje zaštite prava manjinskih akcionara.

### I UVOD

Efektivna zaštita vlasništva odnosno akcionara ostvaruje se samo ukoliko akcionara štiti pravno pravilo, ukoliko pravno pravilo ima legitimitet i ukoliko je ono efektivno sankcionisano. Dakle, zaštita akcionara ima svoj pravni i faktički aspekt. Pravna zaštita akcionara podrazumeva definisanje položaja akcionara u zakonskim propisima i pratećoj regulativi. U tom smislu, najvažniji su zakoni koji regulišu pravo preduzeća (položaj akcionara u preduzeću) i zakoni koji regulišu tržište hartija od vrednosti (položaj akcionara/investitora na tržištu kapitala). Međutim, ukoliko povređeno pravo akcionar ne može da zaštiti pred organima prinude (sudovi, komisija za hartije od vrednosti itd.) onda on ne uživa efektivnu, faktičku zaštitu čak iako ga „pravo na papiru“ štiti. Naime, čak iako je skup prava datih akcionaru zadovoljavajući jer su napredna zakonska rešenja usvojena reformom, on postaje besmislen ukoliko: 1) se zbog nerazumevanja i/ili nedostatka legitimiteta ta pravila masovno krše i 2) zbog loših institucija vlasnik akcije ne može da obezbedi njihovu prinudnu primenu (čest slučaj u zemljama u tranziciji). U tom smislu, legitimitet i sprovođenje, tj. primena prava, odnosno kvalitet institucija koje (prinudno) primenjuju pravna pravila, određuje efektivnost zaštite investitora (faktički nivo zaštite) čak nezavisno od formalno definisanog skupa prava.

Zakoni i kvalitet njihove primene, a pre svega prinudne primene od strane regulatora i sudova, esencijalni su elementi i korporativnog upravljanja i finansijskog sistema jedne zemlje. Stoga, zakoni i kvalitet njihove primene imaju presudan značaj u zemljama u tranziciji, jer kada pravni sistem (zakoni i njihova primena) ne štiti eksterne i manjinske akcionare, korporativno upravljanje i eksterno finansiranje ne funkcionišu. Pošto zaštita akcionara presudno utiče na kvalitet korporativnog upravljanja i na razvijenost tržišta kapitala, postavlja se pitanje da li srpska regulativa pruža dovoljnu zaštitu manjinskim akcionarima? Brojna istraživanja<sup>1</sup> su pokazala da širina i dubina tržišta kapitala u nekoj zemlji, broj inicijalnih javnih ponuda i vlasnička struktura preduzeća, mogu biti i konceptualno i empirijski objašnjene kvalitetom pravne zaštite koju ta zemlja pruža eksternim investitorima. Kada govorimo o povezanosti pravne zaštite akcionara i vlasničke strukture preduzeća u nekoliko studija je dokazano da zemlje sa niskim nivoom zaštite prava akcionara imaju veću koncentraciju vlasništva/kontrole od zemalja sa višim kvalitetom zaštite akcionara.<sup>2</sup> Na osnovu toga može se zaključiti da u uslovima niske zaštite vlasničkih prava koncentrisano vlasništvo postaje supstitut za pravnu zaštitu. Pošto se reforme u zemljama u tranziciji sprovode u kontekstu nerazvijenih i slabih institucija, zaštita investitora je često nedovoljno kvalitetna (bez obzira na kvalitet formalno-pravnih pravila) što rezultira u koncentraciji vlasništva<sup>3</sup>. Dakle, vlasnik/akcionar u strahu od eventualnog gubitka kontrole i da bi zamrzao vlasničko-kontrolnu strukturu, a imajući u vidu da je tržište kapitala u zemljama u tranziciji nerazvijeno i da ne predstavlja ozbiljnu alternativu za finansiranje putem bankarskog kredita, gubi interes za učešćem na tržištu kapitala što vodi zatvaranju preduzeća i na makro nivou, opadanju likvidnosti tržišta. To nas dovodi i do bazične teze koja govori o tome da kvalitetna pravna zaštita akcionara podstiče razvoj finansijskog tržišta, odnosno da zaštita akcionara podstiče razvoj tržišta akcijskog kapitala. Jedna studija pokazuje da zemlje koje imaju kvalitetnu zaštitu akcionara imaju veću kapitalizaciju tržišta akcija, veći broj listiranih hartija po glavi stanovnika i veću stopu inicijalnih javnih ponuda relativno prema zemljama sa slabom zaštitom akcionara.<sup>4</sup>

\* Zahvalnost: Autori žele sa se zahvale Aleksandru Đorđeviću, Ani Filipović, Aleksandru Kalebiću i Ani Stiković koji su svojim istraživačkim radom značajno doprineli pisanju ovog rada.

1 La Porta et al, 2000.

2 La Porta et al, 1998; La Porta et al, 1999; Claessens et al, 2000.

3 Berglof i Claessens, 2004.

4 La Porta et al, 1997.

Pored svih navedenih činjenica, značaj zaštite prava manjinskih akcionara, igra veoma važnu ulogu u Srbiji imajući u vidu činjenicu da proces privatizacije još uvek nije završen. Proces privatizacije otpočet je '90-tih godina procesima insajderskih privatizacija kojima je došlo do nastanka specifične vrste insajderskog vlasnika (radnika-akcionara), dok je drugi talas privatizacije nakon 2001. godine kreirao vlasnike kroz eksterne privatizacije i besplatnu podelu akcija svim građanima koji su ispunjavali kriterijume predviđene zakonom. Imajući u vidu da je prethodna velika privatizacija bila sprovedena kroz besplatnu podelu akcija građanima (slučaj Naftne industrije Srbije), i da će se uskoro mnoga javna preduzeća otvoriti, čime će se veliki broj građana Srbije naći u ulozi manjinskog akcionara, ovaj rad će se baviti zaštitom prava manjinskih akcionara u javnim akcionarskim društvima u Srbiji.

Cilj ovog rada je da predstavi analizu zaštite prava manjinskih akcionara u Srbiji, kroz analizu novih pravnih rešenja koja su doneli Zakon o privrednim društvima, Zakon o tržištu kapitala i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava jer su zakonska rešenja preduslov efikasne zaštite prava akcionara. Na osnovu analize ponuđenih pravnih rešenja u ovim zakonima biće donet zaključak o usklađenosti regulative u našoj zemlji sa regulativom EU u oblasti zaštite prava manjinskih akcionara, dok analiza efektivnog sankcionisanja (odnosno prinudne primene od strane sudova) prevazilazi okvire ovog rada te u tom smislu ovaj rad neće dati konačnu ocenu efektivne (faktičke) zaštite koju uživa akcionar u Srbiji.

## ZAŠTITA MANJINSKIH AKCIONARA

Veza između privatne svojine i efikasnosti poslovanja (preko mehanizama korporativnog upravljanja) je manje-više aksiom Zapadne ekonomske misli. Mehanizmi korporativnog upravljanja koji štite akcionare u javnim akcionarskim društvima čijim se akcijama trguje na organizovanom tržištu, definisani su okvirom korporativnog upravljanja koji sadrži elemente zakonodavstva, regulacije, samoregulacije, dobrovoljnog prihvatanja obaveza, poslovnih praksi, uslova na tržištu kapitala, stanjem institucija, mehanizama prinudne primene prava itd. Taj okvir je rezultanta okolnosti (generalnih i specifičnih za pojedine firme i zemlje), kao i istorije i tradicije konkretne zemlje.

Prava investitora su zaštićena a često i data pravnim sistemom. Ona su rasuta u različitim zakonima - kompanijsko pravo, pravo hartija od vrednosti, stečajno pravo itd. Svi ti zakoni i kvalitet njihove primene, a pre svega prinudne primene od strane regulatora i sudova, su esencijalni elementi i korporativnog upravljanja i finansijskog sistema jedne zemlje. Stoga, kada pravni sistem ne štiti (eksterne i manjinske) vlasnike, korporativno upravljanje i eksterno finansiranje ne funkcionišu. Džensen i Mekling (Jensen, Meckling, 1976) su to istakli još 1976. godine: „Ovakav način gledanja na firmu ukazuje na važnu ulogu koju pravni sistem i pravo igraju u društvenim organizacijama, naročito, u privrednim organizacijama. Zakoni ograničavaju vrste ugovora u koje pojedinci i organizacije mogu ući ne rizikujući krivično gonjenje. Moć države oličena u policiji se upotrebljava da prinudno sprovede ugovore i da obezbedi naknadu štete u slučaju kršenja ugovornih odredbi. Sudovi dosuđuju po ugovorima, stranama ugovornicama i definišu precedente koji čine jezgro anglosaksonskog pravnog sistema. Sve ove aktivnosti države utiču i na vrste ugovora u koje se ulazi i na meru u kojoj se na ugovaranje može osloniti.“

Radi analize, mehanizme zaštite akcionara možemo kategorisati u interne i eksterne akcionarskom društvu. Interni mehanizmi zaštite akcionara tiču se struktura i procesa u samom društvu koji obezbeđuju menadžerima da efikasno upravljaju firmom a akcionarima da nadziru i kontrolišu menadžere. Ti interni mehanizmi su u Srbiji definisani pre svega kompanijskim pravom, odnosno **Zakonom o privrednim društvima**. Eksterni mehanizmi zaštite akcionara tiču se razvijenosti tržišta kapitala, regulative i nadzora tržišta od strane relevantnog regulatora, funkcionisanja drugih institucija tržišta kapitala, funkcionisanja sudova, transparentnosti poslovanja preduzeća, izveštavanja investicione javnosti o poslovanju preduzeća, mogućnosti firme da pristupi kapitalu i mogućnosti investitora da izađe iz firme likvidirajući vlasnički udeo. Prodaja vlasničkog udela je krajnja mera kojoj akcionar može da pribegne u slučaju da je nezadovoljan načinom na koji menadžer upravlja njegovim kapitalom. Tržište kapitala u Srbiji je definisano regulativom hartija od vrednosti, pre svega sistemskim **Zakonom o tržištu kapitala**. Međutim, da bi analiza bila zaokružena, potrebno je osvrnuti se i na **Zakon o preuzimanju akcionarskih društava** koji reguliše eksterni mehanizam korporativnog upravljanja sa snažnim „disciplinatorskim“ efektom za „loš“ menadžment. Pošto je korporativno upravljanje u Srbiji na početku, praksa je nerazvijena, samoregulacija i dobrovoljno prihvatanje obaveza su minimalne. Stoga, mehanizme zaštite akcionara tražimo u regulativi, a prvenstveno u tri pomenuta zakona.

Iako je analiza regulative ključna da bi se ocenio kvalitet zaštite akcionara u nekoj zemlji, institucionalni aspekt je presudan za utvrđivanje faktičke zaštite koju investitor uživa i pokazao se kao bitniji u zemljama u tranziciji (Berglof and Claessens, 2004).

Detaljna analiza dobrovoljne i prinudne primene pravnih pravila koja štite akcionara u Srbiji prevazilazi okvire ovog rada. Rad će učiniti prvi korak u oceni kvaliteta zaštite koju akcionar uživa u Srbiji fokusirajući se na analizu zaštite koju pružaju sama pravna pravila kako su definisana pre svega u nedavno donetim Zakonima o privrednim društvima i o tržištu kapitala kao i u nedavno menjanom zakonu o preuzimanju. Naime, prava koja štite akcionara možemo svrstati u jednu od tri kategorije materijalnih pravnih pravila. (1) opšta i posebna prava akcionara, (2) funkcionisanje skupštine akcionara i (3) transparentnost. Prva i druga kategorija pravila koja štite akcionara su regulisana Zakonom o privrednim društvima, a treća kategorija prvenstveno Zakonom o tržištu kapitala. U isto vreme, preuzimanja predstavljaju moćan mehanizam zaštite akcionara jer je iskustvo pokazalo da na razvijenim tržištima, firme koje loše posluju često postaju meta (neprijateljskih) preuzimanja, gde firma sticalac putem akvizicije „spašava“ akcionare ciljnih društava od lošeg upravljanja. Naime, firma koja pokušava da preuzme drugu firmu je po pravilu spremna da otkupi akcije ciljnog društva po ceni višoj od tržišne (da bi se kompenzovali akcionari ciljnog društva i za prodaju kontrole). Nakon što preuzme firmu, sticalac po pravilu otpušta prethodnu upravu i dovodi novu u cilju unapređenja profitabilnosti preuzetog društva. Stoga, da bi ocena eksternih mehanizama korporativnog upravljanja bila potpunija, autori će se osvrnuti i na Zakon o preuzimanju akcionarskih društava.

Za ocenu kvaliteta regulative, kao referentni okvir uzete su relevantne evropske direktive s obzirom da se Srbija opredelila za ulazak u Evropsku Uniju i da je time implicitno preuzela obavezu usklađivanja svoje regulative sa regulativom Evropske Unije. Uz to, regulativa Evropske Unije, zbog duže tradicije akcionarstva i razvijenijih finansijskih tržišta, u velikoj meri za Srbiju može biti konkretan primer dobre prakse. Svrha analize regulative je da ocenimo u kojoj meri naša regulativa reflektuje najbolju dostupnu svetsku praksu, te da li postoje značajnija odstupanja. Ukoliko se identifikuju odstupanja, biće date preporuke za unapređenje regulative u skladu sa najboljom praksom a imajući u vidu kapacitete srpskog tržišta kapitala i srpskih institucija korporativnog upravljanja da te preporuke primene.

## PRAVA AKCIONARA I FUNKCIONISANJE SKUPŠTINE

Novi Zakon o privrednim društvima (ili **ZPD**) (“Službeni glasnik RS”, br. 36/2011 i 99/2011), koji je objavljen 27. maja 2011. godine, stupio je na snagu 4. juna iste godine, a primenjuje se praktično u celini od 1. februara 2012. godine (osim člana 344. stav 9. i člana 586. stav 1. tačka 8, koji će se primenjivati od 1. januara 2014. godine). Ovaj zakon je relevantan za ocenu kvaliteta regulative koja se tiče opštih i posebnih prava akcionara kao i one koja regulišu funkcionisanje skupštine akcionara. Kao referentni okvir za analizu, uzeta je direktiva Evropske Unije koja regulišu vršenje određenih prava akcionara odnosno pomenutu materiju (ili **Direktiva 2007/36**) (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).

### Opšta i posebna prava akcionara

Akcionari stiču niz prava kupovinom akcija. Osnovni razlozi koji opredeljuju investitora za kupovinu akcija (umesto za neku drugu vrstu finansijske aktive) su: (1) kontrola, (2) dividende i (3) kapitalna dobit (IFC, 2011). Kada je reč o kontroli, ona se prvenstveno ostvaruje korišćenjem prava glasa. Naime, glasajući na skupštini akcionara, akcionar imenuje odbor društva čime direktno utiče na odlučivanje u društvu. Redovne isplate dividendi od ključne su važnosti za portfolio investitore koji nastoje da akcijama obezbede predvidive prilive gotovine. Konačno, kapitalna dobit (ili kapitalni gubitak) se ostvaruju prodajom akcija odnosno prenosom vlasništva nad akcijama.

Zakon razlikuje obične i preferencijalne akcije (čl. 250.). Obične akcije svojim imaocima daju pravo učešća i glasanja na skupštini akcionara, pravo na isplatu dividende, pravo učešća u raspodeli likvidacionog ostatka ili stečajne mase, pravo prečeg upisa običnih akcija i drugih finansijskih instrumenata zamenljivih za obične akcije iz narednih emisija, kao i druga prava predviđena zakonom ili statutom društva (čl. 251.). Ovo su standardna prava akcionara, uz napomenu da je ZPD kodifikovao i dobru praksu da jedna akcija uvek daje pravo na jedan glas. Po ZPD postoji samo jedna klasa običnih akcija i one uvek daju ista prava svojim imaocima. Takođe, ove akcije ne mogu da se konvertuju u druge finansijske instrumente.

Kada je reč o preferencijalnim akcijama one mogu dati jedno ili više povlašćenih prava svom imaocu, ali po pravilu ne nose pravo glasa. Povlašćena prava se pre svega odnose na pravo na dividendu, koja se isplaćuje prioritarno u unapred utvrđenom novčanom iznosu ili u procentu od nominalne vrednosti preferencijalne akcije, te pravo prvenstva naplate iz likvidacionog ostatka ili stečajne mase. I akcionar sa preferencijalnim akcijama ima pravo prečeg sticanja akcija

iz iste klase iz novih emisija (čl. 253). Konstatujemo da je i ovo regulisano na standardni način, te da se pravo preče kupovine smatra dobrom praksom jer čuva postojeće akcionare od dilutiranja vlasničkih udela.

Pored ovih, osvrnućemo se i na neka posebna prava akcionara koja su važna a koja predviđa ZPD. Tako ZPD priznaje akcionarima pravo na pobijanje odluke skupštine akcionara u slučajevima predviđenim ZPD (čl. 376.), pravo prenosa akcija i prava iz akcija koja se u javnim akcionarskim društvima ne mogu ograničiti ili ukinuti što je u skladu sa dobrom praksom (čl. 261.), pravo nesaglasnih akcionara da zahtevaju otkup akcija od strane društva koje je detaljno regulisano (čl. 474. – 476.), pravo na uvid u listu akcionara (čl. 331.), pravo na podnošenje derivativne tužbe (tužbe u ime društva) koje ima akcionar koji poseduje ili predstavlja 5% osnovnog kapitala društva i koja se može podneti u slučajevima koje navodi ZPD (čl. 49, 79, 472.), kao i pravo na procenu nenovčanog uloga u društvo. Pravo na informisanje je detaljnije regulisano novim ZPD (relativno prema prethodno važećem Zakonu o privrednim društvima) a predviđeno je da je društvo omogućilo pristup traženim dokumentima i informacijama ako su oni dostupni za uvid i preuzimanje na internet stranici društva (čl. 465.) što je dobra praksa.

Kada je reč o pomenutoj Direktivi 2007/36, ona se ne bavi opisanim pravima akcionara. Ona samo navodi u članu 4. da društvo mora da obezbedi jednak tretman svih akcionara koji su u istoj poziciji u pogledu učešća na skupštini akcionara i vršenju glasačkih prava. Naš ZPD u članu 269. izričito predviđa da se svi akcionari pod jednakim okolnostima tretiraju na jednak način i na taj način implementira preporuku Direktive 2007/36 i najbolje prakse. Napominjemo da je jednak tretman akcionara predviđen i članom 64. Zakona o tržištu kapitala. Možemo, dakle, zaključiti da kada je reč o opštim i posebnim pravima akcionara ZPD jeste u skladu i sa Direktivom 2007/36 i sa prepoznatom dobrom praksom.

### Funkcionisanje skupštine akcionara

ZPD predviđa dve vrste skupštine akcionara – redovnu koja se održava najmanje jednom godišnje i vanrednu koja se saziva po potrebi (čl. 364. i 371.). Zakon izričito navodi koje su nadležnosti skupštine akcionara (čl. 329.) i one obuhvataju sve one nadležnosti koje dobra praksa smatra standardnim, a naročito: imenovanje i razrešenje članova odbora društva (i to izvršnih i neizvršnih direktora u jednodomnom sistemu i članova nadzornog odbora u dvodnomnom sistemu); vršenje kontrole nad društvom (imenovanjem nezavisnog eksternog revizora, određivanjem njegove naknade, usvajanjem finansijskih izveštaja i izveštaja revizora, imenovanjem članova komisije za reviziju pod određenim uslovima itd.); utvrđivanje naknade za direktore odnosno članove nadzornog odbora i raspodela dobiti; donošenje statuta i svog poslovnika; povećanje i smanjenje osnovnog kapitala; odlučivanje o statusnim promenama i promenama pravne forme; odlučivanje o sticanju i raspolaganju imovinom velike vrednosti; odlučivanje o reorganizaciji i likvidaciji društva itd.

Kada je reč o funkcionisanju skupštine akcionara, osvrnućemo se pre svega na ona pravila koja je izdvojila Direktiva 2007/36.

Član 5. Direktive 2007/36 bavi se informacijama koje moraju biti dostavljene akcionarima pre održavanja sednice skupštine. Direktiva 2007/36 predviđa da se obaveštenje o sazivanju skupštine mora uputiti akcionarima najkasnije 21 dan pre održavanja skupštine akcionara. Naš ZPD ne samo da implementira ovu preporuku već postavlja rigoroznije standarde. On naime predviđa da se poziv za redovnu sednicu skupštine upućuje najkasnije 30 dana pre dana održavanja sednice (čl. 365.), a poziv za vanrednu sednicu najkasnije 21 dan pre dana održavanja sednice (čl. 373.). Član 5. Direktive 2007/36 dalje predviđa da poziv za sednicu skupštine treba uputiti na način koji će omogućiti brz i jednak (nediskriminatoran) pristup svim akcionarima. Naš ZPD (čl. 335.) predviđa da se poziv upućuje ili na adrese akcionara iz jedinstvene evidencije akcionara ili objavljivanjem na internet stranici društva i internet stranici registra privrednih subjekata (dok javno akcionarsko društvo ima obavezu da poziv objavi i na svojoj internet stranici i na internet stranici tržišta na kome su uključene njegove akcije). Ovakvo rešenje je u skladu i sa Direktivom 2007/36 (tj. postiže rezultat zahtevan Direktivom) i sa dobrom praksom.

Kada je reč o informacijama koje treba da budu uključene u obaveštenje o skupštini akcionara, Direktiva 2007/36 navodi vreme i mesto održavanja sednice, pouku o pravima akcionara u vezi sa učešćem u radu skupštine i jasno i precizno obaveštenje o pravilima za njihovo ostvarivanje, dan akcionara, obaveštenje o načinima preuzimanja materijala za sednicu, te internet adresu gde se materijali mogu naći. ZPD u čl. 335. gotovo *ad verbatim* usvaja preporuke Direktive 2007/36. Preporuka da određeni materijali za skupštinu akcionara moraju biti dostupni najmanje 21 dan u principu je usvojena s tim što ZPD navodi eksplicitno samo određene materijale za sednicu koji moraju obavezno da se stave na raspolaganje akcionarima (čl. 367.).

Član 6. Direktive 2007/36, odnosi se na pravo akcionara da menjaju i dopunjuju dnevni red. Direktiva 2007/36 predviđa da pravo na predlaganje dnevnog reda ima jedan ili više akcionara koji poseduju najmanje 5% akcija sa pravom glasa i traži od država članica da svojom regulativom predvide jasan rok za podnošenje predloga, te obavezu društva da revidiran dnevni red blagovremeno dostavi svim akcionarima da bi mogli da vrše svoje pravo glasa. ZPD u potpunosti ostvaruje rezultat zahtevan Direktivom 2007/36 jer predviđa pravo jednog ili više akcionara koji poseduju najmanje 5% akcija s pravom glasa da podnese(u) predlog za dopunu dnevnog reda (čl. 337), kao i rok od 20 dana pre održavanja redovne sednice odnosno 10 dana pre održavanja vanredne sednice za upućivanje predloga. Javno akcionarsko društvo je dužno da ovaj predlog objavi na svojoj internet stranici najkasnije narednog radnog dana od dana prijema predloga. Napominjemo da je prethodnim Zakonom o privrednim društvima pravo na menjanje i dopunu dnevnog reda mogao da ostvari akcionar koji ima ili predstavlja 10% akcija, tako da ZPD predstavlja unapređenje. Možemo, dakle, zaključiti da je i u ovom pogledu ZPD u skladu sa relevantnom direktivom i sa najboljom praksom koja je u toj direktivi kodifikovana.

Član 7. Direktive 2007/36 tretira uslove za učešće i glasanje na skupštini akcionara. Član 7. predviđa da treba da se utvrdi dan akcionara („record date“) i da on ne treba da bude više od 30 dana pre dana održavanja skupštine akcionara. Takođe, ovaj član Direktive preporučuje da ne treba uslovljavati učešće u skupštini akcionara zahtevima da se akcije deponuju, registruju ili prenesu na neko treće lice niti je pak preporučljivo da se ustanovljavaju restrikcije na prenos akcija u periodu od dana akcionara do održavanja sednice skupštine. ZPD predviđa da dan akcionara bude na deseti dan pre dana održavanja sednice (čl. 331.) i propisuje proceduru za učešće u skupštini onih akcionara koji prenesu akcije nakon dana akcionara a pre sednice skupštine (čl. 331(3)). U tom smislu, ZPD je u saglasnosti sa članom 7. Direktive 2007/36. Ipak, potrebno je napomenuti da čl. 328(3) koji dozvoljava da se statutom može utvrditi minimalan broj akcija koje akcionar mora posedovati da bi stekao pravo na lično učešće u radu skupštine, nije u skladu sa dobrom praksom i da predstavlja ustupak koji je učinjen društvima sa velikim brojem akcionara. ZPD donekle ublažava ovu odredbu navodeći da prag za lično učešće u skupštini ne može biti veći od 0.1% ukupnog broja akcija odgovarajuće klase.

Član 341. ZPD gotovo *ad verbatim* kodifikuje član 8. Direktive 2007/36 koji se tiče učešća u radu skupštine elektronskim putem. ZPD dozvoljava da se statutom ili poslovnikom skupštine omogući učešće u radu skupštine elektronskim putem i to: (1) prenosom sednice skupštine u stvarnom vremenu; (2) dvosmernim prenosom skupštine u stvarnom vremenu, putem kojeg se omogućava obraćanje akcionara skupštini sa druge lokacije; i (3) mehanizmom za glasanje elektronskim putem, bilo pre bilo tokom sednice, bez potrebe da se imenuje punomoćnik koji je fizički prisutan na sednici. Učešće elektronskim putem može biti ograničeno samo usled potrebe identifikacije akcionara i sigurnosti elektronske komunikacije.

Slično tome, čl. 342. ZPD razrađuje preporuke člana 9. Direktive 2007/36 koji reguliše pravo na postavljanje pitanje i dobijanje odgovora. U tom smislu ZPD nalaže da akcionar koji ima pravo učešća u radu skupštine ima pravo da direktorima (odnosno članovima nadzornog odbora) postavi pitanja koja se odnose na rad društva i na tačke dnevnog reda. Direktor odnosno član nadzornog odbora je dužan da akcionaru pruži odgovor na postavljeno pitanje. Odgovor se može uskratiti samo iz razloga koji su eksplicitno navedeni u ZPD i koji su u skladu sa Direktivom 2007/36.

Član 10. i 11. Direktive 2007/36 razrađuju pravila koja se tiču punomoćja („proxy voting“). ZPD je usvojio sve preporuke Direktive razrađivši ih u čl. 344.-349. Vezano za punomoćje samo ćemo se ukratko osvrnuti na najvažnija pravila. Naime, svaki akcionar ima pravo da putem punomoćja ovlasti određeno lice da u njegovo ime učestvuje u radu skupštine te da u njegovo ime glasa. Punomoćnik ima ista prava kao i akcionar koji ga je ovlastio. Društvo ne može da propiše posebne uslove koje mora da ispunjava punomoćnik niti može da ograniči njihov broj. Čl. 345. navodi ko ne može biti punomoćnik i ove restrikcije su one navedene u Direktivi 2007/36. U čl. 340. ZPD u skladu sa čl. 12. Direktive 2007/36, ZPD dozvoljava da akcionari glasaju pisanim putem bez prisustva sednici. Član 348. posebno reguliše situaciju u kojoj se banka, koja vodi zbirne ili kastodi račune, u jedinstvenoj evidenciji akcionara vodi kao akcionar u svoje ime a za račun svojih klijenata. Takva banka se smatra punomoćnikom za glasanje u odnosu na svoje klijente ako prilikom pristupanja na sednicu prezentuje pisano punomoćje za glasanje odnosno nalog za zastupanje izdat od strane tih klijenata. Ovaj zahtev ZPD u skladu je sa čl. 13. Direktive 2007/36 koji reguliše tu materiju.

Konačno čl. 14. Direktive 2007/36 predviđa način objavljivanja rezultata glasanja. Naš ZPD u čl. 356. ne samo da usvaja preporuke Direktive nego uvodi i restriktivnija pravila. Tako na primer, Direktiva preporučuje da kompanija treba na svojoj internet stranici u roku koji nije duži od 15 dana od dana održavanja sednice skupštine da objavi rezultate glasanja. Naš ZPD predviđa da je javno akcionarsko društvo u obavezi da najkasnije u roku od tri dana od

dana održane sednice na svojoj internet stranici objavi donete odluke i rezultate glasanja po svim tačkama dnevnog reda te da te informacije moraju ostati dostupne na internet stranici društva najmanje 30 dana.

Da zaključimo, iako Srbija još nije članica Evropske Unije, naš zakonodavac nastoji da usvoji najbolju praksu koju su države Evropske Unije iskristalisale u oblasti akcionarstva. U tom smislu, odredbe ZPD koje se tiču prava akcionara i funkcionisanja skupštine akcionara reflektuju najbolju praksu koja je u ovoj materiji definisana Direktivom 2007/36.

## TRANSPARENTNOST

Organizacija i praksa korporativnog upravljanja treba da bude takva da obezbedi tačno i blagovremeno pružanje informacija. Transparentnost je od ključne važnosti kada je reč o finansijskim indikatorima, poslovnim rezultatima, vlasničkoj strukturi i menadžmentu firme. Istinita informacija do koje se lako može doći štiti investitore i doprinosi etičkom poslovanju firmi. To je razlog zašto akcionari, ali i investitori (potencijalni akcionari i/ili poverioci) moraju imati pristup redovnoj, istinitoj, uporedivoj (standardizovanoj) i dovoljno detaljnoj informaciji. Svest o tome da se minimum materijalno važnih informacija (finansijski i poslovni rezultati, poslovni ciljevi, vlasnička struktura, politika nadoknada članovima odbora direktora, transakcije među povezanim licima, predvidljivi faktori rizika, informacije o zaposlenima i drugim zainteresovanim licima itd.) mora redovno objavljivati, tek počinje da se razvija u Srbiji. Rezultati dosadašnjih istraživanja jasno pokazuju da su transparentnost i objavljivanje najveći problem akcionarskih društava u Srbiji. Napominjemo da se ovaj rad fokusira na tzv. obavezno objavljivanje koje se tiče javnih akcionarskih društava ali i drugih pravnih lica koja izdaju hartije od vrednosti javnom ponudom odnosno čije su hartije od vrednosti uključene na regulisanom tržištu odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi (javno društvo).

Sistemski zakon koji se u Srbiji bavi ovom problematikom je Zakon o tržištu kapitala (ili **ZTK**) ("Službeni glasnik RS", br. 31/2011). Kao referentni okvir za analizu koristimo Directive 2004/109/EC of the European parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC sa svim amandmanima koji su usledili Direktivom 2008/22/EC od 11.03.2008., Direktivom 2010/73/EU od 24.11.2010. i Direktivom 2010/78/EU od 24.11.2010. (**Direktiva 2004/109**). Sama Direktiva 2004/109 je veoma obimna i njena detaljna analiza prevazilazi okvire ovog članka. Mi ćemo se samo osvrnuti na odredbe Direktive koji su od ključne važnosti za informisanje akcionara. U tom smislu analizu ćemo kategorizovati prema vrstama informacija koje treba da budu dostupne akcionarima na periodične i kontinuirane informacije pošto je ova klasifikacija korišćena u Direktivi 2004/109.

## Periodične informacije

U čl. 4. Direktiva 2004/109 predviđa da emitent (javno društvo) mora da objavi svoje finansijske izveštaje najkasnije četiri meseca po završetku fiskalne godine i da mora da obezbedi da taj finansijski izveštaj ostane dostupan javnosti najmanje pet godina. Isti član predviđa da godišnji finansijski izveštaj mora da sadrži: finansijske izveštaje sa mišljenjem revizora; izveštaj o poslovanju društva; i izjavu lica odgovornih za sastavljanje godišnjeg izveštaja da je, prema njihovom najboljem saznanju, godišnji finansijski izveštaj sastavljen uz primenu odgovarajućih međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja i da daje istinite i objektivne podatke o imovini, obavezama, finansijskom položaju i poslovanju kompanije. Član 50. ZTK u potpunosti reflektuje tekst čl. 4. Direktive 2004/109.

Kada je reč o polugodišnjim izveštajima, čini se da je čl. 52. nešto detaljniji i precizniji od čl. 5. Direktive 2004/109 koji reguliše istu materiju, ali sama rešenja su gotovo identična mada razrađenija i rigoroznija u ZTK. ZTK predviđa da javno društvo mora da, najkasnije u roku od dva meseca nakon završetka prvih šest meseci poslovne godine, objavi i dostavi Komisiji za hartije od vrednosti polugodišnji izveštaj koji sadrži: skraćeni bilans stanja, skraćeni bilans uspeha, skraćeni izveštaj o promenama na kapitalu i skraćeni izveštaj o tokovima gotovine, sva četiri sa uporednim podacima za isti period prethodne godine; detaljne napomene uz polugodišnje izveštaje; polugodišnji izveštaj o poslovanju društva; i gorepomenutu izjavu lica odgovornih za sastavljanje polugodišnjih izveštaja. Ovi izveštaji moraju biti dostupni najmanje pet godina od dana njihovog objavljivanja. Kao i godišnji, i polugodišnji konsolidovani finansijski izveštaji moraju biti objavljeni a isto se odnosi i na polugodišnji revizorski izveštaj ukoliko društvo revidira polugodišnje finansijske izveštaje. ZTK predviđa i obavezu javnih društava da sastavljaju, javno objavljuju i dostavljaju Komisiji za hartije od vrednosti, kvartalne izveštaje koji se ne pominju u Direktivi 2004/109, postavljajući time rigoroznije zahteve za objavljivanjem od Direktive.

Direktiva 2004/109 traži u čl. 7. da države članice svojim zakonodavstvom specificiraju ko su lica odgovorna za istinitost i potpunost podataka. ZTK u čl. 69. i 19. predviđa pre svega odgovornost emitenta odnosno samog javnog društva i njegovih organa (direktora i članova odbora), te nezavisnog revizora za finansijske izveštaje koji su obuhvaćeni revizorskim izveštajem. Time je ZTK uvažio zahtev Direktive 2004/109.

### Kontinuirane informacije

Kada je reč o podacima o značajnim učešćima, pravilo predviđeno članom 9. Direktive 2004/109 je u potpunosti usvojeno (i delimično pooštreno) čl. 57. ZTK. ZTK predviđa da kada fizičko ili pravno lice neposredno ili posredno dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% prava glasa istog akcionarskog društva čijim se akcijama trguje na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, ono je dužno da o tome obavesti Komisiju, akcionarsko društvo (Direktiva 2004/109 traži samo da se obavesti društvo) i tržište na kome su akcije tog društva uključene u trgovanje. Ova informacija je važna za akcionare jer im omogućava da razumeju ko je u nekom društvu u poziciji da donosi odluke ili makar bitno utiče na njih. Član 58. ZTK reguliše sticanje ili raspolaganje značajnim učešćem u pravu glasa koje je važno iz istih razloga. Njega u Direktivi 2004/109 reguliše čl. 10. I u ovom slučaju relevantna odredba srpskog zakona u potpunosti usvaja preporuke iz Direktive. Same procedure obaveštavanja i obelodanjivanja u vezi sa značajnim učešćima propisane su čl. 59. ZTK i u potpunosti kodifikuju relevantni čl. 12. Direktive 2004/109.

Kada je reč o samom javnom društvu u kome dođe do promene broja akcija sa pravom glasa, po ZTK (čl. 57(4)), a u skladu sa čl. 15. Direktive 2004/109, ono je obavezno da na kraju svakog kalendarskog meseca u svrhe izračunavanja praga koji je gore naveden, javno objavi informacije o nastalim promenama i novom ukupnom broju akcija sa pravom glasa, kao i vrednost osnovnog kapitala. Dalje, čl. 63. ZTK, u skladu sa čl. 14. Direktive 2004/109, predviđa da ukoliko javno društvo stiče ili otuđuje sopstvene akcije sa pravom glasa, samostalno ili preko lica koja deluju u svoje ime, a za račun tog javnog društva, dužno je da objavi javnosti broj sopstvenih akcija u apsolutnom i relativnom iznosu u najkraćem mogućem roku, ali ne kasnije od isteka četiri dana od sticanja ili otuđenja akcija sa pravom glasa.

Konačno, član 55. ZTK kodifikuje čl. 16. Direktive 2004/109 i predviđa da je javno društvo dužno da dostavi Komisiji i tržištu na kome su uključene njegove hartije od vrednosti informaciju o svakoj promeni koja je nastala u pravima iz hartija od vrednosti.

Možemo ponovo zaključiti da i kada je reč o transparentnom poslovanju i objavljivanju informacija relevantnih za investitore, srpsko zakonodavstvo usvaja preporuke najbolje prakse koja je destilisana u relevantnim direktivama Evropske Unije. Kada je reč o transparentnosti, odredbe Direktive 2004/109 koje regulišu objavljivanje informacija u potpunosti su reflektovane u članovima ZTK.

## PREUZIMANJA

Postupak preuzimanja akcionarskih društava na srpskom tržištu kapitala regulisan je Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011) (u daljem tekstu ZP). Kao referentni okvir za analizu, uzeta je direktiva Evropske Unije koja reguliše preuzimanja (ili **Direktiva 2004/25**) (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids-Official Journal L142, 30/04/2009). U članku ćemo se osvrnuti na one odredbe koje su ključne za zaštitu akcionara.

Čl. 3. Direktive 2004/25 propisuje generalne principe koje države članice treba da uvedu u svoje zakonodavstvo kao dozvoljeni okvir („pravila igre“) za preuzimanja. Član 3.1. Direktive predviđa da svi akcionari ciljnog društva moraju imati ravnopravan položaj u postupku preuzimanja, te da ako neko lice stekne kontrolu nad društvom, ostali akcionari moraju biti zaštićeni. ZP u čl. 3(1) i (2) u potpunosti usvaja tekst Direktive 2004/25 dodajući da zaštita ostalih akcionara podrazumeva da i oni mogu pod istim uslovima da prodaju svoje akcije ponuđaču. Dalje, isti član Direktive 2004/25 predviđa da akcionari ciljnog društva moraju biti potpuno, tačno i blagovremeno obavješteni o ponudi za preuzimanje, kako bi mogli da donesu informisanu odluku o preuzimanju. Čl. 3(3) ZP je u saglasnosti sa ovom odredbom Direktive. Ostali paragrafi istog trećeg člana Direktive 2004/25 odnosno ZP, kao slike u ogledalu, predviđaju da je uprava ciljnog društva dužna da u toku sprovođenja postupka preuzimanja postupa u najboljem interesu akcionara ciljnog društva (čl. 3.1.(c) Direktive 2004/25 i čl. 3(4) ZP), da ponuđač i druga lica koja učestvuju u postupku preuzimanja ne smeju svojim delovanjem na tržištu izazvati poremećaje koji bi za posledicu imali veštačko podizanje ili smanjivanje cena akcija ciljnog društva (čl. 3.1.(d) Direktive 2004/25 i čl. 3(6) ZP), da je ponuđač obavezan, pre podnošenja zahteva za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, da obezbedi neophodna sredstva

za kupovinu akcija (čl. 3.1.(e) Direktive 2004/25 i čl. 16. ZP) i, konačno, da su ponuđač i ciljno društvo dužni da postupak preuzimanja sprovedu u najkraćem mogućem roku, kako ciljno društvo ne bi duže vremena od opravdanog bilo sprečeno u svom poslovanju (čl. 3.1.(f) Direktive 2004/25 i čl. 3(5) ZP).

Član 4. Direktive 2004/25 posvećen je organu koji nadzire proces preuzimanja, njegovim ovlašćenjima i pravu koje se primenjuje. Tako, Direktiva 2004/25 u članu 4.1. zahteva da države članice odrede nadzorno telo, a u članu 4.5. da mu daju relevantna ovlašćenja kako bi ono efektivno moglo da nadzire proces preuzimanja na domaćem tržištu kapitala. ZP u čl. 41. predviđa da Komisija za hartije od vrednosti obavlja poslove nadzora utvrđene zakonom te da su ciljno društvo, akcionari ciljnog društva, Centralni registar, poslovne banke, investiciona društva, kao i ostala pravna i fizička lica dužni da, na zahtev Komisije u postupku utvrđivanja obaveze preuzimanja ili zajedničkog delovanja, kao i nadzora u postupku preuzimanja, Komisiji omoguće uvid i dostave dokumentaciju koju Komisija smatra potrebnom za sprovođenje nadzora. Nadzorne mere Komisije pobrojane su u čl. 41a ZP. Kada je reč o utvrđivanju relevantnog prava koje zahteva čl. 4.2.(a) Direktive 2004/25, čl. 1. ZP predviđa da ZP uređuje uslove i postupak za preuzimanje akcionarskih društava čije je sedište u Republici Srbiji. U skladu sa zahtevima čl. 4.4. Direktive 2004/25, ZP u čl. 41.(5) predviđa da Komisija saraduje sa organima iz inostranstva nadležnim za nadzor nad preuzimanjem, sa organima nadležnim za zaštitu konkurencije i sprečavanje pranja novca i drugim organima, radi ostvarivanja poslova iz svog delokruga, kao i radi pružanja pomoći tim organima u vršenju njihovih funkcija. Konačno, čl. 4.6. Direktive 2004/25 eksplicitno navodi da strane koje smatraju da im je neko pravo povređeno, treba da imaju mogućnost da se obrate i sudskim organima. ZP usvaja i ovu preporuku Direktive 2004/25 jer u čl. 41(b) navodi da ako ponuđač ne objavi ponudu za preuzimanje, pod uslovima i na način propisan zakonom, svaki akcionar ciljnog društva može putem suda zahtevati otkup akcija s pravom glasa, pod uslovima pod kojima je morala biti objavljena ponuda za preuzimanje dok u čl. 43 ZP stoji da protiv akata same Komisije nezadovoljna strana može pokrenuti upravni spor.

Član 5. Direktive 2004/25 posvećen je zaštiti manjinskih akcionara, obaveznoj ponudi i fer ceni te je ključan za temu ovog članka. Ta zaštita se pre svega odnosi na obaveznu ponudu i fer cenu. ZP u različitim članovima usvaja preporuke čl. 5. Direktive 2004/25. Tako je u čl. 6(1) ZP predviđeno da je lice obavezno da objavi ponudu za preuzimanje kada neposredno ili posredno, samostalno ili zajednički delujući, stekne akcije s pravom glasa ciljnog društva, tako da zajedno sa akcijama koje je već steklo, pređe prag od 25% akcija s pravom glasa ciljnog društva (kontrolni prag) (u saglasnosti sa čl. 5.1. Direktive 2004/25). Član 22. ZP nastoji da reguliše način utvrđivanja fer cene u svim mogućim scenarijima koji se mogu očekivati na srpskom tržištu kapitala i u tom smislu u potpunosti usvaja preporuke čl. 5.4. Direktive 2004/25. Isti član ZP u skladu sa daljim zahtevima Direktive (čl. 5.5. i 5.6.) reguliše način utvrđivanja fer cene u slučajevima kada se naknada za plaćanje akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje nudi u hartijama od vrednosti. Naročito, ZP zahteva da kada ponuđač nudi naknadu u hartijama od vrednosti ili kombinaciji hartija od vrednosti i novca, on je obavezan da ponudi i novčanu naknadu kao alternativu.

Član 6. Direktive 2004/25 nastoji da osigura da proces preuzimanja bude transparentan. Zahteve članova 6.1. i 6.2. Direktive 2004/25 uvode čl. 12, 18, 38(1) i 40(3) ZP. Pomenutim odredbama ZP predviđeno je da je ponuđač obavezan da u roku od jednog radnog dana od dana nastanka obaveze preuzimanja objavi obaveštenje o nameri preuzimanja koje sadrži sve podatke koje traži ZP kao i da tu ponudu objavi na način koji je u skladu sa ZP. Dalje, ZP predviđa da obaveštenje o nameri preuzimanja, na osnovu kojeg Komisiji podnosi zahtev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuđač ne može nakon podnošenja zahteva menjati niti povući. Čl. 18. ZP reguliše objavljivanje ponude i nastoji da osigura njenu javnost i u saglasnosti je sa čl. 8 Direktive 2004/25 koji se odnosi na objavljivanje ponude za preuzimanje. U čl. 38. ZP, poštujući direktivu, nalaže odboru ciljnog društva da od trenutka objavljivanja obaveštenja o nameri preuzimanja do okončanja postupka preuzimanja ciljnog društva, pismenim putem upozna zaposlene u ciljnom društvu o ponudi za preuzimanje. Kada je reč o minimalnom sadržaju ponude za preuzimanje koji definiše čl. 6.3. Direktive 2004/25, čl. 20 ZP ga gotovo u potpunosti uvodi u srpsko zakonodavstvo predviđajući da ponuda za preuzimanje mora da sadrži: sve relevantne podatke o ponuđaču i licima sa kojima ponuđač zajednički deluje (čl. 20(1)(2) ZP i čl. 6.3.(b) i (m) Direktive 2004/25); određenje vrste i broja akcija koje ponuđač ima nameru i obavezu da preuzme (čl. 20(1)(3) ZP i čl. 6.3.(c) Direktive 2004/25); cenu koju se ponuđač obavezuje da plati po akciji, način njenog utvrđivanja, rok i način plaćanja, kao i izvore i načine obezbeđivanja sredstava za kupovinu akcija (čl. 20(1)(5-6) i čl. 22 ZP te čl. 6.3.(d) Direktive 2004/25); detalje uslovne ponude koji se tiču najmanjeg broja, odnosno procenta akcija s pravom glasa ciljnog društva kao minimuma koji ponuđač želi da stekne (čl. 11 ZP i čl. 6.3.(f) Direktive 2004/25); podatke o svim akcijama ciljnog društva koje pripadaju ponuđaču, uključujući i akcije lica s kojima ponuđač zajednički deluje (čl. 20(1)(3) ZP i čl. 6.3.(g) Direktive 2004/25); sve uslove ponude (čl. 20(1)(11) ZP i čl. 6.3.(h) Direktive 2004/25); određivanje ciljeva ponuđača i njegovih namera u vezi sa ciljnim društvom koje se preuzima u slučaju uspeha ponude za preuzimanje (čl. 20(1)(10) ZP delimično uvažava čl. 6.3.(i) Direktive 2004/25 jer



ne insistira eksplicitno da ponuđač navede svoje planove vezane za zaposlene u ciljnom društvu); rok važenja ponude za preuzimanje (čl. 20(1)(8) ZP i čl. 6.3.(j) Direktive 2004/25); kada ponuđač akcije ciljanog društva plaća drugim hartijama od vrednosti, detaljne informacije o tim hartijama (čl. 22(10-12) ZP i čl. 6.3.(k) Direktive 2004/25); i informacije koje objašnjavaju način finansiranja preuzimanja (čl. 20(2)(2) ZP i čl. 6.3.(l) Direktive 2004/25).

Član 7. Direktive 2004/25 zahteva od država članica da u granicama koje je postavila Direktiva same utvrde rok važenja ponude za preuzimanje. Naš zakonodavac, krećući se u okvirima koje je dala Direktiva utvrđuje da, u Srbiji, rok važenja ponude za preuzimanje iznosi najmanje 21 dan, a najduže 45 dana od dana objavljivanja ponude za preuzimanje u jednim dnevnim novinama.

Član 9. Direktive 2004/25 posvećen je obavezama odbora ciljnog društva i on je takođe reflektovan odredbama ZP. Čl. 38. ZP predviđa da u toku trajanja postupka preuzimanja odbor ciljnog društva može da traži konkurentsku ponudu za preuzimanje, ali da od trenutka objavljivanja obaveštenja o nameri preuzimanja do okončanja postupka preuzimanja ciljnog društva odbor ciljnog društva: 1) ne može da koristi statutom dato ovlašćenje da izdavanjem novih akcija poveća osnovni kapital ciljnog društva; 2) ne sme da donosi odluke o preduzimanju vanrednih poslova niti odluke o zaključenju ugovora koji bi znatno promenili stanje imovine ili obaveza ciljnog društva, odnosno može preduzeti samo uobičajene poslove u vezi sa delatnošću ciljnog društva; 3) ne sme da donese odluku da društvo stekne ili otuđi sopstvene akcije; 4) ne sme da objavi ponudu za preuzimanje nekog drugog akcionarskog društva. Uprava ciljnog društva može preduzimati ove poslove isključivo uz prethodnu saglasnost skupštine akcionara, koja o tim pitanjima odlučuje prostom većinom. Ovaj član je time u potpunosti usvojio preporuke Direktive 2004/25 koje su navedene u čl. 9.2.-3. Kada je reč o izjavi kojom odbor ciljnog društva daje svoje obrazložene mišljenje o ponudi za preuzimanje, a koja je regulisana čl. 40. ZP, izjava odbora u srpskom zakonu se velikoj meri osvrće na sva relevantna pitanja na koja ukazuje Direktiva 2004/25 u čl. 9.5. osim što se od srpskog odbora ne traži da se specifično izjašnjava o posledicama po zaposlene u ciljnom društvu. To, međutim, srpski zakon kompenzuje mogućnošću koja se daje zaposlenima u ciljnom društvu da se i oni sami izjasne o ponudi. Kada ciljno društvo ima dvodomni sistem o ponudi se izjašnjavaju i izvršni nivo i nadzorni odbor.

Materija koja je regulisana čl. 10, 11 i 12, te članovima 14. do 16, i 18. do 23. Direktive 2004/25 ne potpada pod obuhvat ZP te ovde neće biti komentarisana.

Član 13. Direktive 2004/25 traži od država članica da regulišu još neke aspekte preuzimanja koji se eksplicitno navode. Ta pravila se odnose na isticanje ponude za preuzimanje (regulisano čl. 11(1) koji se odnosi na isticanje uslovne ponude, čl. 25. koji govori o povlačenju ponude i čl. 26. koji se odnosi na prihvatanje ponude); izmenu ponude (regulisana čl. 14. ZP); konkurentsku ponudu za preuzimanje (čl. 23. ZP); izveštaj o preuzimanju (čl. 32 ZP); i na uslovu i bezuslovnu ponudu za preuzimanje (čl. 11. ZP).

Konačno, čl. 17. Direktive 2004/25 zahteva od država članica da propišu sankcije za povredu pravila utvrđenih Direktivom kao i da osiguraju da se te sankcije primenjuju. Član 37. ZP predviđa slučajeve u kojima ponuđač i lica koja deluju zajednički sa ponuđačem ne mogu ostvariti pravo glasa iz svih stečenih akcija ciljnog društva, čl. 44. – 46. predviđaju krivična dela za kršenje odredbi predviđenih ZP, a čl. 47. – 48. odgovarajuće privredne prestupe i prekršaje.

Na bazi svega navedenog, možemo ponovo zaključiti da i kada je reč o preuzimanjima, srpsko zakonodavstvo odredbama ZP usvaja preporuke najbolje prakse koja je kodifikovana Direktivom 2004/25.

## ZAKLJUČAK

Dosadašnja analiza pravnih propisa u Srbiji je jasno pokazala da je akcionar u Srbiji propisima zaštićen gotovo u istoj meri kao akcionar u Evropskoj Uniji. Ako je to tačno, zašto je Srbija na samom dnu lestvice u pogledu zaštite akcionara po Izveštaju o konkurentnosti 2011-2012 Svetskog ekonomskog foruma – 140. mesto od 142. zemlje koje su obuhvaćene izveštajem?

Na početku smo naglasili da, da bi akcionar uživao efektivnu zaštitu, njega mora da štiti pre svega pravno pravilo ali da samo pravno pravilo nije dovoljno. Važnije od pravnog propisa je efektivna primena tog propisa u praksi. Primena pravnog propisa može biti dobrovoljna ili prinudna. Da bi oni, na koje se pravna norma odnosi, nju dobrovoljno primenili potrebno je da sama pravna norma ima legitimitet, a da bi prinudna primena bila efikasna potrebno je da institucije prinudne primene (sudovi) imaju potreban institucionalni kapacitet.

Ako su pravni propisi Srbije u skladu sa najboljom praksom kako je pokazala analiza, sledi da je u Srbiji problem povezan ili sa legitimitetom pravnih normi ili sa prinudnom primenom prava.

Dakle analiza Zakona o privrednim društvima, Zakona o tržištu kapitala i Zakona o preuzimanju akcionarskih društava pokazala je da su ovi zakoni u potpunosti usklađeni sa Direktivama EU u oblasti zaštite prava manjinskih akcionara iz čega proizilazi da se problem zaštite prava manjinskih akcionara verovatno nalazi na strani dobrovoljne odnosno prinudne primene ovih zakona. Značaj prinudne primene prava eksponencijalno raste imajući u vidu činjenicu da on predstavlja sigurnosnu mrežu kada postoji odsustvo dobrovoljne primene prava.

Prinudna primena prava vrši se kroz dve vrste formalnih institucija: 1) sudove (privatno izvršenje) i 2) regulatornih (i nadzornih) tela/Komisiju za hartie od vrednosti (javno izvršenje). Privatno izvršenje podrazumeva prinudnu primenu prava od strane sudova. Naime, od privatne inicijative građana direktno zavisi da li će sudovi prinudno sprovesti norme kompanijskog prava ili prava hartija od vrednosti. Iako država stvara pravila koja regulišu ponašanje privatnih lica, ona ostavlja tim privatnim licima da sama pokrenu postupak pred odgovarajućim institucijama (pre svega sudovima) ukoliko neko ta pravila ne poštuje. Jasno je međutim da inicijativa privatnih lica puno zavisi od podsticaja koji su im dati, od njihove percepcije efikasnosti sudova i pravnog sistema uopšte, od troškova, od jasnoće pravila, od tereta dokazivanja, itd. S druge strane, javno izvršenje je izvršenje od strane regulatornog i nadzornog organa. U slučaju vlasničkih prava akcionara, to je komisija za hartije od vrednosti.

Zaključak autora je da je u sledećem koraku neophodno izvršiti detaljnu analizu praksi javnog i privatnog izvršenja, utvrditi koji problemi u tim oblastima postoje (nedovoljni kapaciteti, nedostatak relevantnih znanja, neophodnost promena u operativnom smislu itd.) i koje korake je neophodno preduzeti kako bi do otklanja analizom identifikovanih nedostataka došlo

## LITERATURA

- Berglof, E. and Claessens, S. (2004) Enforcement and Corporate Governance, World Bank Policy Research Working Paper 3409.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. (2000) The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, str. 81-112.
- Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids
- Directive 2004/109/EC of the European parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.
- 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.
- IFC i Beogradska berza (2011) Korporativno upravljanje, Priručnik, izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beograd.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360, (str.311).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52 (3), str. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), str. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1999) Investor protection and corporate valuation, NBER Working Paper 7403, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny, R. (2000) Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, str. 3-27.
- Zakon o privrednim društvima ("Službeni glasnik RS", br. 36/2011 i 99/2011).
- Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011)
- Zakon o tržištu kapitala ("Službeni glasnik RS", br. 31/2011).
- World Economic Forum (2011) The Global Competitiveness Report 2011-2012.

CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji / glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić. - 2011, br. 1 (januar/jul)- . - Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005 - (Beograd : Alta Nova). - 30 cm

Tromesečno. - Ima izdanje na drugom jeziku: Quarterly monitor of economic trends and policies in Serbia = ISSN 1452-2810

ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji COBISS.SR-ID 126547212