

*Др Нада Тодоровић, редовни професор
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу
ORCID: 0000-0002-3654-4849*

*Прегледни научни рад
УДК: 347.72:330(4-672EU)
DOI: 10.46793/UPSSXII.793T*

ЕКОНОМСКА ПРАВА МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА С ПОСЕБНИМ ОСВРТОМ НА ЕУ*

Резиме

Корпоративна структура у компанијама је тако устројена да су економска снага и управљачка моћ у рукама акционарске већине. Последњи трендови у корпоративној пракси указују на промене у структури мањинских акционара, који нису више хомогена интересна група, већ њихови интереси постају све мање усаглашени. Положај мањинских акционара се разматра кроз призму институционалног инвестирања, где се појављују активни инвеститори у оквиру хец фондова и пасивни инвеститори у оквиру индексних и заједничких фондова.

Европска студија о заштити мањинских акционара анализира одређене категорије економских права мањинских акционара: права повезана са дивидендом и расподелом прихода, право на напуштање компаније, право повезано са издавањем нових акција и преносом акција. У Србији преовлађује концентрисано акционарство, које генерише потенцијални сукоб између већинских и мањинских акционара, па је неопходна заштита мањинских акционара компанијским законом, односно императивним нормама. Правно економска анализа посебних права мањинских акционара која су регулисана Законом о привредним друштвима, указује на чињеницу да она уживају судску заштиту уз одређена ограничења која у пракси представљају препреке за њихово остваривање.

Кључне речи: мањински акционари, дивиденда, профит, корпоративно управљање.

* Рад је резултат истраживања на пројекту Правног факултета Универзитета у Крагујевцу: „Усклађивање правног система Србије са стандардима Европске уније”, који се финансира из средстава Факултета.

1. Увод

Економски и правни статус мањинских акционара предмет је разматрања економске и правне теорије која покрива област компанијског, посебно корпоративног права. Корпоративна структура у компанијама широм света је тако устројена да су економска снага и управљачка моћ, моћ одлучивања у рукама акционарске већине. Поред тога, мањински акционари су битан елемент корпоративне структуре компанија и они скоро у свим правним системима уживају правну заштиту од одлука акционарске већине (контролних, доминантних акционара) и менаџера, само је степен те правне заштите као и економске моћи различит од земље до земље, од једног правног и економског система до другог.

Оно што је неспорно у теорији и корпоративној пракси је да мањински акционари немају економску моћ, јер су сувласници незнатног дела акционарског капитала компаније, па сходно одсуству стварне економске моћи, немају ни управљачку моћ, моћ одлучивања у компанији. Срж корпоративне теорије су агенцијски проблеми корпоративног управљања који се свде на три главна агенцијска проблема: сукоб акционара и управе, сукоб мањинских и већинских акционара, поготову у концентрисаном систему власништва и мултиинтересни концепт компаније (акционари и остали стејкхолдери).¹

Структуром мањинских акционара и њиховим евентуалним различитим интересима, теорија се није нарочито бавила, мада последњи трендови у корпоративној пракси указују да мањински акционари нису више тако хомогена интересна група у компанији, јер њихови интереси постају неусаглашени.

2. Промене у структури мањинских акционара и институционално инвестирање

У пракси мањински акционари могу бити хетерогена група, посебно ако своје економске интересе остварују кроз форму институционалног инвестирања. Разноликост мањинских акционара у први план ставља питање њихових права и начина остваривања тих права, али наспрам права треба разматрати и евентуалне обавезе мањинских акционара (фидуцијарне) и друге дужности према компанији и осталим акционарима.² До сада су мањински акционари имали право и могућност да делују само у сопственом интересу и третирано су као једна хомогена група која има усаглашене интересе. Последњи трендови на тржишту корпоративне контроле показују да се мења профил мањинских акционара, да се међу њима појављују разлике у погледу

¹ Васиљевић, С. М., *Корпоративно управљање, Изабране теме*, Београд, 2013, стр. 84-85.

² Umakanth, V., *Minority shareholders' rights. Powers and duties: the market for corporate influence*, Comparative Corporate Governance, Afra Afsharipour and Martin Gelter, 2021, стр. 347.

идентитета и инвестиционих циљева и да је међу њима могућ сукоб интереса, као између њих и осталих интересних група у компанији (већински акционари, директори).

Ове разлике нарочито долазе до изражаја ако се положај мањинских акционара разматра кроз призму институционалног инвестирања. Последњих деценија на тржиштима капитала у свету доминирају институционални инвеститори (инвестициони фондови, осигуравајуће куће, пензиони фондови) и тај процес познат је као институционализација тржишта капитала. Са аспекта интереса мањинских акционара два типа институционалних инвеститора су значајна. То су активни инвеститори у оквиру хец фондова и пасивни инвеститори, у оквиру индексних и заједничких фондова.³

Активни мањински акционари у компанијама у које инвестирају кроз активност хец фондова настоје да повећају вредност за све акционаре који валоризују добит која је настала кроз активности хец фондова. Они на тај начин утичу на перформансе компаније, остварују своја права без претензија и могућности да преузму контролу над компанијом.⁴ Интереси активних мањинских акционара могу бити профилисани у кратком року и некада иду на уштрб дугорочних интереса осталих акционара и менаџмента у компанији.

Насупрот активним инвеститорима, инвеститори попут индексних фондова имају пасиван став, не прате повраћај на своје инвестиције, не остварују своја права као мањински акционари, нити користе расположива правна средства, што је резултат недовољне мотивације менаџера индексних фондова.⁵ Без обзира на ову поларизацију мањинских акционара са аспекта њиховог институционалног инвестирања, може се у корпоративном управљању уочити тренд појачане заштите мањинских акционара.

Мањински акционари институционалног типа данас у компанијама све више користе своје право гласа и друге облике утицаја на компаније, пре свега да би обезбедили принос на своје инвестиције, а не да би стекли управљачку моћ, моћ одлучивања у компанији. Међутим, нужно је да остваривање права мањинских акционара (право гласа) не изазове сукоб интереса у компанији. Због свега овога, све су гласнији захтеви да се мањинским акционарима поред одређених права и ефикасне судске заштите, наметну и неке обавезе које до сада нису имали. Ту се пре свега, мисли да мањински акционари буду подложни фидуцијарним обавезама и да делују у интересу компаније и осталих

³ Хец фондови су инвестициони пулови у којима су чланови само богата физичка лица или институције. Ови фондови су заштићени од целокупног тржишног ризика, али су изложени посебним ризицима, зависно од тржишне позиције коју заузима фонд. Индексни фондови омогућавају инвеститорима да изврше диверсификацију ризика, јер индексни фондови опонашају перформансе реперног индекса тржишта акција, као што је S&P 500. Опширније види: Ritter, S. L., Silber, L. W., Udell, F. G., *Принципи новца, банкарства и финансијских тржишта*, 2004, стр. 127. и 275.

⁴ Umakanth, V., *нав. дело*, стр. 348.

⁵ *Исто*, стр. 349.

акционара. Постоје наговештаји да се у неким земљама, попут САД, мањинским акционарима наметну фидуцијарне дужности (пракса неких судова у САД). Немачка као и САД не искључује да мањински акционари могу имати фидуцијарне дужности у неком ограниченом облику, док Велика Британија не одступа од усвојених корпоративних стандарда који полазе од тога да мањински акционари треба да раде у сопственом интересу и да немају обавезу да раде у интересу компаније и осталих акционара.⁶

3. Економска права мањинских акционара на нивоу ЕУ

Европска комисија је наручила да се изради Студија о заштити права мањинских акционара. Студија из 2018. године односи се на све државе чланице ЕУ. У студији се анализирају права мањинских акционара у појединим државама чланицама, као и правна регулатива ЕУ, питање њене имплементације у законодавне оквире држава чланица. Европска студија о заштити мањинских акционара познаје и анализира одређене категорије економских права: права повезана са дивидендом и расподелом прихода, права на напуштање компаније, права повезана са издавањем нових акција и преносом акција.⁷

За потребе овог рада ограничићемо се на једно од најзначајнијих економских права акционара, посебно мањинских, а то су права повезана са дивидендом и расподелом прихода. Ово основно економско право не може се разумети без правно економске анализе његове садржине. У питању је комплексно имовинско право мањинских акционара које обухвата: право да захтевају исплату дивиденди, право на део профита компаније (у одсуству права да захтевају исплату дивиденди), право на део имовине компаније у случају њене ликвидације (осим у случају несолвентне ликвидације).⁸

На нивоу држава чланица ЕУ може се уочити тенденција да се ово основно економско право мањинских акционара не остварује на директан начин, с обзиром да већина чланица ЕУ не регулишу у свом компанијском и корпоративном праву, право мањинских акционара да захтевају исплату дивиденди. Мањинским акционарима остаје да на посредан начин ово право остварују на скупштини акционара, као највишем корпоративном органу власника капитала, који одлучује о исплати дивиденди. Корпоративна пракса показује да мањински акционари тешко реализују ово своје основно прокламовано право, јер одлуку доноси акционарска већина, већина по капиталу. Напредак на овом плану учиниле су неке земље попут Шведске и Финске уз наметање одређених ограничења.

⁶ Исто, стр. 362-363.

⁷ *Study on Minority Shareholders Protection*, Final report, Prepared by TGS Baltic – January 2018, European Commission, стр. 29.

⁸ Исто.

Финска је право на захтев за исплату дивиденди мањинским акционарима ограничила процентом власништва и то најмање 10% свих издатих акција компаније.⁹ Уз проценат власништва предвиђена су још нека ограничења, као и то да се исплатом дивиденди мањинским акционарима не сме довести компанија до несолвентности. Несумњиво је највећи напредак поред наметнутих ограничења што је у Финској корпоративним законом регулисано аутономно право мањинских акционара да захтевају исплату дивиденди.

Неке државе чланице ЕУ, иако својим законима о корпоративном управљању овом имовинском праву мањинских акционара не пружају директну заштиту, кроз судску праксу признају право на исплату дивиденди (Немачка, Пољска).¹⁰ Шпанија је на заобилазан начин оснажила право мањинских акционара да захтевају исплату дивиденди кроз право на излаз из власништва акција компаније.¹¹

Исплатом дивиденди акционари остварују право на удео у профиту компаније. Други начин да акционари, па и мањински, узму учешће у расподели профита је кроз реинвестирање профита у компанију, чиме се увећава тржишна цена акција, па акционари укључујући и мале акционаре могу остварити капиталну добит на разлици између куповне и продајне цене акција.

У већини држава чланица ЕУ одлука о расподели профита компаније је у надлежности скупштине акционара. Међутим, у пракси право мањинских акционара на исплату дивиденди бива осујећено управо одлуком скупштине акционара, која се доноси простом већином.¹² У пракси је често одлука о исплати дивиденди и профита у рукама менаџмента, који користи своја дискрециона овлашћења и врши утицај на контролне акционаре.

Над солвентном компанијом може бити отворен поступак ликвидације. Право на део ликвидационе масе може се остварити кроз исплату ликвидационе дивиденде, и у том случају се наплаћује читав износ капитала акционара, па и мањинских акционара.¹³ Право на део имовине компаније у случају њене ликвидације у облику који не обухвата ликвидациону дивиденду може бити спорно. Наиме, акционари, па и мањински су резидуални повериоци нето имовине акционарских друштава (компанија). То значи да се они намирују из остатка ликвидационе масе, тек када буду намирени сви повериоци, нето имовина се може поделити акционарима. Тада за мањинске акционаре често не остане имовина. Ово економско право мањинских акционара није спорно, оно је регулисано националним корпоративним законодавством већине држава чланица ЕУ. Посебна погодност за мањинске акционаре била би поседовање

⁹ Исто, стр. 30.

¹⁰ Исто.

¹¹ Исто, стр. 31.

¹² Исто, стр. 31-32.

¹³ Исто, стр. 35.

преференцијалних акција које имају фиксну дивиденду и право првенства при исплати дивиденди у случају ликвидације.

На основу досадашњих разматрања можемо закључити да европски законодавни оквир пружа заштиту мањинским акционарима кад је у питању остваривање њихових економских права, али је та заштита у зависности од појединачног економског права, некада недовољна и неефикасна.

Запажа се да је најлакше остварити и да је најмање спорно за мањинске акционаре право на удео у ликвидационој маси компаније кроз исплату ликвидационе дивиденде. У већини држава право акционара на удео у профиту регулисано је националним корпоративним законодавством, али у пракси мањински акционари наилазе на одређене препреке у остваривању тог права.

Највише је спорно аутономно право појединачног акционара које се односи на његов захтев за исплату дивиденди, јер оно није посебно регулисано законодавним оквиром држава чланица. Уз одређена ограничења постоји у неким земљама (Финска и Шведска), а у извесној мери се може препознати кроз судску праксу (Немачка, Пољска). Положај мањинских акционара у великој мери зависи од законодавног оквира, али не треба занемарити ни преговарачку моћ мањинских акционара код закључивања акционарског уговора, поготову ако су институционално организовани.

Неке емпиријске студије указују да постоји веза између квалитета корпоративног управљања и политике дивиденди. У пракси неких земаља (Канада) показало се да постоји позитивна веза између квалитета корпоративног управљања и политике дивиденди. Истраживања показују да „хипотеза исхода“ налази упориште у пракси, јер ефикасни механизми корпоративног управљања умањују тензије између менаџера и акционара и ограничавају менаџере када је реч о политици исплате дивиденди.¹⁴

4. Економска права мањинских акционара у Србији

У моделу концентрисаног акционарства који доминира у европском систему корпоративног управљања, више долази до изражаја други агенцијски проблем корпоративног управљања, а то је сукоб већинских и мањинских акционара.

У Србији превлађује концентрисано акционарство па је неопходна заштита мањинских акционара компанијским законом, односно императивним законским нормама. Савремена компанијска регулатива познаје више стратегија које се користе за решавање другог агенцијског проблема корпоративног управљања (сукоб интереса већинских и мањинских акционара) и то: стандард равноправности акционара, статусна стратегија, стратегија изласка

¹⁴ Fodil, A., Walid, B-A., *Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?* Journal of Business Finance & Accounting 37 (5), June/July 2010, p. 665.

из друштва, стратегија принуде, стратегија преузимања, стратегија посебних права мањинских акционара, стратегија судске и управне заштите.¹⁵ Закон о привредним друштвима у Србији донет је у складу са општим стандардима корпоративног управљања и предвиђа посебна права мањинских акционара.

Право на дивиденду као основно имовинско право акционара регулисано је Законом о привредним друштвима (ЗОПД). Исплата дивиденде акционарима може се одобрити одлуком о расподели добити усвојеној на редовној седници скупштине којом се одређује износ дивиденде и рок за исплату дивиденде (Одлука о исплати дивиденди), који не може бити дужи од 6 месеци од дана доношења одлуке о исплати дивиденди.¹⁶ Након доношења одлуке о исплати дивиденди од стране скупштине АД, акционар коме треба да буде исплаћена дивиденда може да упути облигациони правни захтев према друштву и постаје поверилац друштва за износ те дивиденде.¹⁷ Законом се гарантује једнак третман акционара, сви акционари се под једнаким околностима третирају на једнак начин.¹⁸ Овај принцип једнаког третмана акционара доследно је примењен код акционара у оквиру исте класе акција. Не може се применити код акционара различитих класа акција који могу имати различита права код исплате дивиденди.¹⁹

Мањински акционари имају право сазивања ванредне седнице скупштине АД, уз ограничење капитал цензуса на 5% акција с правом гласа, као и право да уврсте нова питања у предложени дневни ред скупштине (укључујући право на дивиденду) уз исти капитал цензус, под условом да предлог образложе. Предлог се упућује преко одбора директора, односно надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно.²⁰

Судску заштиту мањински акционари остварују покретањем деривативне тужбе уз капитал цензус најмање 5% основног капитала друштва, независно од тога да ли је основ за подношење тужбе настао пре, или након стицања својства члана друштва.²¹

Економско право мањинских акционара је и слободно располагање акцијама. Акције се могу слободно преносити осим ако је статутом пренос акција ограничен правом прече куповине осталих акционара, или претходном сагласношћу друштва.²²

¹⁵ Васиљевић, С. М., *нав. дело*, стр. 92.

¹⁶ Закон о привредним друштвима (Сл. гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021) чл. 271 ст. 1

¹⁷ ЗОПД, чл. 271 ст. 2.

¹⁸ ЗОПД, чл. 269.

¹⁹ Јовановић, Н., Радовић, В., Радовић, М., *Компанијско право, Право привредних субјеката*, Београд, 2020, стр. 495.

²⁰ ЗОПД, чл. 372 и чл. 337.

²¹ ЗОПД, чл. 79.

²² ЗОПД, чл. 261.

Власници преференцијалних акција су мањински акционари и у Закону о привредним друштвима предвиђене су неке погодности за њих. Статутом АД може се одредити да акционари са преференцијалним акцијама имају право гласа, заједно са акционарима који имају обичне акције, ако дивиденда која им припада по одлуци скупштине није исплаћена до исплате те дивиденде, сразмерно учешћу тих преференцијалних акција у основном капиталу друштва.²³

Економско право мањинских акционара које заслужује посебну пажњу је право изласка из друштва. Мањински акционари имају право изласка из друштва, уз захтев да друштво откупи њихове акције по најповољнијој цени, уколико нису били сагласни (несагласни) са одређеним одлукама по одређеним питањима, која су таксативно наведена у Закону.²⁴

Законом је дато право вета мањинским акционарима код доношења одлуке по одређеним питањима. Тако, мањински акционари могу да се успротиве и блокирају одлуку скупштине која се доноси трочетвртинском већином гласова присутних акционара, а која се односи на одрицање друштва од захтева за накнаду штете по основу имовинске одговорности директора друштва.²⁵

Корпус појединачних права мањинских акционара обухвата и право код принудне продаје или принудне куповине код достигнутог капитал учешћа од најмање 90% основног капитала и акција с правом гласа.²⁶

Правно економска анализа посебних права мањинских акционара указује на чињеницу да се она остварују и уживају судску заштиту уз одређена ограничења (капитал цензус). Запажа се да право мањинских акционара да захтевају наплату дивиденди није посебно регулисано компанијском регулативом, већ је мањинским акционарима остављено да ово право остварују на посредан начин на скупштини акционара која доноси одлуку о исплати дивиденди. Одлуку доноси акционарна већина, већина по капиталу па мањински акционари у пракси тешко остварују право на дивиденду. Посебан статус имају власници преференцијалних акција које носе фиксну дивиденду и постоји обавеза исплате дивиденди које су унапред познате, за разлику од обичних акција код којих дивиденда није унапред позната величина и не постоји извесност код њене исплате. Власници преференцијалних акција немају право гласа и имају статус мањинских акционара. Зато је у одбрани интереса мањинских акционара, власника преференцијалних акција, важна стратегија права класе преференцијалних акција која се своди на привремено стицање права гласа власника преференцијалних акција, ради остваривања права мањинских акционара као што су: могућност претварања преференцијалних у обичне акције, исплата дивиденде по стеченом праву.²⁷

²³ ЗОПД, чл. 255.

²⁴ ЗОПД, чл. 474.

²⁵ ЗОПД, чл. 415.

²⁶ ЗОПД, чл. 515.

²⁷ Васиљевећ, С. М., *нав. дело*, стр. 95.

Корпус економских права мањинских акционара обухвата и право изласка из друштва с обавезом друштва на откуп акција несагласних акционара по најповољнијој цени. Они могу имати оправдан интерес да изађу из друштва, у случајевима када су одлуке корпоративних органа (скупштине, друштва, одбора директора) донете против њихове воље (статусне промене, промене правне форме).²⁸

Мањински акционари имају право на подношење тужбе против друштва по којој надлежни суд може одредити престанак друштва или неку од мера којом се реализују економска права мањинских акционара, али их високи капитал цензус од 20% у томе спречава.²⁹ Спорно је и право на покретање деривативне тужбе уз капитал цензус од 5% основног капитала друштва које је законом предвиђено за мањинске акционаре. Деривативна тужба зове се и тужба за друштво.³⁰ Мањински акционар је подноси у своје име а за рачун друштва за накнаду штете коју су проузроковали директор друштва или контролни акционар повредом своје посебне дужности. Накнада штете досуђује се друштву, а акционару у случају успеха у спору припадају судски трошкови. Из овога произилази да је подизање деривативне тужбе ризик за мањинске акционаре у случају губитка спора, па се ова тужба у пракси ретко подноси.

*Nada Todorović, Ph.D., Full-time Professor
Faculty of Law, University of Kragujevac*

ECONOMIC RIGHTS OF MINORITY SHAREHOLDERS WITH SPECIAL OVERVIEW OF EU COMPANIES

Summary

Corporate structure of companies is organized in such a way so that economic power and managing authority are in hands of majority shareholders. Latest trends in corporate practice point to the changes in the structure of minority shareholders which no longer represent a homogenous interest group, but their interests are becoming increasingly different. The position of minority shareholders is reviewed in this paper through the prism of institutional investments where there are active investors within hedge funds and passive investors within index funds and mutual funds.

²⁸ Исто, стр. 96.

²⁹ ЗОПД, чл. 469.

³⁰ Јовановић, Н., Радовић, В., Радовић, М., *нав. дело*, стр. 184.

The European study on minority shareholders protection analyzes certain categories of economic rights of minority shareholders: the rights related to dividends and distribution of assets, the rights related to the exit from the company, the rights related to new issuance and transfer of shares, etc. In the Republic of Serbia, the system of concentrated shareholding prevails which may generate a possible conflict between minority and majority shareholders. This requires minority shareholders protection through the Companies Act, that is through imperative laws. Legal and economic analysis of special rights of minority shareholders, which are regulated by the Companies Act, reveals that companies in Serbia enjoy court protection with certain limitations which in practice represent the obstacle for its realization

Key words: *minority shareholders, dividends, profit, corporate management.*

Литература

- Васиљевић, С. М., *Корпоративно управљање, Изабране теме*, Београд, 2013.
- Umakanth, V., *Minority shareholders' rights. Powers and duties: the market for corporate influence*, Comparative Corporate Governance, Afra Afsharipour and Martin Gelter, 2021.
- Ritter, S. L., Silber, L. W., Udell, F. G., *Принципи новца, банкарства и финансијских тржишта*, 2004.
- Study on Minority Shareholders Protection*, Final report, Prepared by TGS Baltic – January 2018, European Commission.
- Fodil, A., Walid, B-A., *Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?* Journal of Business Finance & Accounting 37 (5), June/July 2010.
- Јовановић, Н., Радовић, В., Радовић, М., *Компанијско право, Право привредних субјеката*, Београд, 2020.
- Закон о привредним друштвима (Сл. гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021).