

др Соња БУНЧИЋ  
ванредни професор Факултета техничких наука Универзитета у  
Новом Саду

## ОДРЕЂЕЊЕ ПОЈМА МАЊИНСКИ АКЦИОНАРИ И ЊИХОВА КЛАСИФИКАЦИЈА\*

### Резиме

*Појам мањински и већински акционар у нашој ојшћој и стиручној јавности још увек изазива дилему збој процеса приватизације. У теорији овај појам се односи на права институционалних и професионалних инвеститора. Аутор у раду приказује класификацију мањинских и већинских акционара, поред квантитативной и квалитативной одређења, и критеријомом интереса. Сликање позиције мањинској акционара објашњава као изворну и стечену.*

**Кључне речи:** мањински акционар, већински акционар, институционални инвеститор.

### І Уводна разматрања

Извештај *Cardbury Commision* од 1992, одређује да је „корпоративно управљање систем помоћу којег се управља и врши контрола компанија“.<sup>1</sup> Дакле, управљање и контрола су два носећа стуба система

\* Рад представља резултат истраживања у оквиру пројекта „Унапређење конкурентности Србије у процесу приступања Европској унији“, Министарство науке Републике Србије, бр. 47028, за период 2011–2014. године.

1 А. Cadbury, *Report of the Committee on the Financial aspects of Corporate Governance*, London, Decembar 1992.

корпоративног управљања.<sup>2</sup> Прецизније, његово одређење чврсто је везано за преовлађујућу структуру акционара. У земљама англосаксонског правног круга, влада дисперзивна структура акционара и корпоративно управљање је окренуто ка акционарима (*shareholders-oriented approach*), док у многим европским земљама, нарочито Немачкој, преовлађује концентрација акционара и корпоративно управљање окретнуто је ка различитим носиоцима интереса у компанији<sup>3</sup> (*stakeholder approach*).

Економско, социјално и културно окружење у свакој земљи одређује развојни пут корпоративног управљања. Његово адекватно решавање отвара могућност за унапређење ефикасности и конкурентности компанија (корпорација).

У компанијама у којима постоји акционарска структура која има концентрисано власништво над акцијама, постоји изражајнији проблем<sup>4</sup> између мањинских и већинских акционара, који могу бити и контролни. Већински акционари имају контролу над управом, она одговара само већинском акционару што може узроковати штетне последице по интересе мањинских акционара. Однос већинског и мањинског акционара познат је као *дрући аџенцијски њроблем*.<sup>5</sup>

У овом раду размотрићемо могућности превазилажења проблема који се јавља у односу већинских и мањинских акционара покушајем одређења појма и класификације мањинских и већинских акционара. То је неопходно из разлога честих неспоразума и неразумевања у нашој општој али и стручној јавности: ко су уствари мањински и већински акционари?

## II Већински и мањински акционари – регулаторни оквир

### 1. Регулисање заштите мањинских акционара

Чланице Европске уније, усвојиле су заједничке ставове у многим аспектима регулативе компанијског права али и поред тога, Европска унија још увек није усвојила заједничко решење за конфликте

2 К. Нопт, „Comparative Corporate Governance: The state of the Art and International Regulation“, Ecgі, January 2011, стр. 6.

3 Свака страна која има неки интерес у фирми – акционари, повериоци, власници обвезница, запослени, купци, управа и слично.

4 *Први аџенцијски њроблем* познат као сукоб интереса власника и управе, где су власници у позицији принципала, док је управа друштва у позицији агента (заступника) који по законској дефиницији ради (треба да ради) у име и за рачун принципала

5 М. Васиљевић, „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми“, *Анали Правној факултету у Београду*, година LVII, 1/2009, стр 7.

који настају између супротстављених акционара. Упркос чињеници да се између акционара може успоставити изврстан договор, неспорна је чињеница да заиста постоји опасност да се од стране већинских акционара угрози интерес мањинских акционара.

Због разлика које постоје у настајању и развоју овог института, његово уређење препуштено је националним регулативама. Унутар њих, већином у прописима којима се регулише област привредних друштава, доносе се посебна правила која уређују права акционара, са више или мање одредаба којима се штите мањински акционари. Тек од 2004. године настају заједничка решења у оквиру ЕУ и то појединих питања заштите права мањинских акционара која се односе на поступак преузимања друштава, где се питање евентуалног сукоба интереса између акционара решава доношењем правила о заштити мањинских акционара.<sup>6</sup> Касније, *European Shareholder Right Directive* од 11. јула 2007. године, остварено је ојачање права акционара. У земљама које нису чланице Европске уније, које углавном пролазе кроз период транзиције, долази до решавања овог проблема корпоративног управљања путем увођења основних начела корпоративног управљања (принцип равноправности акционара, фидуцијарна дужност према мањинским акционарима) и увођењем заштите права мањинских акционара, (судска заштита, учествовање у управи друштва и слично).<sup>7</sup>

## 2. Монистички и дуалистички систем управљања

Шта се крије иза хетерогености регулативе овог института? Можда звучи иронично, али баш проблеми мањинских акционара, у свим земљама слично се манифестују. Одбијање доношења одлуке о дивиденди, онемогућавање мањинским акционарима да имају представника у управном одбору, извучавање вредности друштва од стране већинског акционара и слично.

Различита решења истих проблема мањинских акционара, условљена су постојањем различитих модела управљања, једнодомног (*монистички*) и дводомног (*дуалистички*). Због различитих решења која су предвиђена за управу, компанија мора прихватити одвојеност интереса у корпоративном удружењу због чега је потребно на другачији начин заштити интерес мањинских акционара.

Неизбежно је да се на најбољи начин реши питање заштите интереса мањинских акционара као и осталих учесника (*stakeholders*). У

6 Council Directive 2004/EC of 30 March 2004 on Takeover bid.

7 Закон о привредним друштвима Србије такође уводи заштиту мањинских акционара (чл. 277–278, 284, 309, 311, 334–336 и сл.).

основи ове потребе за заштитом различитих интереса налазе се економски и социјални разлози.

Последица ових различитости је потпуно одсуство поверења међу члановима (акционарима) нарочито у друштвима која капитал прибављају путем јавне понуде. У овим корпорацијама, услед недостатка међусобног поверења настају очигледно два супротстављена интереса, прво се јавља индивидуални, појединачни интерес сваког од акционара, па потом и интерес самог привредног друштва. Ови супротстављени интереси знатно мање су заступљени у затвореним друштвима. Сваки појединац настоји да достигне максимални профит за себе и да у ту функцију стави и само друштво.

Поред тога, треба поменути и да акционари или група акционара у наведеном циљу могу да користе и своју актуелну позицију и ставе друштво у положај да служи задовољењу само њиховог интереса. Услед тога друга група акционара или индивидуални акционар може трпети штету односно бива угрожен.

Овде свакако треба напоменути и интерес јавности. Успешно друштво треба да служи не само интересима својих власника, него и да омогући запошљавање, плаћање пореза и сл. Угрожавање позиције неких акционара може довести и до престанка друштва.

### III Мањински и већински акционари, тобожња мањина и већина

#### 1. Одређење појма мањинског и већинског акционара

Пратећи изнете напомене о постојању различитих интереса у претходном излагању јасно се издвајају две категорије које стоје једна наспрам друге а то су: *мањински акционари* и *већински акционари*? Како можемо дефинисати ове две групе, шта их разликује?

Уколико, следимо критеријум *интереса*, онда можемо рећи да интерес који имају, одређује и њихово понашање,<sup>8</sup> те указује да ли припадају једној или другој групи. При томе није неопходно да одређење групе везујемо за број акционара јер и само један већински и један мањински акционар такође представљају исти проблем (супростављеност интереса) као и кад се у групи налази више појединаца на једној или другој страни. Акционари, и поред тога што су одвојени по интересу који следе,

8 Већински акционар ће настојати да избором члана управе оствари своје интерес или да гласа да би онемогућио расподелу добити и обезбедио улагање у нове инвестиције, да обезбеди одређене повластице за себе и сл.

ипак појединачно представљу различите индивидуалне интересе. Уколико постоји индивидуални интерес који је идентичан код већег броја чланова, међу њима не настаје конфликт и *de facto* они припадају истој групи (било да је мањинска или већинска). Произлази да критеријум интереса није једини који треба применити за одређење појма већински или мањински акционар.

У теорији, постоје различити приступи одређењу појма мањински и већински акционар али најчешће се своде на два начина за одређење овог појма *квантитативни* и *кваликативни*.

*Квантитативни* приступ дефинисања појма везан је за власништво над акцијама (*ownership matters*) што значи да је пресудан проценат капитала који акционар поседује и из којег гради своја управљачка и имовинска права. Из тога произлази да ће већински акционар уствари управљати компанијом. Квантитативни приступ одређењу појма већински односно мањински акционар доминантан је у регулативи компанијског права. Наш Закон о привредним друштвима такође прихвата одређење овог појма према процентуалном учешћу у капиталу.<sup>9</sup> Овај приступ може бити одговарајући за случај да једна акција даје један глас и тада се капитал однос јасно уочава и не ствара изузетке. Међутим, данас права и обавезе које произлазе из акција су много сложеније и обухватају права и обавезе које се не ослањају искључиво на релацију са капиталом.

Због тога је, други, *кваликативан* приступ одређењу појма мањински и већински акционар много ближи реалности. Код примене овог критеријума капитал нема искључиву улогу као код претходног случаја. Овде је много важније питање *контроле* а не само питање процента учешћа.<sup>10</sup> Контрола се може спровести односно остварити уз помоћ правних али и неправних инструмената који могу бити у облику договора акционара, уговора, вишеструког права гласа, путем заступања (*proxies*). Право вета може послужити као доказ да они акционари који изгледају као мањински (према капитал односу), уколико њиме располажу, имају средство контроле у својим рукама и у стварности могу бити у позицији већинског акционара.

9 Члан 277-278 право на сазивање ванредне скупштине везује за најмање 10% акција, за предлагање дневног реда – члан 284 такође 10% акција, право на подношење захтева за ликвидацију 20% акција – члан 346, право на посебну ревизију капитала цезус 20% – члан 334-336, право на деривативну тужбу 5% акција – члан 13 ЗПД и сл.

10 Према *Black's Law Dictionary*, контрола се дефинише као постојање директног или индиректног утицаја на управу и политику пословања особе или друштва, путем поседовања акција са правом гласа, уговором или на други начин. Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary*, Deluxe 9th edition, St. Paul, 2009.

## 2. Класификација акционара по квалитативном приступу

Према квалитативном критеријуму *већински* акционари су они који имају актуелну, важећу контролну позицију нарочито у поступку доношења одлука те тако утичу на пословање компаније. Већинска позиција им омогућује контролу путем права на именовање директора (тако у праву Енглеске) или чланова надзорног одбора (*Aufsichtsrat*) у немачком праву. Они могу непосредно или посредно утицати на висину накнаде за чланове управе, на расподелу дивиденде, индиректно на пословну политику и функционисање компаније. *Контролни* акционари су они, следећи дефиницију о контроли, који су у позицији да сами изаберу директоре, донесу одлуку о ликвидацији компаније, одлуче о удруживању са другом компанијом, извлаче готовину, мењају акт о оснивању, продају или задржавају имовину компаније или на неки други начин извлаче корист из компаније и штете интересима других група акционара, компанији као правном лицу или јавном интересу. Једном речју – контролишу.<sup>11</sup>

*Мањински* акционари (према квалитативном приступу) су они који немају контролну позицију и зависе од воље и радњи које исказују већински акционари. По оба критеријума (капитал однос и контрола) ова група акционара се налази у зависном положају и потребно их је заштити. Нико не жели да буде у подређеној, слабијој позицији у друштву, зато је једина гаранција за мањинске акционаре постојање ефективне законске регулативе.

Позиција мањинског акционара може бити изворна (*оригинарна*) и стечена (*сукцесивна*).<sup>12</sup> Шта подразумевамо под ове две категорије.

У случају *оригинарне* позиције мањинског акционара ради се о куповини или другом дозвољеном правном начину стицања позиције мањинског акционара. Дакле, статус мањинског акционара настаје тако што акционар купује позицију мањинског акционара или је на други дозвољен правни начин стиче, са намером да стекне позицију мањинског акционара. Оригинарни мањински акционари су различити, мали самостални инвеститори или институционални инвеститори који због ограничења ризика стичу ову позицију својом вољом и свешћу. Ограничења која им посебни прописи о заштити од ризика налажу не дозвољавају неограничено улагање у друга друштва већ само до одређеног процента. Ово се односи на инвестициона друштва, ин-

11 Dennis J. Block, Nancy Barton, Stephan Radin, *The bussiness judgement rule – fiduciary duties of corporate directors*, 5th edition, Vol. I, Aspen law and bussines, New York, 1998, стр. 342.

12 D. Szentkuti, *Minority shareholder protection rules in Germany, France and in the United Kingdom, A comparative overview*, VDM Vertag, 2008, стр. 9.

вестиционе банке, пензионе фондове, осигуравајућа друштва и сл. При куповини акција, ови играчи, посебно проучавају правила о заштити мањинских акционара, јер другу позицији и не смеју да заузму.

У случају *сукцесивној* стицања позиције мањинског акционара ради се о стицању без сопствене воље, под утицајем спољних околности. Овде се ради о случајевима кад због промене правних правила које доноси држава или одлуке које донесе управа о поступку удруживања или слично, дотадашња позиција, без њихове воље постаје мањинска. Недавно објављена истрага Хрватске агенције за надзор над финансијским тржиштем, куповине акција ИНА, указује да се, позиција мањинског акционара може стећи и без своје воље.<sup>13</sup>

Зашто је то важно разликовати ове позиције мањинских акционара?

По нашем мишљењу законска заштита могла би да буде на нижем нивоу у првом случају, док за сукцесивно стицање позиције мањинског акционара ситуација треба да буде јаче заштићена. Наиме неопходно је се створи правни лек у регулативи компаније који ће припадати мањинском акционару или на неки начин обезбедити други инструмент за поврћај баланса у случају губитка пријашње позиције.

### 3. Појам мањинских акционара у транзиционом окружењу

Највећи део акционарских друштава код нас чине некадашња друштвена предузећа. Применом законских решења о приватизацији (примењено је више модела) путем поделе бесплатних акција, претворена су преко ноћи у акционарска друштва са потпуно неприпремљеним

13 Реконструкцијом, током своје истраге, куповину Ининих акција на берзи, Ханфа је открила како је Converxa, брокерска кућа са седиштем у Њујорку, од 21. јануара до 24. марта купила 161.411 акција Ине (1,61 посто) за 531,725.617,70 куна преко загребачких брокера. Но, крајњи власници тих акција купљених преко Converxa, су три друштва с Кипра – *Unprecht Investment limited*, *Stomarli Holdings limited* и *Entris Equiti Limited*. Та су друштва, Инине акције купила за себе, али истражујући порекло и финансијску снагу тих друштава Ханфа је увидела како постоји велика несразмера између основног капитала тих друштава и вредности акција Ине које поседују. Две од те три фирме са Кипра (за трећу Ханфа чека податке) имају оснивачки капитал од 3921 евро и 1710 евра, а преко Converxa су купиле акције за чак 531 милиона куна! У извештају Ханфе наводи се како након спроведене истраге о томе ко преко америчких брокера, фирмама са Кипра купује Инине акције на Загребачкој берзи, постоје и основане сумње да је МОЛ преко повезаних лица стицао Инине акције на берзи, али је притом прикривао своје власништво над њима. Кријући своје власништво, МОЛ је од јавности прикрио своју намеру да стекне више од 50 посто вредности те нафтне компаније, а да је та намера била позната улагачкој јавности, она би утицала на цену Инине акције. МОЛ се оптужује да је обмануо инвестициону јавност која није имала кључну информацију за доношење даљњих инвестиционих одлука.

акционарима који су задржали своје самоуправне навике. Досадашња искуства показала су да је већина ових акционара недовољно упозната са правима која проистичу из акција које поседују, и начинима њихове реализације, те незаинтересована да активно учествује у управљању компанијом. Посебан проблем, у нашим условима, уочен у приватизованим некадашњим друштвеним предузећима, је то што велики део мањинских акционара чине истовремено и запослени у компанији. За ову групу акционара је карактеристично да често мешају права из рада с правима по основу власништва, што неретко, за последицу има да су у коришћењу својих власничких права бивали изложени утицају управе и на неки начин изманипулисани. Поред ове врсте мањинских акционара и држава се у великом броју приватизованих друштава, појављује у позицији мањинског акционара. Слично као и некадашњи самоуправни радници, потпуно пасивно и нетржишно се односи према власништву које има. То је довело до стварања погрешног става опште јавности о положају и заштити мањинских акционара код нас. У теорији и пракси компанијског права, уопште, под појмом заштите мањинских акционара подразумева се заштита и унапређење положаја институционалних и других професионалних инвеститора. За разлику од наведеног, код нас се под појмом мањински акционар још увек мисли на акционаре који су путем бесплатних акција дошли у позицију која захтева самостално одлучивање (управљање и контрола). Због недостака искуства и знања, заборавља се да заштита мањинских акционара у тржишној економији мора бити окренута институционалним инвеститорима. Мали инвеститори и страна улагања могу бити охрабрени путем ефикасне заштите.<sup>14</sup> У случају мултинационалних компанија са билионским приходом то значи привлачење малих инвеститора на сопствено тржиште у значајном броју. Ови мали инвеститори, се уобичајено, осећају сигурније уколико је регулатива заштите њихових интереса јача, те забрана да већински акционар или главни инвеститор, због своје економске моћи, угрози остваривање њихових интереса, израженија. Поред њих велики улагачи су хец фондови, институционални инвеститори, приватни фондови, страни инвеститори па у новије време и државни фондови. Трагични резултати транзиције и тежак положај наших радника (и државе) а сада у великом броју и акционара не сме да уздрма основни принцип акционарства – равноправност акционара.<sup>15</sup> Не могу се доносити у нашим

14 Један од разлога због којих страни инвеститори имају веома спор ритам улагања у земље у транзицији је случај и са Чешком Републиком јер су законска решења заштите показала велику слабост. Детаљније Carol L. Kline, „Protecting Minority Shareholders in close corporations: modeling Czech investor protection on Germany and United States law“, у: *Boston College International and Comparative law Review*, Spring 2000.

15 М. Васиљевић „Корпоративно управљање (од проблема до решења)“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2008, стр. 13.



условима посебна правила која би важила за наше мањинске акционаре а друга за акционаре који се професионално односе према инвестирању. Не треба очекивати промене закона у наведеном смислу, већ треба радити на побољшању акционарске структуре и концентрацији акционарског капитала, а тиме и на едукацији акционара и на подизању акционарске културе.<sup>16</sup>

#### IV Институционални инвеститори

Анализа акционарске структуре и скорашња истраживања указују да су на светској арени, наступиле промене снага у односима међу акционарима али без промена у механизмима управљања, што ће у скорије време нужно довести и до промена у корпоративном управљању. Остварени напредак у области обавезе јавног објављивања који је праћен и јачим регуларним оквиром олакшава и подстиче заштиту акционара.

Регулаторни оквир требао би да се усмери на право гласа акционара, и то на проширење у смеру његове ефикасности. Садашња искуства показују да је присуство на седницама скупштине у веома малом проценту. У Немачкој, присуство седницама скупштине је до 30%, са последицом да се ствара *ad hoc* већина као и немогућност достизања квалификоване већине укупног броја акционара.<sup>17</sup> По немачком праву банке могу у функцији заступника, да за акционаре чије акције имају у свом депозиту и по којима су овлашћене гласају.<sup>18</sup> Власник који није присутан, није феномен који је искључиво везан за компаније које су у својој структури изграђене на систему дисперзивног акционарства, него се појављује и у компанијама код којих су мањински акционари у конфронтацији са већинским акционаром. Случај се појављује и код компанија код којих држава представља мањинског акционара.

Поред тога што право гласа могу остваривати присуством на скупштини, институционални инвеститори могу вршити утицај и на саму компанију, управу, и на само корпоративно управљање.

Постоје значајне разлике у искуству Велике Британије и САД с једне стране и већине континенталних земаља на другој страни. Институционални инвеститори имају дугу праксу у Америци и Британији. Минимални ниво државне заштите у ранијем периоду и систем социјалног осигурања омогућио је да средња класа тих земаља постане акционар и

16 *Ibidem*.

17 К. Нопт, „Comparative Corporate Governance: The state of the Art and International Regulation“, стр. 51.

18 Банкарски депозитни глас.

инвеститор. У континенталним земљама, (Немачка као типични представник) институционални акционари су споро напредовали.

Традиционално ови акционари прате правила *Wall Street*-а, они продају своје акције уколико нису задовољни корпорацијом. Међутим, светска финансијска криза показала је да је дошло до пораста броја институционалних инвеститора који су више заинтересовани за саму компанију у коју су уложили. Гласају на главној скупштини, и на тај начин се они укључују у интерно корпоративно управљање.<sup>19</sup>

Штавише, правилима корпоративног управљања, врши се притисак на институционалне инвеститоре да гласају активно, и то подржавају и појединачни правни акти тих друштава. У Британији и Холандији посвећује се велика пажња и даје медијски простор (у новинама) у случајевима када институционални инвеститори-акционари на редовној скупштини активно гласају за накнаде и награде члановима управног одбора. У неким земљама правила налажу да они јавно објаве и објасне глас који су дали.

## V Закључна разматрања

Институционални инвеститори стекли су значајан утицај унутар компанија а самим тим утичу и на њихово управљање. Али они, тај утицај не врше на основу званичне регулативе него посредством спољних инструмента, као што је утицај тржишта на компанију. У овом тренутку још увек не постоје услови за промену регулативе корпоративног управљања која би одразила степен стварне контроле односно утицаја институционалних инвеститора. Чини се да су примарни акционари наставили и даље да буду неактивни. Шире промене у погледу одлучивања мањинских акционара не може још увек бити разматрано ни у развијеним земљама а камоли у земљама у транзицији. Могуће решење налази се вероватно у посебном удруживању мањинских акционара. У многим земљама (САД, Немачка) удружење акционара игра значајну улогу у заштити акционара и корпоративног управљања, док се у другима тај институт уопште не појављује (напр. Швајцарска). Имајући у виду напред наведено мишљење о појму мањинских акционара, питање заштите њихових права у Србији требало би разматрати применом искустава развијених земаља. Развој заштите мањине, требао би да иде у правцу који ће омогућити привлачење институционалних инвеститора за улагања на наше тржиште. Подизање знања наших акционара омогућиће да прихвате изазове тржишта и одговорности која стоји уз власништво у компанијама, а то је њихова најбоља заштита.

19 T. Randall, „The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation“, *Vand. Law Rev.*, бр. 299/2008, стр. 61.

**Sonja BUNČIĆ, PhD**

**Associate Professor at the Faculty of Technical Sciences University of Novi Sad**

## **DETERMINATION OF MINORITY SHAREHOLDERS AND THEIR CLASSIFICATION**

### **Summary**

*The determination of minority and majority shareholder in our general and professional public still causes a dilemma because of the privatization process. In theory, this term refers to the rights of institutional and professional investors. The author presents the classification of minority and majority shareholders, by quantitative and qualitative approach and also by criteria of shareholders interests. Acquisition of minority shareholder position is explained as the original and successive.*

**Key words:** *minority shareholders, majority shareholders, institutional investors.*