

УДК: 347.725(497.11:73)

CERIF: S 144

ТИП РАДА: СТУДЕНТСКИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_23221A

Томислав ЂУКИЋ*

студент Универзитета у Београду – Правног факултета, Србија

ОПРАВДАНОСТ УВОЂЕЊА КЛАСА АКЦИЈА – ОСВРТ НА ПРИМЕРЕ У САД И РЕГУЛАТИВУ У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ**

Сажетак

У овом раду аутор ће настојати да најразвијенији анализу историје развоја дуалне система акција у Сједињеним Америчким Државама, кроз шта ће приказати како се временом правило једна акција – један клас мењало, те се успостављивала пракса да су се изузеци од овог правила обличавали и стварали нова правила која су компаније прилагођавале свом пословању и потребама. Кроз анализу примера из пословања неких од водећих мултинационалних компанија у САД, као и кроз анализу тренутне регулативе класа акција у Републици Србији, аутор ће уредити позитивне и негативне аспекте постојања различитих класа акција и саопштити оправданост њиховог увођења. Овај систем био је засниван у претходном веку, а код нас се тек налази у почетној фази развоја и његова заснивеност још увек није видљива, иако је регулисана законским правилима. У завршним наводима, аутор сумира да ли

* Електронска адреса аутора: tomislavdjukic@icloud.com.

** Награђени рад на конкурс фондације „Професор др Мирко Васиљевић“ за 2023. годину.

проблеми који постоје у овако подељеној структури акција могу бити превазиђени зарад циљева којима команија тежи.

Кључне речи: Акционарско друштво. – Класе акција. – Обичне акције. – Преференцијалне акције. – Право власа. – Берза. – Иницијална јавна понуда.

I Увод

Привредни субјекти у Републици Србији могу се организовати као индивидуалне или колективне форме обављања одређене делатности. Са једне стране, индивидуално предузеће (тј. предузетник) се карактерише тиме што нема посебан правни субјективитет у односу на физичко лице које врши одређену делатност у циљу стицања добити у овако организованом предузећу, док, са друге стране, колективно предузеће тј. привредно друштво има посебну организацију, своју имовину, самосталност која може ићи и до потпуне независности и одвојене правне односе у односу на своје чланове и осниваче.¹

Акционарско друштво, као једна од колективних форми предузећа, је друштво чији је целокупни основни капитал подељен на акције које то друштво издаје и које својим законитим имаоцима, односно акционарима дају одређена права унутар друштва.² У тренутку одлучивања коју форму предузећа неко лице жели да оснује и која форма највише одговара његовом подухвату, предност акционарског друштва је уједно и његова мана, а то је капитал. Предности се огледају у начину прикупљања, циркулације, широких могућности прилагођавања капитала пословању и ограничење одговорности до висине улога у друштво, док би се под мане могли подвести високо прописани минимални оснивачки капитал, формалности и трошкови приликом повећања и смањења капитала и трошкови котирања својих акција на берзи (у случају јавних друштава). Акционарско друштво је једина форма привредног друштва који средства за своје оснивање и пословање може редовно да прибави и путем упућивања јавног позива за откуп акција.³ У зависности од величине друштва, могу се уочити различити циљеви за издавање

1 Мирко Васиљевић, Татјана Јевремовић Петровић, Јелена Лепетић, *Команијско право*, Београд, 2020, 32–33.

2 Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021, чл. 245.

3 Мирко Васиљевић, „Акционарско друштво“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 1–3/1991, 49.

акција. У мањим, једночланим или друштвима са два члана често ће постојати само једно, првобитно издавање акција, па ће се оне издати како би се акционарима (енг. *shareholders*) дала комплетна контрола над управљањем друштва и сва права која из тих акција произлазе. Даље, таква друштва често више неће издавати акције јер је то био једини циљ који је требало бити остварен већ тим издавањем и она ће се даље по потреби често финансирати на неки други начин, нпр. путем кредита са банком обезбеђеног њиховом личном имовином.⁴ Са друге стране, велика друштва која имају већи број акционара, већи капитал и обим пословања имају циљ и потребу да финансирају њихове пословне подухвате, да привуку инвеститоре и да на тај начин прикупе довољно средстава како би друштво могло да послује и да оствари профит. Управо се због тога, првенствено код тих друштава, појављују различите акције које дају различита права унутар друштва, а у зависности од тога којој класи (роду) акција припадају. Издавање акција које дају мање неимовинских права својим имаоцима може да послужи и оном акционару који има довољно удела у укупном броју гласова да задржи контролу приликом доношења свих већих и битнијих одлука при пословању друштва и да на тај начин послује у складу са својом идејом и визијом, а са друге стране, да ограничи самовољу осталих акционара и могућност евентуалних промена које би могле бити изгласане противно његовој вољи.⁵ Због свега наведеног, намеће се питање да ли је оправдано да законити имаоци акција једног друштва немају иста права у вези са управљањем тим друштвом јер се на тај начин фаворизује остваривање профита, прикупљање инвестиција и укључивање у пословање друштва лица која нису заинтересована у истој мери за свакодневно управљање тим друштвом.

II Историја и примери различитих класа акција у САД

Дуго су кроз историју постојала друштва која су имала различите класе акција и чији је капитал подељен на тај начин. Није одувек било законом прописано правило „једна акција – један глас“, те се у пракси одређивало у складу са потребама друштва која права ће имати који акционари. Крајем деветнаестог века је у САД компанија *East India Company* сваком акционару давала један глас без обзира на то колико је акција он доиста имао, док се негде право гласа условљавало износом

4 Paul L. Davies, Sarah Worthington, *Principles of Modern Company Law*, 9th edition, London, 2012, 855.

5 Zohar Goshen, Assaf Hamdani, „Corporate Control and Idiosyncratic Vision“, *Yale Law Journal*, Nr. 3/2016, 588.

укупно поседованих акција (нпр. за сваких петсто долара даје се један глас).⁶ Компаније су често налазиле неко средње решење, па су нпр. ограничавале укупан број гласова које било који акционар може да поседује или су растом удела у капиталу друштва смањивале број гласова том акционару.⁷ Већ је до 1900. године у већини компанија било утемељено правило да једна акција даје један глас, без обзира на то да ли се ради о преференцијалним или обичним акцијама, и у том погледу није било разлика.⁸ Међутим, један од битнијих тренутака у историји јесте увођење у пракси различитих класа обичних акција, тј. акција које нису имале право гласа. Први пример тога је *International Silver Company* која је 1898. године издала обичне акције које нису давале право гласа у тренутку када су издате, већ тек од 1902. године, али и тада по принципу две акције – један глас.⁹ Убрзо су и друге компаније почеле да издају акције које нису давале право гласа, задржавајући то право за себе и лица за која су била сигурна да ће водити послове у складу са њиховим захтевима па се на тај начин одржала њихова контрола над друштвом, иако нису имали већински капитал. Један од познатијих примера из прошлог века везује се за компанију *Dodge Brothers* која је одлучила да јавно на берзи понуди обичне акције (енг. тзв. *initial public offering* – иницијална јавна понуда) које немају права гласа, а Њујоршка берза је, иако је првобитно дозволила котирање таквих акција, касније исто забранила због поштовања правила једна акција – један глас. На тај начин забрањено је котирање акција на својој берзи свих друштва чије акције дају различита права, односно где постоји тзв. *dual class shares* систем, али са неколико изузетака (нпр. *Ford Company* 1956. године, вид. даље у тексту). Међутим, такав систем је убрзано показивао успех и развијао се у пракси, те је забрана Њујоршке берзе трајала педесет година, све до осамдесетих година прошлог века када је увидела да постоји снажна конкуренција међу берзама и да ће морати да дозволи

6 Samuel Williston, „History of the Law of Business Corporations before 1800 (Part II)“, *Harvard Law Review*, Nr. 4/1888, 156.

7 Нпр. у савезној држави Мериленд је важило следеће правило: „за сваку акцију, а не више од две, један глас; за сваке две акције преко првобитне две, а да не прелази десет, један глас; за сваке четвори акције поседоване преко десет акција, а укључно не прелази шездесет, један глас; за сваких шест преко шездесет, а ако не прелази шездесет, један глас; за сваких осам преко шездесет, а не прелази сто, један глас...“ У складу са овим правилима, нико није могао да има више од тридесет гласова. Из овога се види могућност пруралитета права гласа већ тада, иако корпоративно управљање није било развијено као данас. Вид. Joseph G. Blandi, *Maryland Business Corporations 1783–1852*, Baltimore, 1934, 66.

8 W.H.S. Stevens, „Stockholders’ Voting Rights and the Centralization of Voting Control“, *The Quarterly Journal of Economics*, Nr. 3/1926, 353–354.

9 *Ibid.*, 355.

и котирање таквих акција.¹⁰ Она је тада поставила услове, да у случају да једна компанија жели да изда другу класу акција, тј. акције са различитим правима, потребан је пристанак двотрећинске већине укупног броја акционара, да однос гласачких права износи 10:1 између две класе и да нема разлике између свих осталих права.¹¹ По узору на *Dodge Brothers, Ford Motor Company* је 1956. године такође издала додатну класу „А“ акција које су чиниле укупно 95% укупног капитала друштва али нису имала право гласа. Друга класа обичних акција „Б“ је чинила преосталих 5% капитала друштва и била је резервисана примарно за чланове Форд породице и само су имаоци тих акција имали право гласа па су на тај начин омогућили да, и поред великог броја акционара и малог укупног процента у капиталу, задрже контролу и управљање над целокупним друштвом.¹² Још један пример је и позната кинеска компанија Алибаба, која се 2013. године управо због овакве забране одлучила да свој *initial public offering* (у даљем тексту: „IPO“) премести са берзе Хонг Конга на берзу у Њујорку, јер је берза Хонг Конга одбила да одступи од правила „једна акција – један глас“, иако би то био један од највећих IPO-а у историји.¹³ Сада се све чешће компаније у САД одлучују за ову структуру капитала, нарочито када се ради о технолошким стартаповима а све у циљу што бржег и лакшег раста.¹⁴ Најпознатији пример је *Alphabet Inc.*, власник Гугла, који је иницијалном јавном понудом 2004. издао три класе акција: једну која даје десет гласова по акцији, другу, за коју важи правило једна акција – један глас и трећу класу чије акције немају право гласа.¹⁵ Неке компаније различите класе акција називају А, Б и Ц акције, у зависности од тога каква права дају својим имаоцима. Таква подела постоји у америчкој компанији *Berkshire Hathaway Inc.* која је издала обичне (енг. *common shares*) „А“ и „Б“ акције. Основна разлика између њих јесте цена, а према информацијама са почетка 2022. године,

10 Zoe Condon, „A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy“, *Emory Law Journal*, Nr. 2/2018, 345–346.

11 Dorothea S. Lund, „Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance“, *The Stanford Law Review*, vol. 71, 2019, 703.

12 John Rosevear, „The Montley Fool, 63 Years Later, What Can Investors Learn From Ford’s 1956 IPO?“, 2019, доступно на адреси: <https://www.fool.com/investing/2019/01/16/63-years-later-what-can-investors-learn-from-fords.aspx>, 2. 1. 2023.

13 Neil Gough, „After Loss of Alibaba I.P.O., Hong Kong Weighs Changes to Its Listing Rules, N.Y. Times: Dealbook“, доступно на адреси: <http://dealbook.nytimes.com/2014/08/29/hong-kong-begins-thinking-aloud-about-issue-that-lost-it-alibabas-i-p-o>, 2. 1. 2023.

14 Adam Hayes, „Dual Class Stock: Definition, Structure, and Controversy“, доступно на адреси: <https://www.investopedia.com/terms/d/dualclassstock.asp>, 30. 12. 2022, 1.

15 Alphabet Inc. 2004 Founders’ IPO Letter., 2004, доступно на адреси: <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004-ipo-letter/>, 30. 12. 2022.

акције класе „А“ достижу цену и преко четиристо хиљада долара, док се акције класе „Б“ крећу по цени између двеста и четиристо долара. Даље, имаоци акција „А“ имају право да конвертују своју акцију „А“ у хиљаду и петсто акција класе „Б“ у сваком тренутку, док у обрнутом случају то право не постоји, а постоје и разлике у томе колико права гласа носи свака од ових класа акција.¹⁶ Данас друштва могу слободно да котирају своје акције различитих класа на Њујоршкој берзи, Насдак (NASDAQ),¹⁷ Америкс (AMEX) и NYSE, али само ако су такву структуру имали већ у тренутку када је друштво постало јавно (у тренутку *initial public offering*-а), а изузетно је могуће да се акције које дају нека приоритетна права издају и након првобитне јавне понуде, али само ако то не нарушава систем гласања који је постојао до тада.¹⁸ Опште је позната компанијскоправна регулатива америчке савезне државе Делавер, у којој је правило једна акција – један глас диспозитивне природе, што значи да друштва могу издавати акције са више гласова, са мање од једног гласа или без права гласа.¹⁹ Преко половине од пет стотина највећих корпорација и преко 55% од њих котираних на Њујоршкој берзи има седиште управо у Делаверу.²⁰ Из наведених примера из праксе компанија у САД и која је показала и показује успех и данас, може се уочити жеља друштва да издаје више класа акција и да на тај начин има већу контролу над управљањем, а уједно и да лакше прикупља капитал. Поред тога, ова структура омогућава улагачима који немају интерес за управљање друштвом да остварују имовинска права која са тим акцијама добијају и чине успешним своје дугорочне инвестиције.

III Врсте акција према правима у Републици Србији

Акционарско друштво је у Републици Србији уређено Законом о привредним друштвима. Када се говори о одступању од принципа „једна акција – један глас“ у том смислу постоје само две врсте акција које се

16 Berkshire Hathaway Inc, „Comparison of Berkshire Hathaway Inc. Class A and Class B Common Stock“, 2010, доступно на адреси: <https://www.berkshirehathaway.com/com-pab.pdf>, 30. 12. 2022.

17 NASDAQ Inc, NASDAQ Stock Market Rules IM-5640 (2014), доступно на адреси: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>, 28. 12. 2022.

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

19 Јелена Лепетић, „Једна акција – један глас: да ли је време за промене“, *Зборник Правног факултета у Новом Саду*, бр. 3/2018, 1202–1203.

20 Мирко Васиљевић, „Привреда и привредна друштва“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2019, 33.

разликују према правима које дају својим имаоцима и тако се разликују преференцијалне и обичне акције. У оквиру сваке врсте акција, акције које дају иста права својим акционарима чине једну класу акција, с тим што све обичне акције увек морају давати иста права, те самим тим није могуће постојање различитих класа обичних акција (увек постоји само једна класа обичних акција).²¹ Преференцијалне акције су акције које својим имаоцима дају одређена имовинска права, као и нека друга посебна права, ако је тако одређено статутом друштва или одлуком о емисији акција, која су повлашћена у односу на права имаоца обичних акција.²² За разлику од обичних акција, у једном друштву могу да постоје преференцијалне акције које би имале више класа са различитим правима првенства, али би у таквој ситуацији неопходно било да се утврди редослед првенства за остваривање права из тих акција. Законити имаоци обичних акција остварују своја права сразмерно номиналној вредности поседованих акција (вредност на коју акција гласи тј. вредност која је утврђена одлуком о издавању акција²³), односно рачуноводствене у случају да су те акције без номиналне вредности (вредност која се добија дељењем књиговодствене вредности имовине друштва са укупним бројем акција које је оно издало и она не мора да се поклапа са номиналном вредношћу акције²⁴). Приоритетна (повлашћена) права која законити имаоци преференцијалних акција имају у односу на имаоце обичних се тичу како имовинских, тако и статусних права. Првенствено се под имовинским приоритетним правима која се остварују пре права имаоца обичних акција мисли на приоритет у исплати дивиденде, као једног од основних и најважнијих имовинских права, и то у унапред одређеном новчаном износу или проценту од њене номиналне вредности, а поред тога, право првенства наплате из остатка ликвидационе или стечајне масе. Могуће је и постојање различитих врста преференцијалних акција и на тај начин може доћи и до неких додатних права које би имаоци преференцијалних акција имали. Кумулативне преференцијалне акције дају свом имаоцу право кумулирања исплате неисплаћене приоритетне дивиденде и исплату пре исплате дивиденди имаоцима обичних акција. Друштво се може одредити да изда и партиципативне преференцијалне акције када постоји право имаоца да партиципира у дивиденди која припада имаоцима обичних акција када се дивиденда њима исплаћује. Постоји и могућност издавања заменљивих преференцијалних акција, када је одлуком о издавању предвиђено да

21 ЗОПД, чл. 250.

22 М. Васиљевић, Т. Јевремовић Петровић, Ј. Лепетић, 219–220.

23 ЗОПД, чл. 258.

24 Небојша Јовановић, „Законодавна смушеност у претварању јавног у нејавно друштво“, *Анали Правној факултету у Београду*, бр. 2/2011, 309–310.

се оне могу заменити за обичне акције. Откупљиве преференцијалне акције су акције које могу бити откупљене од стране самог друштва. Преференцијалне акције се у Републици Србији могу издавати само за новчани улог у друштво.²⁵ Закони врло често уређују највиши проценат преференцијалних акција у укупном капиталу друштва које оно може да издаје и тако је у Србији постављено да приоритетне акције могу износити највише половину – 50% основног капитала друштва,²⁶ што је идентично решење као и у неким другим суседним државама.²⁷ Када су у питању статусна (неимовинска) права, преференцијалне акције по правилу не дају право гласа својим имаоцима (то је „цена“ коју имаоци таквих акција плаћају за сва приоритетна права која имају²⁸), али имаоци таквих акција ипак имају право и то само једног гласа (због императивног правила једна акција – један глас које важи у нашем праву) у тачно одређеним случајевима и они ће то право остваривати на посебној скупштини акционара те класе (тзв. специјална скупштина). То право моћи ће да остварују уколико се ради о промени права акционара ове класе. Тачније, о повећању или смањењу укупног броја одобрених акција те класе (које још увек нису издате), о измени било ког повлашћеног права акција те класе, о утврђивању права ималаца било којих других хартија од вредности друштва на замену или конверзију њихових хартија у акције те класе, о подели или спајању акција те класе или њиховој замени за акције друге класе, о новој емисији исте класе преференцијалних акција или издавању неке нове класе акција које би давале већа права него она која даје та класа акција или измени права из акције друге класе тако да дају једнака или већа права у односу на права која дају акције те класе, о ограничењу или искључењу постојећег права пречег уписа акција те класе и о ограничењу или искључењу постојећег права гласа из акција те класе, ако је то право утврђено статутом у складу са законом.²⁹ Из наведеног се намеће закључак да увек када законити имаоци преференцијалних акција имају право гласа, таква акција им даје само један глас, за разлику од САД и неких других држава где могу постојати нпр. акције са десет или већим бројем гласова. Статутом

25 ЗОПД, чл. 253.

26 ЗОПД, чл. 253 ст. 2.

27 Нпр. у Хрватској такође постоји ово ограничење које се тиче највишег дозвољеног процента повлашћених акција у капиталу и тамо такође постоје две класе („рода“) акција („дионица“): редовне и повлашћене, а све акције које дају иста права припадају истој класи. Вид: хрватски *Zakon o trgovačkim društvima*, *Narodne novine*, бр. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19 и 34/22, члан 167 и 168; у Црној Гори је исто уређење: Закон о привредним друштвима, *Службени лист РЦГ*, бр. 65/2020, чл. 206.

28 М. Васиљевић, Т. Јевремовић Петровић, Ј. Лепетић, 220.

29 ЗОПД, чл. 255.

самог акционарског друштва могу се одредити додатно два права имаоца приоритетних акција када они не морају гласати на одвојеној скупштини, већ заједно са имаоцима обичних акција: прво, код заменљивих преференцијалних акција, право гласа се остварује заједно са акционарима који имају обичне акције, али само када имају број гласова једнак броју гласова обичних акција у које се могу претворити, и друго, законити имаоци преференцијалних акција којима није исплаћена дивиденда која им припада по одлуци скупштине друштва, могу да остварују право гласа заједно са имаоцима обичних акција до исплате те дивиденде, сразмерно учешћу у тих преференцијалних акција у основном капиталу друштва.³⁰

У Србији је императивно правило једна акција – један глас, како кад су у питању преференцијалне акције (када дају право гласа), тако и обичне, а и све друге врсте акција. Тај принцип није новина у нашем систему јер је био уређен и претходним Законом о привредним друштвима из 2004. године.³¹ Раније је, Законом о предузећима из 1996. године, било предвиђено да свака акција даје право гласа сразмерно својој номиналној вредности, при чему је било забрањено издавање акција са истом номиналном вредношћу које би давале различит број гласова.³² Закон о предузећима из 1988. предвиђао је да власници имају право гласа сразмерно висини уложеног капитала, ако статутом, односно правилима није другачије предвиђено у скупштини предузећа,³³ из чега се може видети да тада ово правило није било императивно као сада. Међутим, уколико би један правни систем желео да у потпуности примени ово правило без икаквих изузетака, тада би требало забранити одређене институте који постоје у нашем правном систему, али и у бројним другим државама. Један од најочигледнијих начина био би да се потпуно забрани издавање акција које дају право на више или мање од једног гласа тј. преференцијалних акција, као најјачег удара на овај принцип. Поред тог „изузетка“ од правила једна акција – један глас, правни системи често познају нпр. акције које дају право гласа за само одређена питања, акције које не дају права гласа уопште или ограничење укупног броја гласова по једном законитом имаоцу акције.³⁴ У сваком случају, из свега наведеног се може закључити да код нас постоји тзв. непропорционални

30 ЗОПД, чл. 255.

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

32 Закон о предузећима, *Службени лист СРЈ*, бр. 29/96, 33/96 – испр. 29/97, 59/98, 74/99, 9/2001 – одлука СУС и 36/2002, чл. 221 ст. 1 и 3.

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

34 Ј. Лепетић, 1209–1210.

систем гласања јер постоје значајни изузеци од правила једна акција – један глас. Он се тако назива јер постоји несразмера тј. неједнакост међу акционарима једног друштва у виду економског ризика које они сnose и економских права које они имају на основу тога што су имаоци акција. Овакав систем постоји у бројним земљама широм света и постоје аргументи и за и против његовог постојања, али је углавном прихваћен када се уводи већ при оснивању тј. првим издавањем акција од стране друштва. Са друге стране, ако се он жели увести накнадно, када су акције једног друштва већ котиране, проблем је већи јер се тиме жели увести неједнаки третман акционара у истом положају, оних који већ представљају имаоце издатих акција и оних који ће акције које им дају другачија тј. ширира права тек стећи, па по правилу то не би требало бити дозвољено.³⁵ Поред свих права у којима се разликују преференцијалне од обичних акција, преференцијалне акције својим имаоцима дају и нека друга права која нису имовинскоправне природе и не дају право првенства у односу на остале акционаре. Та права су право да присуствује и учествује у раду скупштине друштва и поред тога што нема право гласа, да расправља о питањима на дневном реду, право приступа актима и документима друштва, право информисања, право подизања индивидуалних и деривативних тужби и право постављања питања. Што се тиче права постављања питања, оно припада како имаоцима преференцијалних акција, имаоцима делимично уплаћених акција и имаоцима којима је искључено право гласа, јер се ово право не везује за право гласа већ за право учешћа у раду скупштине.³⁶ Законити имаоци преференцијалних акција имају право да сазову (уколико имају најмање 10% права гласа од укупног броја те класе) и да одрже посебну седницу скупштине на којој, по правилу, имају право да присуствују само они. Основна функција овако уређене одвојене седнице скупштине јесте да они донесу одлуку којом би дали сагласност на одлуку која се тиче њих, а која је донета од скупштине друштва.³⁷ Даље, имаоци ових акција имају право да њима располажу слободно, право пречег стицања акција исте класе из нових емисија, а постоји могућност и давања права првенства у коришћењу услуга из делатности друштва или права првенства у откупу акција при смањењу основног капитала друштва и друго.³⁸ Са друге стране, законити имаоци и обичних и преференцијалних акција имају и једну основну обавезу према друштву, а она се састоји у уплати

35 *Ibid.*, 1200–1201.

36 Вук Радовић, „Услови за вршење права акционара на постављање питања“, *Анали Правној факултету у Београду*, бр. 1/2014, 70.

37 Зоран Арсић, „Посебна одлука класе акција – посебно гласање и посебна скупштина“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2019, 57–58.

38 М. Васиљевић, Т. Јевремовић Петровић, Ј. Лепетић, 220.

целог улога у друштво како би могли да стекну својство законитог имаоца акција уписом у Централни регистар хартија од вредности. У случају задоцњења са извршавањем ове обавезе, разликују се последице у нејавном (затвореном) и јавном (отвореном) акционарском друштву. Према Закону о привредним друштвима, ако лице које се обавезало не унесе тј. не уплати целокупни улог у нејавно акционарско друштво, то друштво има право да, након обавештавања тог лица и давања накнадног рока за испуњење обавезе, донесе одлуку о повлачењу и поништају уписаних акција без накнаде, док би јавно акционарско друштво имало обавезу да донесе такву одлуку од стране својих органа.³⁹

IV Увођење класа акција – *pro et contra*

Када погледамо примере из САД и проблеме који су се јављали кроз историју, као и садашњу регулативу у Републици Србији, можемо да закључимо да је у нашем праву структура доста једноставније регулисана, али да у пракси није још увек заживела. У тренутку писања овог рада, аутор је пронашао информацију да на Београдској берзи постоји само шеснаест преференцијалних акција, од чега је десет повучено са тржишта.⁴⁰ Закључује се да би се могло поставити питање да ли је уопште оправдано и сврсисходно увођење овакве структуре и какве су последице по друштво и по акционаре тиме.

Основни аргумент против увођења и постојања различитих класа акција јесте (потенцијални) конфликт интереса.⁴¹ У ситуацији када акционари који имају већински део од укупног броја гласа бирају директоре, тј. одређена лица која ће вршити послове у интересу друштва, често се сумња у њихово доношење одлука и поставља се питање да ли је оно у складу са интересима друштва као целине, тј. свих акционара или ипак у интересу испуњења њихових циљева и остваривања пословног плана. Практично лица која имају већински проценат укупног броја гласова у друштву могу донети одлуку какву год хоће, без обзира на остале акционаре којих има у много већем броју, али немају права гласа или имају али у мањем проценту. Ова ситуација би се могла поједноставити речима генералног саветника Гугла Дејвида Драмонда, који је након вести да ће Гугл издати нове акције без права гласа већ постојећим акционарима

39 ЗОПД, чл. 48, ст. 7–8.

40 Вид. званични сајт Београдске берзе: <https://www.belex.rs>, 2. 1. 2023.

41 Stephen M. Bainbridge, „Understanding Dual Class Stock III: The Conflict of Interest Argument“, 2017, доступно на адреси: https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/09/understanding-dual-class-stock-iii-the-conflict-of-interest-argument.html#_ftn1/, 1. 1. 2023.

и на тај начин одржати контролу у рукама своја три оснивача, рекао: „С обзиром да ће Серџеј, Ерик и Лери (оснивачи и контролни акционари) задржати већину њихових гласа у компанији, очекујемо да одлука буде изласана“.⁴² LinkedIn, позната компанија из САД, је 2011. године прешла у јавно друштво и желела да изда нову класу акција будућим акционарима које би укупно давале испод једног процента од укупног права гласа у друштву, а све у циљу прикупљања капитала уз задржавање права гласа за све одлуке које би се могле донети у будућности.⁴³ Контролни акционари оваквих компанија који желе да накнадно издају овакве акције (тј. акције са већим или пречим правима) често за разлог наводе да се на тај начин желе заштити од непријатељског преузимања (енг. *hostile takeover*) и да задрже контролу у својим рукама. Такав став би се могао оборити чињеницом да и без издавања тих акција, компанија на располагању има одређене мере одбране (енг. *defense mechanism*) којима би то спречила. Додатан је аргумент против постојања овако подељеног капитала једног друштва да се ствара неравноправност између економског ризика и контроле над привредним друштвом и да се на овај начин одступа од правила једна акција – један глас, али такав аргумент могао би се оборити чињеницом да се правило једна акција – један глас не везује за равноправност лица, већ за једнакост акција као механизма којима се омогућава изградња секундарног тржишта.⁴⁴

Свакако је мана постојања различитих класа акција та да се одлуке неће доносити у интересу свих акционара и да се акционари фактички ништа не питају (у случају да постоје они са великим уделом у укупном броју гласова), али било би погрешно потпуно забранити овакав систем јер он омогућава свим заинтересованим лицима да могу да приступе друштву, а да их се фактички не тиче какве одлуке се у њему доносе све док добијају дивиденду тј. уживају имовинска права из акција. Поред тога овај систем постоји дуго у пракси и често је доносио добре резултате за компаније које су на овај начин прикупљале капитал и настављале пословање.

Један од водећих и најснажнијих аргумената за увођење и постојање различитих класа акција би свакако био да се на тај начин најбоље могу остварити дугорочни планови и циљеви који су постављени од стране

42 Andrew Ross Sorkin, „The New York Times, Stock Split for Google That Cements Control at the Top“, 2012, доступно на адреси: <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2012/04/16/stock-split-for-google-that-cements-control-at-the-top/>, 31. 12. 2022.

43 Steven Davidoff Solomon, „The New York Times, Plans for LinkedIn’s I.P.O. May Make Few Friends“, 2011, доступно на адреси: [https://archive.nytimes.com/2011/05/10/plans-for-linkedins-i-p-o-may-make-few-friends/](https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/05/10/plans-for-linkedins-i-p-o-may-make-few-friends/), 31. 12. 2022.

44 J. Лепетић, 1198.

акционара-оснивача, а да се са друге стране не ризикује губитак контроле над управљањем тим друштвом.⁴⁵ Акционари који ће тек ступити у друштво свакако знају у шта се упуштају и шта купују, те не постоји никаква дискриминација њих јер, нпр. у случају куповине обичних акција без права гласа, цена ће бити мања у односу на обичне акција са правом гласа те ће они имати слободан избор да ли на основу свих права које им те акције пружају желе да их купе или не. Са друге тачке гледишта, законити имаоци већ постојећих акција не губе никаква права гласа нити им се то право смањује у случају издавања нове класе, тј. приступања нових акционара у друштво.⁴⁶ Напротив, извршиће се докапитализација те ће друштво имати веће шансе за испуњење пословних циљева. Када се не би дозволило издавање акција без права гласа или са мање права гласа, оснивачи би морали да „држе у својим рукама“ читав капитал друштва и тиме себе да изложе огромном ризику, евентуално презадужености, стечају или доношењу лоших пословних одлука. На овај начин се, управо због свега овога, омогућава да они задрже контролу и да стекну додатно финансирање од стране будућих акционара, њима омогуће остваривање економске користи од тих акција, а себи стабилније пословање.⁴⁷

Приликом истраживања и прикупљања података, аутор је пронашао чланак новинара часописа *Financial Times* којим би се на занимљив начин могло сагледати ово поређење аргумената: „Предности постојања овакве структуре јесте заштитна управљања друштвом од захтева свих обичних акционара. Мана постојања овакве структуре јесте заштитна управљања друштвом од захтева свих обичних акционара.“⁴⁸

V Закључак

Тржиште серијских хартија од вредности у САД је једно од најразвијенијих на свету. Из историјског осврта на развој берзе, одлука компанија о увођењу различитих класа акција и промене саме садржине тих акција у тој земљи које смо укратко истражили у овом раду, можемо да закључимо да превагу ипак имају аргументи који су за постојање овакве структуре једног друштва. Све мане и потенцијални проблеми би се могли у одређеној мери занемарити зарад циљева који се остварују

45 Douglas C. Ashton, „Revisiting Dual-Class Stock“, *St. Johns Law Review*, Nr. 4/1994, 884.

46 S. Bainbridge.

47 D. S. Lund, 693.

48 Andrew Hill, „Enrolment open for an MBA in Murdoch“, 2011, доступно на адреси: <https://www.ft.com/content/2fda9e8e-b176-11e0-9444-00144feab49a>, 1. 1. 2023.

њеним постојањем и сагледавањем шире и дугорочне слике, без притиска акционара за краткорочним и инстант профитом. Ова структура омогућава власницима компанија да испуне своје циљеве и да за себе осигурају даљи развитак саме компаније и њеног обима пословања, а инвеститорима (будућим акционарима) даје већи спектар избора приликом стицања акција и доношења одлуке на који начин ће уложити свој новац и остварити профит. Таква структура такође има позитиван утицај и на лојалност инвеститора и законитих имаоца акција самом друштву и утиче и на развој тржишта тј. берзи где се такве акције котирају. О развијању и популарности постојања различитих класа акција сведочи и чињеница да су у САД од укупног броја одржаних *initial public offering*-а у периоду 2008–2012. године компаније са дуалним системом акција чиниле у просеку 13.5%, док само у 2022. тај проценат износи 25.6%, а у последњих пет година просек је 24%.⁴⁹

На крају, у нашој земљи се тржиште серијских хартија од вредности налази у почетној фази развоја и није ни близу тржишта какво постоји у САД. За развој берзанског тржишта неопходно је да на берзу изађе много већи број друштава која би својим иницијалним јавним понудама омогућила развитак овог система и код нас. Наш корпоративни правни систем је компилација неколико упоредноправних система и решења и ту се јавља питање колико је уствари применљив у пракси. Улога државе је неизмерна и не сме се занемарити приликом изучавања тржишта и оваквог проблема, те је неопходно да она има много већи утицај, да превазиђе своју пасивну улогу и да се укључи у подстицање привредних подухвата више него што је тренутно случај. Такође је потребно да се законска регулатива уреди у складу са стањем тржишта те да се на тај начин повећа мотивација инвеститора за улагање у акције и компанија за увођење преференцијалних акција. Колико је то могуће у пракси и колико ће се друштва окренути овом решењу, остаје нам да видимо у будућности.

Коришћена литература

Арсич Зоран, „Посебна одлука класе акција – посебно гласање и посебна скупштина“, *Право и привреда*, 4–6/2019. (Arsić Zoran, „Posebna odluka klase akcija – posebno glasanje i posebna skupština“, *Pravo i privreda*, 4–6/2019)

49 Jay R. Ritter, „Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2021“, 2023, доступно на адреси: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf/>, 4. 1. 2023.

- Ashton Douglas C., „Revisiting Dual-Class Stock“, *St. Johns Law Review*, Nr. 4/1994.
- Blandi Joseph G., *Maryland Business Corporations 1783–1852*, Baltimore, 1934.
- Васиљевић Мирко, Јевремовић Петровић Татјана, Лепетић Јелена, *Компанијско право*, Београд, 2020. (Vasiljević Mirko, Jevremović Petrović Tatjana, Lepetić Jelena, *Kompanijsko pravo*, Beograd, 2020)
- Васиљевић Мирко, „Акционарско друштво“, *Анали Правној факултети у Београду*, бр. 1–3/1991. (Vasiljević Mirko, „Акционарско друштво“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 1–3/1991)
- Васиљевић Мирко, „Привреда и привредна друштва“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2019. (Vasiljević Mirko, „Privreda i privredna društva“, *Pravo i privreda*, br. 4–6/2019)
- Wen Tian, „You Can’t Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange“, *University of Pennsylvania Law Review*, Nr. 6/2014.
- Goshen Zohar, Hamdani Assaf, „Corporate Control and Idiosyncratic Vision“, *Yale Law Journal*, Nr. 3/2016.
- Williston Samuel, „History of the Law of Business Corporations before 1800 (Part II)“, *Harvard Law Review*, Nr. 4/1888.
- Gough Neil, „After Loss of Alibaba I.P.O., Hong Kong Weighs Changes to Its Listing Rules, N.Y. Times: Dealbook“, доступно на адреси: <http://dealbook.nytimes.com/2014/08/29/hong-kong-begins-thinking-aloud-about-issue-that-lost-it-alibabas-i-p-o>, 2. 1. 2023.
- Davies Paul L., Worthington Sarah, *Principles of Modern Company Law*, 9th edition, London, 2012.
- Јовановић Небојша, „Законодавна смушеност у претварању јавног у нејавно друштво“, *Анали Правној факултети у Београду*, бр. 2/2011. (Jovanović Nebojša, „Zakonodavna smušenost u pretvaranju javnog u nejavno društvo“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 2/2011)
- Лепетић Јелена, „Једна акција – један глас: да ли је време за промене“, *Зборник Правној факултети у Новом Саду*, бр. 3/2018. (Lepetić Jelena, „Jedna akcija – jedan glas: da li je vreme za promene“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Novom Sadu*, br. 3/2018)
- Lund Dorothea S., „Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance“, *The Stanford Law Review*, vol. 71, 2019.
- Радовић Вук, „Услови за вршење права акционара на постављање питања“, *Анали Правној факултети у Београду*, бр. 1/2014. (Radović Vuk, „Uslovi za vršenje prava akcionara na postavljanje pitanja“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 1/2014)

Stevens W. H. S., „Stockholders Voting Rights and the Centralization of Voting Control“, *The Quarterly Journal of Economics*, Nr. 3/1926.

Condon Zoe, „A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy“, *Emory Law Journal*, Nr. 2/2018.

Tomislav ĐUKIĆ

Student at the University of Belgrade Faculty of Law, Serbia

JUSTIFICATION OF DUAL CLASS STOCK – REVIEW OF EXAMPLES IN US AND REGULATION IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Summary

In this paper author will aim to make an analysis of development dual class stock system in the United States through history, with which he will show how, through time, the one share – one vote rule changed and how the practice of exceptions from this rule established and made new rules which companies adjusted to its business and needs. Through analysis of examples from business of some of the leading multinational companies in the United States and analysis of current regulative of classes of shares in the Republic of Serbia, author will compare positive and negative aspects of existence of different classes of shares and the justification for its introduction. This system was very represented in the previous century, and in our country it is only the beginning phase of development and its representment still isn't that much visible despite the fact that it is regulated by law. In the finishing statements, author sums up can the problems that exist in this type of split of shares overcome for the benefit goals that company wants to accomplish.

Key words: *Joint-stock Company. – Classes of Shares. – Regular Shares. – Preferred Shares. – Right to Vote. – Stock Exchange. – Initial Public Offering.*

Датум пријема рада: 6. 4. 2023.

Датум исправке рада: 19. 4. 2023.

Датум прихватања рада: 17. 5. 2023.