

Др Вук Радовић

доцент Правног факултета Универзитета у Београду

КУМУЛАТИВНО ГЛАСАЊЕ ЗА ИЗБОР ЧЛАНОВА УПРАВЕ (II део)*

Развој корпоративног управљања је последњих деценија изнедрио велики број нових правних института, међу којима се истиче и кумулативно гласање. Осим чињенице да је кумулативно гласање модерна тема, о којој европска теорија и пракса још увек нису дале коначан суд, подстицај за писање овог чланка аутор је пронашао и у околности да је овакав модалитет гласања акционара дозвољен Законом о привредним друштвима, а прецизиран и појашњен Кодексом корпоративног управљања. У том погледу је потребно објаснити постојећа решења и дати смернице друштвима о пожељним правцима њихове имплементације, али и указати на спорне аспекте у примени кумулативног гласања.

У првом делу чланка, објављеном у претходном броју овог часописа, било је речи о појму, дејствима и примени директног гласања, као уобичајеног начина гласања акционара, основним карактеристикама кумулативног гласања и претпоставкама за његову примену. Аутор је у том делу чланка детаљно објаснио и начин примене кумулативног гласања, уз наглашавање бројних проблема који могу довести до неправичних и непожељних исхода. У овом делу чланка су приказана најзначајнија ограничења кумулативног гласања, међу којима се посебно издвајају: смањење броја чланова управе, укидање кумулативног гласања, једнака подела гласова, увођење класификоване управе, разрешење члана управе именованог од стране мањинских акционара и попуњавање упражњених места у управи. Анализа ограничења је од великог значаја, јер од њих зависи домен примене и ефикасност оваквог начина гласања. У последњем делу рада биће показано да је кумулативно гласање институт који се може са подједнаком аргументацијом нападати и бранити, због чега је немогуће дати недвосмислен закључак у прилогу оправданости његовог увођења.

Кључне речи: *Кумулативно гласање. – Класификована управа. – Управни одбор. – Разрешење чланова управе. – Акционарско друштво.*

* Први део рада је објављен у претходном броју часописа, в. В. Радовић, „Кумулативно гласање за избор чланова управе (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/ 2008, 150–164.

1. УВОД

Кумулативно гласање је усвајањем Закона о привредним друштвима из 2004. године по први пут уведено у право Србије, и то као претпостављен начин гласања за избор чланова управног и надзорног одбора отвореног акционарског друштва, односно као дозвољен начин за избор чланова управног одбора затвореног акционарског друштва и друштва са ограниченом одговорношћу.¹ У првом делу рада, објављеном у претходном броју овог часописа, било је речи о основним карактеристикама кумулативног гласања, претпоставкама за његову примену, односу са директним гласањем, као и начинима ефикасног коришћења кумулативног гласања, уз наглашавање проблема који могу довести до неправичних и непожељних исхода. У овом делу рада су приказани најзначајнији правни институти и корпоративне технике које могу имати утицај на ограничавање ефикасности кумулативног гласања, а све у циљу схватања домаћаја и смисла наших позитивноправних решења. Услед опирања појединих великих правних система, још увек се не може говорити о кумулативном гласању као универзално прихваћеном начину гласања акционара на седницама скупштине акционарског друштва. Због тога су у раду изложени најзначајнији аргументи којима се правда и оспорава кумулативно гласање, како би се српска правничка јавност упознала са изазовима на које овакав начин гласања даје адекватан одговор, односно са проблемима чији настанак индукује.

2. ОГРАНИЧЕЊА КУМУЛАТИВНОГ ГЛАСАЊА

Кумулативно гласање често представља „ноћну мору“ за већинског акционара, који због тога жели да се ослободи „страних елемената“ (представника мањинских акционара) у управи друштва. С тим циљем се смишљају и примењују различити начини којима се може умањити или ануирати дејство кумулативног гласања.² Ограничења су најактуелнија у државама које прописују обавезно кумулативно гласање, јер се на тај начин изиграва одредба императивног карактера. Развијеност регулативе и праксе корпоративног управљања у овој области се цени зависно од степена заштите коју је држава, односно коју су конкретна акционарска друштва имплементирала у циљу доследног спровођења принципа кумулативног гласања.

¹ В. Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004, чл. 154, 309, 327, 330.

² Д. Радоњић, „Правни и математички аспекти кумулативног гласања“, *Право и привреда* 5–8/2003, 59.

Као основни начини ограничавања кумулативног гласања се издвајају: смањење броја чланова управе, укидање кумулативног гласања, једнака подела гласова, увођење класификоване управе, разрешење члана управе именованог од стране мањинских акционара и попуњавање упражњених места у управи.

2.1. Смањење броја чланова управе

Између ефикасности кумулативног гласања и броја чланова управе постоји директан однос: што је већи број чланова управног одбора које треба изабрати, то је већа могућност да мањински акционари изаберу свог представника у управном одбору.³ Отуда је смањење броја чланова управе једна од најједноставнијих дозвољених стратегија за умањивање ефеката кумулативног гласања, јер смањењем већински акционар диже проценат акцијског капитала неопходног за именовање једног члана управе.⁴

То би на једном примеру изгледало овако: акционарско друштво има два акционара, од којих акционар А поседује 19 акција, док акционар Б поседује 81 акцију, при чему је основни капитал друштва подељен на 100 акција. Управни одбор друштва се састоји од пет чланова. Применом кумулативног гласања, лице А би имало право да именује једног члана управног одбора, јер је за именовање једног члана неопходно имати 17 акција.⁵ Ако акционар Б успе да промени оснивачки акт или статут, на тај начин што ће смањити број чланова управе са пет на четири члана, онда ће акционар А изгубити право на именовање свог представника у управи, јер је за именовање једног члана четворочлане управе неопходно имати 21 акцију.⁶

Питање броја чланова управе се у већини европских законодавстава одређује оснивачким актом у складу са законским правилима о минималном и/или максималном броју чланова, што значи да се мења квалификованом већином гласова на скупштини акционара.⁷ Исто правило је предвиђено и за отворена акционарска друштва у Србији.⁸ Супротно, у САД и Јапану, одредбе овакве садржине се

³ *Корпоративно управљање – приручник*, International Finance Corporation, Београд 2007, 91.

⁴ W. A. Klein, J. C. Coffee, *Business Organization and Finance – Legal and Economic Principles*, Foundation Press, New York 2000, 125.

⁵ Према формули: $[100/(5+1)]+1=17,66$ акција. Међутим, због непрецизности формуле мањинском акционару је довољно да поседује 17 акција за избор једног представника.

⁶ Према формули: $[100/(4+1)]+1=21$ акција.

⁷ В. немачки Закон о акцијама (*Aktiengesetz*) из 1965. године (даље: AktG), чл. 95.

⁸ В. ЗОПД, чл. 308, ст. 1.

уобичајено налазе у статуту, те их чланови управе могу једнострано променити.⁹

Иако правила логике налажу да се заштите мањински акционари код смањења броја чланова управе, законописци нису нашли за сходно да ову гаранцију уврсте макар и међу диспозитивне законске норме. Из тих разлога Кодекс корпоративног управљања садржи препоруку да друштва треба својим актима да онемогуће лако смањивање броја чланова управног одбора (на пример, одредбама о кворуму или већини за одлучивање) с циљем заштите права гласа мањинских акционара по основу кумулативног гласања.¹⁰

2.2. Укидање кумулативног гласања

У државама у којима кумулативно гласање није императивно, већински акционар може променом оснивачког акта или статута да укине или на други начин ограничи кумулативно гласање, без обзира на евентуално противљење мањинских акционара.¹¹ У том погледу треба имати на уму и резултате истраживања која су показала да укидање кумулативног гласања доводи до благог снижавања цена акција на тржишту.¹² Према томе, акционари и потенцијални инвеститори овакву радњу виде као негативан сигнал у контексту будућег пословања друштва.

У нашем праву, контролном акционару ништа не стоји на путу да измени оснивачки акт или статут у правцу увођења директног гласања.¹³ Овим се актуелизује питање начина промене ова два акта, јер се један мења квалификованом акционарском већином (оснивачки акт), а други већином присутних чланова управног одбора (статут). Као и код смањења броја чланова, и код укидања кумулативног гласања законодавац је требало да предвиди нека ограничења са циљем заштите мањинских акционара, јер се у супротном обесмишљава концепт његовог увођења. Слично смањивању броја чланова управ-

⁹ В. Е. Rock, Н. Kanda, R. Kraakman, „Significant Corporate Actions“, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (ed. R. Kraakman et al.), Oxford University Press, Oxford 2005, 138.

¹⁰ В. српски Кодекс корпоративног управљања (даље: Кодекс КУ), *Службени гласник РС*, бр. 1/2006, чл. 174.

¹¹ Н. Е. Bowes, L. A. De Bow, „Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations“, *Minnesota Law Review* 21/1937, 356.

¹² S. Bhagat, J. Brickley, „Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights“, *Journal of Law and Economy* 27/1984, 353–355.

¹³ Кодекс КУ, чл. 170. Према неким ауторима, праву мањинских акционара на кумулативно гласање треба дати карактер стеченог колективног права, слично правима ималаца преференцијалних акција. В. више М. Васильевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду – Профинвест, Београд 2007, 72–73.

ног одбора, Кодекс корпоративног управљања препоручује друштвима да онемогуће лако укудање кумулативног гласања (на пример, одредбама о кворуму или већини за одлучивање).¹⁴ Поред квалификоване већине за одлучивање, у упоредном праву су позната и решења по којима мањински акционари у случају укидања кумулативног гласања имају право да захтевају откуп својих акција од друштва.¹⁵ У српском праву би се ово право акционара могло предвидети оснивачким актом друштва и то само за акционара који је био наслаглан са одлуком већине.¹⁶

2.3. Једнака подела гласова

Чињеница да акционари код кумулативног гласања слободно распоређују гласове којима располажу може довести до ситуације да неколико кандидата за чланове управе добију једнак број гласова. Ако се због тога не може утврдити ко су кандидати који су добили највећи број гласова, гласање се мора поновити, и то само за онолико чланова управе који нису могли бити изабрани.¹⁷ Зависно од околности случаја, једнака подела гласова може нанети штету већинском или мањинском акционару.

Следећи пример на најбољи начин илуструје недостатке кумулативног гласања који могу настати услед једнаке поделе гласова: акционарско друштво има укупно 150 акција, од којих акционар А поседује 101 акцију, а акционар Б 49 акција, и бира се пет чланова управног одбора. Акционар А расподељује 505 гласова којима располаже на четири кандидата, тако што првом кандидату даје 145 гласова, а на преостала три кандидата равномерно распоређује преосталих 360 гласова (свако добија по 120 гласова). Акционар Б својих 245 гласова расподељује на два кандидата, тако што првом даје 125, а другом 120 гласова. Као последица оваквог гласања, биће изабрана само два кандидата за чланове управног одбора (представник акционара А који је добио 145 гласова и представник акционара Б који је добио 125 гласова), док се за три члана мора поновити гласање, јер је четири кандидата добило исти број гласова. У поновљеном гласању, акционар Б има право да именује још једног члана управног одбора, јер је за именовање једног члана у трочланом одбору потребно да акционар поседује 39 акција, а акционар Б има 49 акција.¹⁸

¹⁴ Кодекс КУ, чл. 174.

¹⁵ W. Campbell, „The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors“, *Business Lawyer* 10/1955, 14.

¹⁶ ЗОПД, чл. 444, ст. 1, тач. 5.

¹⁷ Н. Е. Bowes, L. А. De Wov, 361; З. Арсић, „Кумулативно гласање за избор чланова одбора директора“, *Правни живот* 11/2004, 51.

¹⁸ Према формули: $[150/(3+1)]+1=38,5$ акција.

Једнака подела гласова је у наведеном примеру очито привилеговала мањинског акционара, јер је он уместо да именује једног члана управног одбора, именовано два члана.¹⁹

Сличан ефекат се може постићи и у супротном правцу – мањински акционар услед једнаке поделе гласова именује мањи број чланова управе него што теоријски има право. То би се у претходном примеру могло десити у случају да акционар А своје гласове распореди на следећи начин: првом и другом кандидату да по 127 гласова, трећем 126, а четвртном 125. Тада би се изабрала само три члана управног одбора (и то три кандидата већинског акционара), а за преостала два би се поновило гласање. У поновљеном гласању мањински акционар не би могао да именује свог представника.

Проблеми који могу настати у вези са једнаком поделом гласова се могу лако заобићи ако се акционари придржавају два важна правила: прво, кандидатима за које се гласа треба дати различит број гласова (да је у првом случају акционар А то и учинио не би дошао у ситуацију да изгуби једног члана управног одбора); и друго, акционари своје гласове треба да распореде на највише онолико кандидата колико могу да изаберу у складу са општим правилима о кумулативном гласању (у томе се састојала грешка мањинског акционара у другом случају).

Посебан проблем у вези са једнаком поделом гласова се јавља у ситуацији када мањински акционар има гранични проценат акција на основу кога не би могао да именује члана управе, али у исто време ту могућност нема ни већински акционар. Примера ради, друштво има 600 акција и два акционара: лице А са 100 и лице Б са 500 акционара. Број од 100 акција не гарантује акционару А право да ће именovati једног члана управе, јер му је потребно више од 100 акција, али му у исто време гарантује да то неће моћи да учини ни већински акционар. Разрешење овакве ситуације треба тражити у договору већинског и мањинског акционара, а ако он није могућ онда треба приступити избору члана управе од стране суда, а у екстремним случајевима и покретању поступка принудне ликвидације друштва.

2.4. Увођење класификоване управе

У друштвима са класификованом управом, чланови су подељени у одређени број група (уобичајено три), тако да скупштина акционара сваке године бира чланове следеће групе, а када се после неколико година сви изаберу, поново на дневни ред долазе чланови групе

¹⁹ Да би имао право на именовање два члана управног одбора акционару Б су потребне још две акције $[(2 \times 150 / (5 + 1)) + 1] = 51$ акција.

од које се и почело.²⁰ Основна карактеристика класификоване управе је да се сви чланови не бирају у исто време,²¹ чиме се једна фракција бира сваке године на одређени период дужи од годину дана.²² Класификовањем број чланова управе остаје непромењен, јер се постојећи директори деле у неколико група. Међутим, овом правном радњом се остварује идентичан ефекат као да је дошло до смањења броја чланова.²³ У суштини, класификована управа смањује број директора који се бирају годишње, чиме се повећава проценат акцијског капитала неопходног за именовање једног представника.²⁴ У друштву са унитарном управом од три члана, мањинском акционару је неопходно више од 25% акцијског капитала да би изабрао свог члана у управи, док у ситуацији када је ова управа класификована у три групе, мањински акционар не може да рачуна на свог представника. Ако друштво има девет неротирајућих чланова управе, мањинском акционару је потребно капитал-учешће од преко 10% за избор једног члана, а у случају њиховог класификовања у три групе од по три директора проценат се повећава на 25%.²⁵ Наведени примери указују на

²⁰ Амерички МВСА у члану 8.06. прописује да „оснивачки акт може предвидети класификовану управу на тај начин што ће поделити укупан број директора на две или три групе, тако да свака група садржи половину или трећину од укупног броја... У том случају, мандат директора прве групе престаје на првом годишњем скупштинском заседању после њиховог избора, мандат друге групе престаје на другом годишњем скупштинском заседању после њиховог избора, док мандат треће групе, ако постоји, истиче на трећем годишњем скупштинском заседању после њиховог избора. На сваком следећем годишњем скупштинском заседању, директори ће бити бирани на две или три године, зависно од случаја.“

²¹ F. A. Gevurtz, *Corporation Law*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2000, 485.

²² G. A. Bryan, *Black's Law Dictionary*, WEST Group, St. Paul, Minn. 1999, 166.

²³ Због тога неки аутори смањивање броја чланова управе и увођење класификоване управе виде као два начина на која се ограничење ефикасности кумулативног гласања спроводи смањивањем броја чланова управе који се бирају, F. A. Gevurtz, 485.

²⁴ „Смањивањем броја директора који се бирају, смањује се значај кумулативног гласања.“ E. W. Sell, L. H. Fuge, „Impact of Classified Corporate Directorates on the Constitutional Right of Cumulative Voting – a Critical Evaluation of the Wolfson v. Avery Problem“, *University of Pittsburgh Law Review* 17/1956, 162.

²⁵ Овај ефекат на најбољи начин илуструје случај *Coalition to Advocate Public Utility Responsibility, Inc. v. Engels* (364 F. Supp. 1202) из 1973. године. *Nothorn States Power Company (NSP)* је имала 14 директора, који су се заједно бирали кумулативним гласањем сваке године. Коалиција група за заштиту животне средине и потрошача је у јавном интересу изабрала кандидата за члана управе (*Alpha Smaby*), кога су желели да предложе на следећој скупштини акционара. *Smaby* је обећала да ће, ако буде изабрана, промовисати јавни интерес указујући посебну бригу питањима заштите животне средине и потрошача. Управа *NSP*-а се супротставила овом предлогу и покушала је да га спречи тако што је: а) смањила број директора на 12; и б) класификовала управу у три групе од по четири директора са трогодишњим мандатом. Као резултат, само су четири директора годишње могла бити бирана. Да

очигледну наконзистентност која постоји између класификоване управе и кумулативног гласања.²⁶

Због деструктивног дејства класификоване управе на ефекте кумулативног гласања, оправдано се поставило питање да ли увођење кумулативног гласања поставља неко ограничење за класификацију управе.²⁷ Одговор на постављено питање је од посебног значаја у државама у којима је право на кумулативно гласање уставна категорија или је законом уведено као императивно правило. У ситуацијама када се од акционарских друштава захтева да примењују кумулативно гласање за избор чланова управе, а у исто време им се и омогућава да класификују своју управу, тешко је аргументовати у прилог тезе да је класификована управа недозвољена са образложењем да се тиме умањује ефикасност кумулативног гласања.²⁸ Судска пракса је у складу са наведеним резоним заузима став по коме се мањинским акционарима гарантује једино право на кумулативно гласање (уставом, законом или конститутивним актом друштва), што не подразумева и гаранцију да ће они коришћењем свог права и имати представника у управи друштва.²⁹ У свим оним случајевима када се класификовањем управе кумулативно гласање претвара у директно гласање (на пример, управни одбор од три члана је класификован у три групе), може се са правом говорити о незаконитости класификовања, јер тада право на кумулативно гласање постоји само на папиру.³⁰ Државе могу заштитити ефекте кумулативног гласања тако што би увеле законску забрану класификовања управе у случајевима примене кумулативног гласања.

се ништа није променило, мањинским акционарима би требало свега око 7% акцијског капитала да изабере *Smaby*. Променама је управа повећала број акција неопходних да би се обезбедио њен избор на 20%. Суд је закључио да су према америчком праву обе промене законом дозвољене. Највећи број компанијских закона дозвољава управи да промени број својих чланова, а друштву да има класификовану управу. Суд је и поред ова два закључка донео привремену меру против управе. Зашто? У основи, неправично је мењати правила за време трајања игре. Суд је заузео становиште по коме је управа, променама усред изборне кампање, без најаве и неопходних обавештења, са циљем да се не изабере кандидат мањинских акционара, прекршила своје фидуцијарне обавезе. Такве промене би требало дозволити само уколико су учињене знатно пре скупштине акционара. В. више S. M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, New York 2002, 447–448.

²⁶ L. D. Adkins, „Corporate Democracy and Classified Directors“, *Business Lawyer* 11/1955, 37.

²⁷ Слична логика је применљива и на смањивање броја чланова управе.

²⁸ F. A. Gevurtz, 485.

²⁹ В. случај *Humphrys v. Winous Co.* Врховног суда Охаја из 1956. године (133 N.E.2d 780).

³⁰ Слично в. L. D. Adkins, 37–38.

2.5. Разрешење члана управе изабраног кумулативним гласањем

Ако су чланови управе акционарског друштва изабрани кумулативним гласањем и ако су мањински акционари у том поступку именовали свог представника, онда већински акционар (у пракси најчешће преузималац након стицања већинског капитал-учешћа) може да примени следећу стратегију у циљу заобилажења дејстава кумулативног гласања: прво ће сазвати ванредну седницу скупштине акционара, на којој ће као тачку дневног реда уврстити разрешење члана управе именованог од стране мањинских акционара и именовање новог на упражњено место. Када се донесе одлука о опозиву, што већинском акционару неће бити тешко због већинских гласачких права које поседује, приступиће се избору новог члана, али овога пута то ће бити кандидат већинског акционара. Како се у случају избора једног члана управе ефекти кумулативног гласања не разликују од ефеката директног гласања, последица приказане стратегије је опозив представника мањинских акционара у управи одмах након избора и заобилажење дејстава кумулативног гласања.

У циљу спречавања оваквог исхода и заштите последица кумулативног гласања, у неким државама је било уведено правило по коме члан управе може бити разрешен само уколико за његово разрешење гласа квалификована већина (на пример, 2/3) од укупног броја гласачких акција.³¹ Данас се најбољим начином разрешења односа кумулативног гласања и разрешења члана управе сматра решење по коме члан управе не може бити разрешен ако би гласови против његовог разрешења били довољни за његов избор у случају кумулативног гласања за избор целог одбора.³² Наведено правило је императивног карактера због чега није дозвољено ограничење кумулативног гласања у случају разрешења члана управе именованог од стране мањинског акционара.

Три су претпоставке за примену посебног правила о разрешењу члана управе:

1) чланови управе морају бити изабрани кумулативним гласањем, јер се у случају да су изабрани директним гласањем примењују општа правила о разрешењу члана управе;

2) не разрешавају се сви чланови управе – ако се разрешавају сви чланови управе онда нема потребе за посебном заштитом мањинских акционара; и

³¹ W. Campbell, 13; H. E. Bowes, L. A. De Bow, 367.

³² В. амерички *Model Business Corporation Act* из 1984. године (даље: МБСА), чл. 8.08(с); њујоршки *Business Corporation Law* из 1963. године, чл. 706(с); Кодекс КУ, чл. 178.

3) законодавство дозвољава разрешење члана управе у свако доба без навођења разлога – у случају да је прихваћен систем разрешења само из оправданог разлога, општа правила о разрешењу би преко заштите права изабраних чланова управе у довољној мери штитила права мањинских акционара.

Специфичан начин разрешења члана управе именованог кумулативним гласањем има за последицу увођење посебног режима доношења скупштинских одлука. Према општем режиму скупштинска одлука се сматра донетом ако је за њу гласао одређени проценат акционара са правом гласа (најчешће већина гласова присутних акционара), што је применљиво и на овај случај, јер ако за предлог не гласа довољан број гласова, одлука не може бити донета.³³ „Одлука, међутим, није донета и онда, када је предлог добио довољан број гласова, али је против предлога дато онолико гласова, колико је довољно за избор члана управног одбора кумулативним гласањем.“³⁴ Акционари који су се уздржали од гласања се не могу рачунати као лица која су гласала против разрешења. Одлука о разрешењу члана управног одбора има правно дејство само ако је донета у складу са законом.³⁵ Ако нису испуњене све законске претпоставке, према доминантном схватању, одлуку скупштине акционарског друштва треба сматрати ништавом.³⁶

Приказано на практичном примеру посебан начин за разрешење члана управе изабраног кумулативним гласањем би изгледао овако: у затвореном акционарском друштву лица А и Б имају по 40 акција, а лице Ц 20 акција. Управни одбор се састоји од пет чланова, а чланови се бирају на кумулативан начин. Према формули, свако лице које поседује преко 17,66 акција (практично 18) ће имати право на једног представника у управи. Ако лице Ц све своје гласове (100 гласова) веже за сопствени избор у управу, онда према наведеном законском решењу, он не може бити опозван, ако са истим бројем гласова гласа против свог опозива. Другим речима, опозив ће бити онемогућен ако акционари који поседују 18 акција гласају против.

Закон о привредним друштвима познаје посебно правило за разрешење члана управе именованог кумулативним гласањем, и оно гласи: „Ако акционарско друштво има кумулативно гласање за избор

³³ У српском праву одлуку о разрешењу мора да „одобри најмање већина гласова акција са правом гласа за избор члана управног одбора на скупштини акционара...“ ЗОПД, чл. 327, ст. 2. Наведена одредба има два правнотехничка недостатка: први, скупштина акционара не одобрава разрешење, већ доноси одлуку о разрешењу (тј. усваја предлог одлуке о разрешењу); и други, одлука се одобрава већином гласова акционара, а не већином гласова акција.

³⁴ З. Арсић, 54.

³⁵ В. ЗОПД, чл. 327, ст. 2.

³⁶ З. Арсић, „Ништавост одлука скупштине акционарског друштва“, *Право и привреда* 1–4/2007, 15.

члана управног одбора, а не разрешавају се сви чланови одбора, члан управног одбора може бити разрешен ако би гласови за његово разрешење били довољни за његов избор у случају кумулативног гласања за избор целог одбора.³⁷ Иако је *ratio* ове одредбе требало да буде заштита кумулативног гласања, она је због језичке непрецизности изгубила свој смисао. Наиме, законодавац омогућава да се разреши члан управног одбора изабран кумулативним гласањем, само ако би за разрешење било дато онолико гласова колико је неопходно за његов избор. То значи да би већински акционар увек могао да разреши члана управног одбора именованог од стране мањинског акционара, јер он располаже довољним бројем гласова за избор тог члана у случају да се кумулативно гласа за избор целог одбора. Штавише, оваква формулација има још једну недопустиву последицу: она даје могућност и мањинском акционару да разреши члана управе именованог од стране већинског акционара. У горе наведеном примеру, за разрешење једног члана управе је потребно да гласају акционари који поседују 17,66 гласачких акција, што значи да ће лица А и Б моћи да разреше представника лица Ц у управи друштва и именују свог члана. У исто време би и лице Ц могло да разреши једног члана управе именованог од стране лица А и Б, али без могућности да изабере свог представника.

Кодекс корпоративног управљања је исправио учени недостатак Закона о привредним друштвима и разрешење члана управе изабраног кумулативним гласањем поставио на праве основе.³⁸ Међутим, Кодекс као меко право представља само допуну важећој законској регулативи, тако да ниједна његова одредба не може да укине законско правило које исто питање уређује другачије.³⁹ Како су законска правила о разрешењу императивног карактера, ова одредба Кодекса се не може применити, већ њу треба схватити као препоруку законодавцу за промену законског текста *pro futuro*.

И адекватно правило о разрешењу члана управе изабраног кумулативним гласањем има један значајан недостатак: оно може блокирати разрешење било ког члана управе, јер мањински акционари могу онемогућити не само разрешење члана управе кога су они именовали, већ и сваког другог члана управе. Према томе, већински акционар без сагласности мањинског акционара не само да не може да разреши члана управе кога је именовао мањински акционар (чак и у случају да за то постоји оправдан разлог),⁴⁰ већ он није у могућности

³⁷ ЗОПД, чл. 327, ст. 2, тач. 2.

³⁸ Кодекс КУ, чл. 178.

³⁹ Кодекс КУ, чл. 2.

⁴⁰ „...ово решење пружа могућност непробојне заштите у управном одбору члана који је репрезентант мањинских акционара, па и када постоји оправдан разлог за разрешење...“, М. Васиљевић, 222.

ни да разреши члана управе кога је сам изабрао ако није задовољан његовим радом. На другој страни, за мањинског акционара се поставља додатни проблем у виду немогућности именовања другог лица уместо свог представника у управи (наравно, ово важи само у случају да већински акционар претходно подржи разрешење). Како се специјално правило о разрешењу члана управе изабраног кумулативним гласањем не би претворило у несмењивост чланова управе, компанијски закони неких држава дозвољавају у овом случају могућност судског разрешења члана управе и то само ако за то постоји оправдан разлог.⁴¹ Ово је једна од ретких ситуација када се судски поступак сматра погоднијим начином разрешења члана управе.⁴² У праву Србије је судско разрешење члана управног одбора предвиђено само као једна од мера коју суд може наложити у случају да не покрене поступак престанка друштва на захтев мањинских акционара.⁴³

2.6. Попуњавање упражњених места у управи

У случајевима када члан управе изабран кумулативним гласањем од стране мањинског акционара да оставку, умре или буде проглашен за умрлог, јавља се проблем начина попуњавања упражњеног места. Попуњавање састава управе може бити учињено од стране скупштине акционара, саме управе (тзв. кооптација), суда у ванпарничном поступку или на неки други начин одређен интерним актима друштва.

а) Ако попуњавање упражњеног места врши скупштина акционара, очигледно је да ће већински акционар имати могућност да именује свог кандидата, без обзира што је недостајући члан био представник мањинског акционара. Ефекти су у овом случају исти као и када већински акционар разреши члана управе именованог од стране мањинског акционара и изабере свог кандидата.

б) Ако одлуку о попуњавању упражњеног места доноси управа друштва, онда то значи да ће одлука зависити од воље чланова управе који су изабрани од стране већинског акционара. У тим околностима, „није реално очекивати да ће они показати претерани ентузијазам у погледу ефеката кумулације“.⁴⁴

в) Мањински акционар би могао да иницира покретање ванпарничног поступка за попуњавање састава управе и да предложи

⁴¹ Према члану 8.09(а) америчког МВСА, суд може донети одлуку о разрешењу директора на предлог акционарског друштва или акционара који представљају 10% акцијског капитала, у случају да суд установи: (1) преварно или непоштено понашање директора, или крајњу злоупотребу ауторитета или дискреције; и (2) да је разрешење у најбољем интересу друштва.

⁴² S. L. Emanuel, *Corporations*, Emanuel Publishing Co., New York 1997, 62–63.

⁴³ ЗОПД, чл. 346, ст. 4, тач. 1.

⁴⁴ З. Арсић, (2004), 53.

име лица кога треба именовати.⁴⁵ Премда суд није везан тим предлогом, он неће бити без значаја, јер би суд приликом попуњавања упражњеног места требало да води рачуна о чињеници да се чланови управе бирају кумулативним гласањем, као и да је недостајући члан био представник мањинског акционара.

г) Попуњавање састава на начин предвиђен интерним актима друштва омогућава сваком друштву да на аутономној основи заштити ефекте кумулативног гласања у случају да место у управи буде упражњено (на пример, увођењем квалификоване већине за доношење одлуке о избору).⁴⁶

У српском праву се упражњено место у управном одбору попуњава кооптацијом на првој наредној седници одбора, ако оснивачким актом или статутом друштва није друкчије одређено.⁴⁷ Према томе, кооптација је правило, ако интерним актима друштва није укинута. У случају укудања могућности кооптације, избор недостајућих чланова управе мора да изврши скупштина акционара на наредној седници. Без обзира да ли попуњавање састава врши управни одбор или скупштина акционара, очито је да законска правила привилегују већинског акционара и не воде рачуна о њиховим последицама на кумулативно гласање.

3. КУМУЛАТИВНО ГЛАСАЊЕ – *PRO ET CONTRA*

У којој мери је кумулативно гласање добро или лоше зависи од становишта са ког се посматра. До сада су у теорији истицани бројни аргументи за и против кумулативног гласања. Кумулативно гласање је један од оних института који се могу са подједнако јаком аргументацијом нападати и бранити, због чега није могуће недвосмислено заузети позицију око оправданости његовог увођења.

3.1. Аргументи у прилог кумулативног гласања

Најзначајнији аргументи у прилог увођења кумулативног гласања су следећи:

а. *Представничка демократија као фундаментални принцип.* Идеја кумулативног гласања је првобитно настала у јавном праву,

⁴⁵ Попуњавање од стране суда се уобичајено везује за ситуацију када орган управе нема довољан број чланова који је неопходан за доношење одлука. J. Barbić, *Pravo društava – društva kapitala*, Organizator, Zagreb 2000, 418.

⁴⁶ У теорији се оправдано истиче да би овакво решење створило три правна режима за доношење одлуке о избору чланова управе: први, који се примењује на избор првог органа управе; други, који се односи на кумулативно гласање; и трећи, који би се примењивао у случајевима попуњавања састава, З. Арсић, (2004), 53.

⁴⁷ ЗОПД, чл. 311, ст. 2.

као модел будућег развоја политичког система који би уважавао интересе мањина у друштву. Највећи утицај је у том правцу извршио есеј „Представничка влада“ чувеног енглеског филозофа Џона Стјуарта Мила из 1861. године, у коме је он заступао тезу по којој је адекватно представљање мањине један од стубова демократије. Он се при том залагао за доминацију већине, али не у смислу да мањина нема могућност да изабере свог представника. Чињеница да већина увек може да надвлада мањину, не значи да већина треба да има све представнике, а мањина ниједног.⁴⁸ Акционарска друштва у том смислу не представљају изузетак,⁴⁹ те управа друштва треба да у што је могуће већој мери репрезентује структуру акционара.⁵⁰ Представничка демократија преко пропорционалне заступљености примењена на акционарска друштва подразумева да особа са значајним (али мањинским) капитал-учешћем треба да има глас у управљању друштвом. Према томе, за разлику од директног гласања које изражава односе доминације у једном друштву, кумулативно гласање обезбеђује примену односа демократичности.⁵¹

б. *Принцип правичности.* Управа друштва управља средствима која јој не припадају, тј. располаже новцем других лица. Има ли шта природније и правичније од давања права значајном броју тих других лица да учествују у доношењу управљачких одлука.⁵² Мањинским акционарима се на тај начин даје могућност да сазнају о којим се питањима на седницама управног одбора расправља, које околности утичу на доношење различитих одлука и какве одлуке се на крају доносе, и то у најкраћем могућем року (тј. када се о одлукама одлучује, односно чим се одлука донесе).⁵³

в. *Умањивање конфликта између већинског и мањинских акционара (начин разрешења другог агенцијског проблема).* У системима концентрисаног акционарства, акутан је проблем односа већинског и мањинских акционара.⁵⁴ Обезбеђивање ефикасне правне заштите

⁴⁸ Наведено према W. Campbell, 3; G. D. Gibson, „Should Cumulative Voting for Directors be Mandatory? – A Debate“, *Business Lawyer* 11/1955, 22–23.

⁴⁹ Демократија је начин живота, чији домен примене није ограничен само на државне органе, већ је принцип читавог друштва, укључујући и акционарска друштва, J. G. Sobieski, 316.

⁵⁰ C. W. Steadman, „Should Cumulative Voting for Directors be Mandatory? – A Debate“, *Business Lawyer* 11/1955, 16.

⁵¹ Д. Радоњић, 55. О противаргументима в. Н. F. Sturdy, „Mandatory Cumulative Voting: an Anachronism“, *Business Lawyer* 16/1961, 570–571.

⁵² G. H. Young, „The Case for Cumulative Voting“, *Wisconsin Law Review* 1950/1950, 55.

⁵³ R. E. Axley, „The Case against Cumulative Voting“, *Wisconsin Law Review* 1950/1950, 281.

⁵⁴ У теорији корпоративног управљања је инхерентна супротстављеност контролног и мањинских акционара обухваћена појмом други агенцијски проблем.

мањинских акционара од злоупотреба извршених или планираних од стране или у интересу већинског акционара један је од основних циљева права акционарских друштава,⁵⁵ а делимично и добре праксе корпоративног управљања.⁵⁶ Учествовање у управљању се данас сматра ефикасном техником заштите права акционара, а кумулативно гласање је један од начина постизања тог циља. Увођење кумулативног гласања је оправдано кад год постоји снажан конфликт између контролног и мањинских акционара, а основна последица се састоји у преношењу тог конфликта на управни одбор и смањивању ефикасности постојања централизоване управе.⁵⁷ Омогућавањем мањинском акционару да именује свог представника у управи друштва дестимулише се доминантан акционар да злоупотребљава своју контролну позицију на штету мањине у друштву. У супротном, мањински акционари би захваљујући информацијама којима располажу могли поренути и поступак ликвидације друштва.⁵⁸

г. *Позитивни ефекти укрштања различитих интереса у управи.* Пожељно је да се у управи друштва укрштају што је могуће различитији интереси.⁵⁹ Кумулативно гласање омогућава мањинским акционарима да преко свог представника у управи изразе своја мишљења и ставове о свим питањима која се поставе пред управу.⁶⁰ Посматрање истих проблема из различитих углова доприноси њиховом свестранијем расправљању и претресању. Консеквентно, преламање интереса води доношењу бољих одлука, заснованих на принципима информисаности и заштите интереса друштва и свих његових акционара.⁶¹

У том односу контролни акционар „носи капу са ознаком агента“, а мањински акционари са ознаком принципала. Више о другом агенцијском проблему и начинима његовог разрешења, в. В. Радовић, „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, *Корпоративно управљање – зборник радова* (уред. М. Васиљевић, В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008, 251–257.

⁵⁵ OECD Principles of Corporate Governance из 2004. године, 20.

⁵⁶ Иако се корпоративно управљање првобитно развило са идејом разрешења првог агенцијског проблема, оно се показало као веома корисно и за умањивање другог агенцијског проблема, Е. Wymeersch, *Some Recent Trends and Developments in Company Law*, Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2001–07, 2001, 8.

⁵⁷ Р. Л. Давис, „The Board of Directors: Composition, Structure, Duties and Powers“, *Company Law Reform in OECD Countries – A Comparative Outlook of Current Trends*, Stockholm, 2000, www.oecd.org/dataoecd/21/30/1857291.pdf, 13.

⁵⁸ ЗОПД, чл. 346.

⁵⁹ R. W. Hamilton, *Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies – Cases and Materials*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2001, 497, фн. 5; Д. Радоњић, 56.

⁶⁰ W. Campbell, 15.

⁶¹ О потреби да управни одбор постане отворени форум за дискутовање проблема, в. Г. Н. Young, 56.

д. *Умањивање конфликта интереса између чланова управе и друштва.* Постојање члана изабраног од стране мањинских акционара умањује могућност конфликта интереса између друштва и осталих чланова због веће вероватноће откривања.⁶² Представници мањинских акционара представљају својеврсну форму унутрашње контроле рада управе, која спречава исту да користи друштво за остваривање сопствених интереса.⁶³ На тај начин се остварује терапевутско дејство на управу, која не само што ће извршавати своје обавезе у интересу друштва, већ ће њени чланови бити подстакнути да се понашају као директори, а не као пуки заштитници интереса оних који су их изабрали.⁶⁴

ђ. *Појачана одговорност.* Због повећане могућности откривања злоупотреба и других видова незаконитог, непоштеног или преварног понашања, присуство мањине у управи појачава одговорност представника већине. Према неким ауторима, и само право на кумулативно гласање, без обзира да ли је искоришћено, може остварити наведени ефекат.⁶⁵ Кумулативно гласање омогућава мањинским акционарима да буду информисани о свим штетним одлукама које је управни одбор усвојио, што може представљати основ за покретање поступака против одговорних чланова управе (на пример, подношењем деривативне или индивидуалне тужбе).⁶⁶

е. *Развој тржишта акција.* Кумулативно гласање има тенденцију да стимулише интересе акционара у акционарском друштву чије акције поседују.⁶⁷ Сви акционари ће постати активнији и заинтересованији за учествовање у управљању друштвом. У крајњој консеквенци, због могућности да мањински акционари именују своје представнике у управи друштва, повећава се атрактивност тржишта акција, што би требало да доведе до његовог развоја.⁶⁸

3.2. Аргументи против кумулативног гласања

а. *Нестабилност (дисхармонија) управе.* Присуство члана мањинског акционара у управи може проузроковати дисхармонију унутар овог органа.⁶⁹ Дугорочна стабилност управе је један од захте-

⁶² R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2000, 269.

⁶³ W. Campbell, 15; М. Васиљевић, 71; Д. Радоњић, 56.

⁶⁴ C. W. Steadman, 17.

⁶⁵ *Ibid.*

⁶⁶ З. Арсић, (2004), 48.

⁶⁷ C. W. Steadman, 17.

⁶⁸ G. H. Young, 55–56.

⁶⁹ R. W. Hamilton, (2000), 269; J. G. Sobieski, 321; R. E. Axley, 279; Д. Радоњић, 56.

ва који се поставља пред модерна акционарска друштва, као предуслов њихове експанзије и развоја. Представник мањинских акционара може узроковати умањену ефикасност и нестабилност управе, јер већина више нема потпуну контролу над доношењем одлука.⁷⁰ Од чланова управе се очекује да функционишу као тим, а не као разједињена и нехомогена коалиција чланова.⁷¹

б. *Средство узнемиравања управе.* Кумулативно гласање омогућава мањинским акционарима да узнемиравају управу и злоупотребљавају своје право да учествују њеном раду.⁷² Ово је од посебног значаја у случајевима када неко лице жели да преузме друштво противно вољи управе (непријатељско преузимање). Тада потенцијални непријатељски преузималац може користити кумулативно гласање као средство притиска на чланове управе у правцу непредузимања мера одбране друштва од преузимања контроле и у правцу заузимања позитивног става према будућем преузимању.⁷³

в. *Уздржавање од доношења ризичних одлука.* Мањински представник може неосновано критиковати управу, што ће исту обесхрабрити да предузима ризичне (али пожељне) пословне потезе.⁷⁴

г. *Непредвидиви резултати.* Ако акционари не расподеле своје гласове на оптималан начин, резултати могу бити непредвидиви (на пример, већински акционар не именује већину чланова управе или мањински акционари не именује број чланова које му кумулативно гласање иначе омогућава).⁷⁵ Да би избегли нелогичне последице, законодавства и акционарска друштва уводе бројна правила и развијају праксу са циљем едукације акционара како да гласају и на најбољи начин заштите своје интересе.⁷⁶ Међутим, треба имати у виду да нелогични резултати не настају само због непознавања принципа на којима је засновано кумулативно гласање, већ често настају као последица покушаја већинског или мањинских акционара да добију више преставника у управи него што им заиста и припада. Са таквим стратегијама се најчешће покушава онда када једна страна претпостави како ће друга страна гласати, што у случају да је претпоставка била нетачна може довести до неправичног исхода.

д. *Одавање пословних тајни конкурентима.* Кумулативно гласање омогућава конкуренту да се инфилтрира у управни одбор дру-

⁷⁰ C. W. Steadman, 18.

⁷¹ W. Campbell, 15; З. Арсић, 48.

⁷² W. Campbell, *ibid*; C. Steadman, 20; М. Васиљевић, 72.

⁷³ H. F. Sturdy, 550.

⁷⁴ R. W. Hamilton, *ibid*.

⁷⁵ H. F. Sturdy, 565–567; G. H. Young, 50; З. Арсић, (2004), 49.

⁷⁶ Више в. В. Радовић, 161–163.

гог друштва, чиме му постају доступне пословне тајне и друге релевантне информације о пословању тог друштва (теорија корпоративне шпијунаже).⁷⁷ Опасност од одавања пословних тајни конкурентима (мањинским акционарима) је мања у државама које имају развијено тржиште менаџера и доследну судску примену фидуцијарних дужности директора.

ђ. *Заштита партикуларистичких интереса*. Кумулативно гласање неформално промовише заштиту партикуларистичких интереса. Наиме, директори изабрани од стране мањинских акционара су преваходно заинтересовани за заштиту интереса акционара који су их изабрали, а не интереса друштва у целини.⁷⁸ Према неким ауторима, мањински директори су фокусирани на остваривање краткорочних ефеката у виду повећања вредности акција, а не вредности друштва.⁷⁹

е. *Ограничења кумулативног гласања*. Бројна ограничења кумулативног гласања су снажан аргумент против његовог увођења.⁸⁰ Премда тачан, овај аргумент превиђа две околности: прво, већина ограничења је отклоњива, како на законском, тако и на аутономном нивоу (на пример, смањење броја чланова и разрешење члана управе); и друго, нека ограничења су применљива и у случају примене директног гласања (на пример, у друштвима која немају већинског акционара може да дође до једнаке расподеле гласова, односно до ситуације када више кандидата има једнак број гласова, што може произвести изненађујуће резултате – погодновање већинског или мањинских акционара).

ж. *Тешкоћа укидања*. Једном уведено кумулативно гласање се у случају експанзије друштва и дисперзије акционарства тешко укида. Ово је један од разлога због којих законодавство не треба да претпоставља кумулативно гласање за отворена акционарска друштва.⁸¹

з. *Заштита другим средствима*. Компанијско право је развило бројне институте који омогућавају мањинским акционарима да заштите своје интересе (на пример, право на информисање, право на покретање поступака против чланова управе, право на сазивање ванредне седнице скупштине акционара, дужности чланова управе, и др.).⁸² Кумулативно гласање је сходно оваквим размишљањима не-

⁷⁷ C. W. Steadman, 19; J. G. Sobieski, 322; R. E. Axley, 283.

⁷⁸ G. D. Gibson, 26; F. A. Gevurtz, 484.

⁷⁹ J. G. Sobieski, 322.

⁸⁰ Више в. део овог чланка под насловом Ограничења кумулативног гласања.

⁸¹ R. E. Axley, 285.

⁸² Више о законским правима мањинских акционара у Србији, в. М. Васиљевић, *Компанијско право (право привредних друштава Србије и ЕУ)*, Правни

потребно због постојања других модалитета заштите мањинских акционара.⁸³ Овај аргумент се не може у потпуности прихватити, јер се ниједно право мањинских акционара не може мерити са правом на избор свог представника у управи друштва. За разлику од других начина заштите права мањинских акционара, који се испољавају само у одређеним ситуацијама и то привремено, присуство у управи друштва карактерише перманентност и континуитет у учествовању у раду и доношењу одлука.⁸⁴

и. *Ограниченост само на избор чланова управе.* Примена кумулативног гласања је ограничена само на једно питање – избор чланова управе, док је неприменљиво у погледу других одлука, при чему неке од тих других одлука могу бити од великог значаја за мањинске акционаре (на пример, одлука о реинвестирању добити, одлука о повећању основног капитала).⁸⁵

ј. *Смањивање утицаја представника мањине преношењем овлашћења на извршне органе.* Утицај представника мањинских акционара се може на различите начине умањити, а давање већих овлашћења извршним органима друштва се издваја као један од најзначајнијих. Како већински акционар има контролни утицај у органу управљања друштва, он може већином гласова да именује све чланове извршних органа, јер се за њихов избор примењује директно гласање. Преношењем овлашћења на извршне органе се умањује утицај органа управљања, а посредно и представника мањинских акционара.

к. *Неадекватан састав управе (отежан избор независних директора).* Приликом утврђивања састава органа управљања треба водити рачуна да се он састоји од чланова који као целина имају потребно знање, способности и стручна искуства неопходна за успешно обављање послова из његовог делокруга. Најмање један члан управног одбора у српском праву треба да има потребно искуство и знање о вођењу финансија и рачуноводству у котираним друштвима, а најмање два члана морају бити независни чланови.⁸⁶ Ове норме се

факултет Универзитета у Београду, Београд 2005, 292–310; М. Пауновић, „Заштита мањинских акционара у функцији стабилности правног режима директних инвестиција“, *Право и привреда* 1–4/2005, 77–83; Д. Марјановић, „Права мањинских акционара према Закону о привредним друштвима“, *Право и привреда* 1–4/2005, 89–96.

⁸³ О преувеличавању значаја кумулативног гласања и потреби да се мањински акционари штите преваходно правилима о одговорности директора изабраних директним гласањем, в. Н. Mattes, „The Burden of the Corporate Director Elected Non-cumulatively“, *California Law Review* 63/1975, 465.

⁸⁴ С. W. Steadman, 19–20.

⁸⁵ З. Арсић, (2004), 49.

⁸⁶ ЗОПД, чл. 310; Кодекс КУ, чл. 131–132, 137–147.

лако могу имплементирати у случајевима избора чланова управе директним гласањем, јер већински акционар има право да именује све чланове управе, што му даје могућност да структуру чланства прилагоди законским захтевима и установљеним принципима добре праксе корпоративног управљања. Са друге стране, кумулативно гласање отежава примену одредаба о саставу управног одбора, јер ће се оправдано поставити питање како *ex ante* сагледати структуру читавог одбора и испоштовати све императивне прописе. Да би се предупредио избор неадекватног састава управе (на пример, избор управе без иједног независног члана), свако друштво треба својим интерним актима да предвиди посебна правила о односу кумулативног гласања и састава управе. При том, друштво треба да води рачуна да се појединим решењима могу ограничити ефекти кумулативног гласања.⁸⁷

4. ЗАКЉУЧНЕ ОПСЕРВАЦИЈЕ

На крају сумарно указујемо на најзначајније замерке које се могу упутити српској регулативи и на сугестије друштвима и акционарима о правцу у ком треба да отклањају инхерентне недостатке кумулативног гласања, имајући у виду пре свега доминанатна законодавна решења у упоредном праву и релевантну добру праксу корпоративног управљања.

1) Могућност избора чланова управног одбора коришћењем кумулативног гласања треба оценити као модерно решење Закона о привредним друштвима. Међутим, у условима неразвијеног акционарства и непостојања акционарске културе, претпостављати кумулативно гласање за отворена акционарска друштва се чини као погрешна концепција. Боље решење би било да је законодавац само прописао могућност за ова друштва да бирају своје чланове управног одбора кумулирањем гласова, а да се и даље претпоставља директно гласање.

2) Одредбу закона о разрешењу чланова управног одбора изабраних кумулативним гласањем *de lege ferenda* треба променити на начин да се онемогући разрешење члана у случају ако би гласови против његовог разрешења били довољни за његов избор у случају кумулативног гласања за избор целог одбора. Примена важећег правила нема никаквог смисла и ни на који начин не штити члана управног одбора изабраног од стране мањинских акционара.

⁸⁷ Примера ради, друштво се може одлучити да прво бира независне чланове управе, а након тога остале. Оваквом поделом избора директора у две групе се смањује број лица која се бирају, чиме се отежава могућност мањинским акционарима да именују свог представника.

3) Иако није изричито предвиђено, кумулативно гласање према Закону о привредним друштвима треба разумети на начин да акционар може своје гласове да расподели и на неколицину кандидата, а не само на једног или све.

4) Акционарска друштва треба да учине све како би минимизирали негативне последице коришћења неких института компанијског права и корпоративних стратегија на ефикасност кумулативног гласања. У том смислу друштва могу својим интерним актима да предвиде комплекснију процедуру и услове за смањење броја чланова управног одбора и укидање кумулативног гласања, као и посебна правила за случај једнаке поделе гласова између више кандидата и за попуњавање упражњених места у управном одбору.

5) Акционарска друштва која прихвате кумулативно гласање за избор чланова управног одбора треба да изврше одговарајућу едукацију акционара (на пример, у виду публикавања упутстава о начину вршења права гласа) како би се избегли могући проблеми у његовој примени.

Vuk Radović, PhD

Assistant Professor

University of Belgrade Faculty of Law

CUMULATIVE VOTING FOR ELECTION OF BOARD MEMBERS (Part two)

Summary

Corporate governance has created many new legal issues in recent decades, among which cumulative voting stands out. Beside the fact that the European theory and practice still haven't made the final judgment concerning this type of voting, the major incentive for writing this paper was legal availability of this type of shareholder voting according to the Serbian Law on Business Organizations and the Serbian Corporate Governance Code. Furthermore, cumulative voting is the presumed type of voting for the election of board of directors and supervisory board in open corporations. There is apparent need to clarify these provisions, as well as to offer necessary guidelines to companies in order to properly implement rules on cumulative voting.

The introduction of this article covers meaning, application and basic characteristics of straight voting, as a standard voting rule for shareholders. In the following parts of the article, the author explains the basic characteristics of cumulative voting, and conditions for its application (legal availability and type of decisions). The author emphasizes the numerous problems in cumulative voting application, which can lead to unjust and unexpected results. The following part of the article shows the most frequently used limitations of cumulative voting, such as reducing the size of the board, replacing cumulative voting with straight voting, deadlock situations, classifying the board, removing minority-elected directors without cause, and filling the vacancy on the board. The analysis of these factors is very important, because they undermine the effectiveness of cumulative voting. The last part of the article shows that arguments in favor and against cumulative voting are approximately equal, and therefore it is hard to give unequivocal conclusion in respect of justifying its introduction.

Key words: *Cumulative voting. – Straight voting. – Classified board. – Board of Directors. – Removal of Board Members. – Corporation.*