

Др Мирко Васиљевић

редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И АГЕНЦИЈСКИ
ПРОБЛЕМИ
(I део)

У овом раду аутор се бави проблемима корпоративног управљања у ужем смислу речи (управљање компанијама – корпорацијама) означеним у теорији појмом „агенцијски проблеми“. На теоријском нивоу издвојила су се три таква проблема: први, сукоб интереса акционара и управе компаније (присутан у условима дисперзованог акционарства); други, сукоб интереса већинског и мањинских акционара (присутан посебно у условима постојања концентрисаног акционарства); и трећи, сукоб интереса акционара, односно акционарског друштва и других конститутивних интереса (поверилаца, запослених, управе, државе, локалне заједнице, потрошача). Трећи агенцијски проблем корпоративног управљања своди се, у основи, на питање друштвене одговорности компаније. Иако се у теорији често оспорава постојање такве одговорности као правног појма, аутор сматра да он постоји не само у моралном смислу, већ управо и као правна обавеза. Аутор посебно анализира стратегију правне регулативе и бројних института компанијског, уговорног, стечајног и берзанског права у решавању сва три проблема корпоративног управљања.

Кључне речи: *Корпоративно управљање.– Агенцијски проблеми.– Друштвена одговорност компанија.– Управа друштва.– Интерес компаније.– Компанијско право.– Конститутивни интереси.*

1. ТРИ АГЕНЦИЈСКА ПРОБЛЕМА КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА

Појам и својеврсни „покрет“ корпоративног управљања у ужем смислу (управљање компанијама – корпорацијама), а не у ширем смислу речи (управљање глобализованим светом од стране мултинационалних компанија), постао је нека врста новог симбола посустале

економије. Његовим адекватним решавањем треба да се нађу одговори на бројна отворена питања унапређења ефикасности и конкурентности компанија (корпорација). Овај тренд, лансиран крајем прошлог и почетком овог века, треба да замени догму приватизације, која је доминирала економском, политичком и правном сценом посебно током последње декаде прошлог века, а који је у основи имао исти циљ. Филозофија корпоративног (корпорацијског) управљања постала је светска тема из два разлога. Прво, мултинационалне компаније сада мање-више постоје у свим државама и оне имају потребу за „хармонизацијом“ бројних института овог феномена, независно од места свог седишта или места пословања. Други је разлог спецификум финансијских тржишта и котације мултинационалних и других компанија на водећим светским берзама. Оба ова феномена чине бројне проблеме из ове сфере универзалним и траже што препознатљивије и јединственије одговоре.

Феномен корпоративног (корпорацијског) управљања, бар у свом првом аспекту, у основи постоји само у правном окружењу одвојеног власништва (својине) од управљања и посебно у условима његове велике дисперзије (постојање великог броја ситних акционара који у збиру имају одговарајућу акционарску контролу управљања). Отуда се суштина овог феномена своди на питање како власници (акционари) да контролишу управу друштва (управни одбор и извршни директори – менаџери), која по правилу није власник (акционар) или је то у недовољној мери са становишта акционарске контроле. Ово је редовно присутно код великих друштава (по правилу акционарска друштва). Овакав проблем се у основи не јавља код власнички вођених компанија, где нема раздвајања професионалне управе од власника, што су по правилу мала и средња трговачка (привредна) друштва (друштва лица и често друштва с ограниченом одговорношћу). Ово је у основи доминантна константа кад је, дакле, реч о тзв. првом проблему корпоративног управљања (сукоб интереса власника и управе друштва). Но, и код овог проблема корпоративног управљања, мала и средња друштва, ако већ немају потребу за одговарајућом стратегијом регулативе у креацији бројних института корпоративног управљања који унапређују стратегију управљања са циљем лакшег превазилажења овог проблема, што је потреба великих друштава, она ипак имају потребу за стратегијом регулативе која унапређује захтеве флексибилног корпоративног управљања (доминација уговорне воље над законским империјумом). Код остала два у теорији идентификована проблема корпоративног управљања (други: сукоб интереса мањинских и већинских-контролних власника и, трећи: сукоб интереса трговачког друштва, односно његових (су)власника и

осталих могућих конститутивних интереса – ризика), проблематика је у основи јединствена код свих трговачких друштава, било да су у питању мала, средња или велика.

Сва три проблема корпоративног управљања позната су у теорији (посебно економској) као *тзв. агенцијски проблеми корпоративног управљања*, с обзиром на то да су компаније (корпорације) правна лица и да се њихово иступање у правном промету одвија кроз феномен заступања (агентура).¹

У првом случају – сукоба интереса (су)власника и управе, (су)власници су у позицији принципала, док је управа друштва у позицији агента (заступника), који по законској дефиницији ради (треба да ради) у име и за рачун принципала. У овом односу управа друштва је у фактичкој предности због феномена *информационе асиметрије* (агент-управа, која увек поседује више релевантних информација од акционара-принципала).² Овај агенцијски проблем посебно је изражен у англосаксонској пракси где доминира систем дисперзованог акционарства.³

У другом случају – сукоба интереса већинских-контролних акционара и мањинских акционара, мањински акционари су у позицији принципала, док су већински-контролни акционари у позицији агента (заступника), који по законској дефиницији треба да штите интересе принципала (да при доношењу пословних одлука раде и у њи-

¹ „Проблем како лице А може да мотивише лице Б да ради у корист лица А, а не да следи сопствени интерес“ је дефиниција агенцијског проблема у Оксфордском економском речнику. Вид. *Корпоративно управљање-приручник*, IFC, Београд 2007, 27 фн. 2. У овом тексту се појам заступање (одн. заступник) користи у ширем смислу, као англосаксонско *agency*, а не у ужем, континентално-правном значењу.

² Више вид. R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford 2004, 21. О својеврсном опортунистичком понашању управе у извршавању агентске функције говори и А. Јовановић, *Увод у економску анализу права*, Београд 1998, 128–129.

³ Структура власништва великих компанија у свету изгледа овако: у САД је 80% корпорација у власништву дисперзованих акционара, а 20% је породичних; у Великој Британији је 100% компанија у власништву дисперзованих акционара; у Швајцарској је 60% компанија у власништву дисперзованих акционара, 30% је породичних, 5% је у власништву финансијских институција и 5% је остало; у Немачкој је 50% компанија у власништву дисперзованих акционара, 10% породичних, 25% државних и 15% у власништву финансијских институција; у Француској је 60% компанија у власништву дисперзованих акционара, 20% је породичних, 15% државних и 5% у власништву финансијских институција; у Италији је 20% компанија у власништву дисперзованих акционара, 15% породичних, 40% државних, 5% у власништву финансијских институција и 20% остало; у Аустрији је 5% компанија у власништву дисперзованих акционара, 15% породичних, 70% државних и 10% остало, вид. А. Bohrer, *Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland*, Schulthess 2005, 11–12.

хово име и за њихов рачун, с обзиром на то да имају фидуцијарну дужност према том друштву чији су акционари).

Најзад, у трећем случају – сукоба интереса компаније (корпорације) односно њених (су)власника и других евентуалних носилаца конститутивних интереса (ризика) у њој, позицију принципала имају ти други конститутивни интереси (ризичи), док позицију агента (заступника интереса принципала) има сама компанија (корпорација), односно њени (су)власници. Од стратегије регулативе у решавању овог трећег агенцијског проблема корпоративног управљања зависи одговор на питање постоји ли или не *тзв. друштвена одговорност компанија* (корпорација), односно постоји ли или не *тзв. морални капитализам*.

2. СТРАТЕГИЈА РЕГУЛАТИВЕ У РЕШАВАЊУ ПРВОГ ПРОБЛЕМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА (АКЦИОНАРИ-УПРАВА)

2.1. Уопште о стратегији регулативе

Први проблем корпоративног управљања карактеристичан је за феномен дисперзованог акционарства, где акционари имају мали проценат капитал учешћа и немају реалну гласачку моћ и могућност ефективне контроле над радом управе. Стога је за сваког акционара „природна позиција слепог путника (*free rider*), у којој он очекује од других власника – акционара одговарајући позитиван утицај на менаџмент у правцу ефикасности, од чега би и он сам профитирао без труда и трошка, а пошто је власништво дисперзовано, то се сви власници понашају на исти начин – пасивно ишчекују да посао обави неко други“.⁴ Дисперзовано акционарство редовно прати и феномен *тзв. информационе асиметрије*, што чини отежаним први агенцијски проблем у смислу реалне стратегије регулативе ради унапређења феномена корпоративног управљања и његовог решавања. Ипак, задатак регулативе је управо да кроз низ правних института заштити позицију принципала (акционара) и да „отуђење“ управе чини толерантним. За ове потребе посебно су важна одређења регулативе око следећих правних института: 1) избор и разрешење управе (статусна стратегија), 2) расподела корпоративних овлашћења (стратегичка овлашћења), 3) награде и накнаде (стратегичка интереса), 4) дужности и одговорности (стратегичка принуде), 5) надзор (стратегичка контроле), 6) преузимање (стратегичка афилијације), 7) посебна права акционара (стратегичка посебних права).

⁴ Б. Беговић *et al.*, *Унапређење корпоративног управљања*, Београд 2003, 15.

2.2. Статусна стратегија

Статусна стратегија решавања првог агенцијског проблема корпоративног управљања има своју превентивну и репресивну димензију.

Превентивни део ове стратегије, ако је успео, може предупредити постојање овог агенцијског проблема. Реч је најме, прво, о прецизном утврђивању услова за избор чланова управе на аутономној основи. Они могу бити гаранција да захваљујући адекватном избору (стручност, способност, искуство, резултати, рејтинг) до овог агенцијског проблема неће ни доћи. Акционари морају бити активно инволвирани у овај процес: најпре, кроз утврђивање услова за избор, затим, кроз предлагање кандидата (било директно, било, што је модерни тренд, кроз професионализацију ове функције увођењем специјализованог комитета за именовања, који на основу утврђених критеријума селекционише и предлаже одговарајуће кандидате).

Репресивни део ове стратегије обухвата систем разрешења чланова управе од стране скупштине акционарског друштва, што као константна претња треба да их „дисциплинује“ и учини одговорним акционарима. Уколико је, при том, законодавство изабрало систем разрешења чланова управе без обзира на постојање ваљаног (озбиљног) разлога (разрешење *ad nutum*),⁵ као што је то случај са нашим Законом о привредним друштвима,⁶ онда је реч о опцији која је на линији ефикасног решавања овог проблема и ефикасне заштите интереса акционара (основ је губитак поверења и процена скупштине акционарског друштва да је то „најбољи интерес друштва“, с обзиром на то да је реч о мандатном односу по својој правној природи). Додатно, овом ефикасном систему треба да допринесу и неки други пратећи институти аутономне регулативе: 1) незахтевање квалификоване већине за разрешење, 2) непостојање индиректне заштите кроз имовинска права утврђена уговором која су објективна сметња, посебно у случају дужег мандата (висока отпремнина – „златни падобран“, „дијамантски падобран“), 3) утврђена могућност директног разрешења управе од стране скупштине друштва у дводомним системима управе и слично.⁷

⁵ Више вид. М. Васиљевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Београд 2007, 218–220.

⁶ Чл. 327 Закона о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/04.

⁷ У овом смислу одређена унапређујућа решења садржи српски Кодекс корпоративног управљања – СККУ, *Службени гласник РС*, бр. 1/06 у чл. 14, 15, 18, 103–111.

2.3. Стратегија овлашћења

Стратегија расподеле корпоративних овлашћења, законом и аутономним актима друштва у складу са законом, једна је од значајних полуга решавања првог агенцијског проблема корпоративног управљања, углавном на превентивној основи. Компанијски закони, наиме, расподелу корпоративних овлашћења врше полазећи од значаја предметних питања. У сваком случају, чини се да модерна регулатива има тренд јачања овлашћења скупштине акционарског друштва (коју уместо неуких акционара све више чине професионални инвеститори), чиме индиректно признаје постојање овог агенцијског проблема и потребе његовог решавања, између осталог, и на овој основи („васкрс скупштине акционарског друштва“). Законодавна техника, при том, је вишеслојна и даје простора аутономној регулативи да, полазећи од специфичности сваког конкретног друштва (броја акционара, степена дисперзије, квалитета акционара – професионални инвеститори и/или грађани, страни и/или домаћи акционари, итд.) изврши, у складу са законским овлашћењем, адекватну расподелу корпоративних овлашћења, имајући у виду и потребе решавања овог проблема, али и потребе избегавања сукоба интереса у корпоративном одлучивању и потребе ефикасног одлучивања.

Одговорност како закона, тако и аутономне регулативе, у овом погледу је изузетна, с обзиром на то да је еквилибријум интереса тешко постићи, те се мора дати предност једном интересу (на пример, ефикасном одлучивању), што може угрозити други интерес (на пример, коришћење ове стратегије за ефикасан надзор акционара над управом). У сваком случају, компанијски закони полазећи од потребе ефикасног надзора акционара над управом утврђују *апсолутни империјум скупштине друштва* у одређеним корпоративним овлашћењима (оснивачки акт и његове промене, статусне промене, промене правне форме, престанак друштва, избор и разрешење управе у једнодомном моделу или надзорног одбора у дводомном моделу управе, политика награда и накнада управи, избор ревизора, усвајање финансијских извештаја, претходна или накнадна сагласност на уговоре чланова управе са друштвом о накнадама за рад или на предложене мере одбране од преузимања, итд.).⁸ С друге стране, полазећи од потребе ефикасног одлучивања утврђује се и *апсолутни империјум управе* (орган управљања друштвом и орган предлагања корпоративних одлука које доноси скупштина).⁹ Свесни да овакав апстрактни прилаз може бити сметња развоју добре корпоративне праксе, компанијски закони често препуштају одговорност аутономној регулативи,

⁸ ЗОПД, чл. 290 и 325 ст. 4–6; Закон о преузимању акционарских друштава – ЗПАД, *Службени гласник РС*, бр. 46/06, чл. 38, ст. 3–4.

⁹ ЗОПД, чл. 313.

овлашћујући је да, зависно од тога коме ће интересу дати предност (ефикасност одлучивања или потреба надзора скупштине друштва над управом), одреде конкретну корпоративну надлежност у случајевима алтернативно утврђеног режима надлежности од стране законодавца (расподела добити и покриће губитака, емисија акција код овлашћеног капитала, емисија заменљивих обвезница, емисија обвезница или вараната, итд.).

2.4. Стратегија интереса

Једна од важних стратегија регулативе за решавање проблема корпоративног управљања је стратегија омогућавања изједначења интереса акционара и интереса управе. У овом смислу, на накнаде и награде чланова управе се покушава гледати не као на својеврсни проблем корпоративног управљања, већ као на инструмент решења тог проблема. Економска логика, наиме, говори да је тешко очекивати да управа као агент ради за остварење интереса акционара ако за то нема лични интерес. Дакле, управа друштва мора имати лични интерес да ради за „туђи интерес“, тј. интерес акционара, односно акционарског друштва. У том смислу развија се теза о изједначењу интереса управе и акционара, на основу мотивације управе да размишља као акционар.¹⁰

Оптималан начин изједначавања интереса чланова управе акционарског друштва и интереса акционара је диверсификација варијабилних форми награда чланова управе и њихово везивање за добробит акционара (раст цена акција, добит друштва, раст перформанси друштва у односу на претходни период, раст степена конкурентности друштва итд.). Ипак, овај инструмент стратегије регулативе за решење првог проблема корпоративног управљања, у последње време показује низ својих слабости: прво, сукоб интереса (утврђивање конкретних елемената накнаде од стране саме управе и тиме практично долажење у позицију сукоба интереса, иако политику накнада и награда утврђује сама скупштина друштва); друго, недовољна транспарентност (јавност, прозирност) свих елемената накнаде и награде пред скупштином друштва; треће, везивање варијабилних елемената ових награда за успех друштва (компаније) проузрокује често неистините финансијске извештаје о пословању друштва. Све ово води увећању агенцијских трошкова друштва (повећане накнаде и награде члановима управе и извршним директорима) и даљим контроверзама око стварних ефеката овог механизма решавања првог агенцијског проблема корпоративног управљања.

¹⁰ Више вид. В. Cheffins, *Company Law – Theory, Structure and Operation*, Oxford 2004, 653–708; М. Васиљевић (2007), 189–191 и 198–201.

Размере овог проблема најбоље су видљиве у актуелној финансијској кризи глобалних размера, која се суочава са банкротом великог броја компанија најлибералнијих тржишта, чије управе имају на уговорној основи креирана права на огромне бонусе (варијабилне награде), као да је реч о најпрофитабилнијим друштвима. Разуме се да компанијска регулатива има одређене одговоре и на ове изазове: јача улога скупштине друштва у утврђивању варијабилних елемената накнаде управе; јача транспарентност ових елемената накнаде (обавезна ставка у годишњим финансијским извештајима); везивање варијабилних елемената награде управе за стварне показатеље успеха компаније а не фиктивне; јачање имовинске одговорности управе за штетне пословне одлуке и слично. Практична рањивост овог механизма стратегије регулативе за решавање првог проблема корпоративног управљања не значи и пледирање за његово напуштање. Напротив, реч је о потреби сагледавања његове комплексности и тражења ваљаних одговора регулативе и добре корпоративне праксе.

2.5. Стратегија принуде (дужности и одговорности)

Компанијска регулатива редовно прописује посебне дужности управе (пored конкретних), користећи одређене апстрактне правне стандарде. Истовремено, непоступање по тим стандардима санкционише се одређеним формама имовинске одговорности (пored статусне), што све заједно твори посебну стратегију чињења управе одговорном акционарима, која би се могла назвати стратегијом принуде. У такве правне стандарде дужности управе свакако спадају: 1) фидуцијарна дужност рада у интересу друштва у свим случајевима извршавања прописаних конкретних дужности, 2) дужност пажње (савесност, добар привредник) и 3) дужност лојалности друштву у случају постојања сукоба личног интереса члана управе (и/или интереса повезаних лица) са интересом друштва.¹¹

Стратегија принуде сама по себи представља редовно коришћен инструмент законодавца, са превентивним дејством (одвраћање) на „дисциплиновање“ управе у извршавању својих дужности, чиме се штите интереси принципала (акционара). Ипак, дoмети овог механизма нису тако значајни како би то било за очекивати. Разлози за то су вишеструки. Најпре, свака повреда дужности да би ангажовала одговорност (имовинску пре свега) управе мора као таква бити установљена у судском поступку, који сам по себи, посебно у земљама са неразвијеном и непредвидљивом судском праксом, представља неизвесност. Затим, ради се о правним стандардима, чије обликовање и конкретизацију у сваком поједином случају врше у покренутиm поступцима судови, који због њихове апстрактности имају приличну

¹¹ Више вид. М. Васиљевић (2007), 141–172 и 223–231.

дискрециону моћ, што већ није пожељно за добру корпоративну праксу и ефикасно решење овог агенцијског проблема овом стратегијом. Најзад, често је и отворено питање саме компетентности судова и судија, степена мешања у аутономност корпоративног одлучивања, значај фактора времена, значај трошкова поступка са непредвидљивим исходом. Све ово узрокује да се ова стратегија ретко користи кад је потребно да добије судску верификацију, тако да је њен ефекат више превентивни и психолошки (негативан рејтинг, пад рејтинга на корпоративном тржишту), што у садејству са другим елементарним стратегијама даје резултате.

2.6. Стратегија контроле

Смањивање апетита управе за „отуђивање“ од акционара и за неизвршавање уговорно преузетих обавеза (уз законске и претпостављене) регулатива чини и кроз посебну стратегију надзора (контроле): 1) директно од акционара, 2) преко изабраних органа или тела контроле – идиректна контрола акционара и 3) преко самоконтроле. Преко свих ових механизма превентивно се делује на сужавање простора за активирање другог агенцијског проблема, а у случају његовог појављивања, на ефикасније решавање.

Акционари контролишу управу директно вршењем својих посебних права, чија је функција, између осталог: прво, право информисања; друго, право увида у пословна документа друштва; треће, извршавањем обавеза друштва у вези с обавезом објаве одређених информација и битних догађаја од значаја за акционаре; четврто, остваривањем права присуства скупштини, права учешћа у расправи и права постављања питања; пето, остваривањем права гласа у скупштини (посебно у вези с усвајањем финансијских извештаја о пословању, извештаја управе и извештаја ревизора); шесто, преко акционарских тужби (индивидуалне, деривативне, тужбе за поништај корпоративних одлука).

Акционари контролишу идиректно управу преко изабраних органа и тела контроле: прво, преко надзорног одбора (у дводомном систему управе); друго, преко независних директора (који у једнодомном систему управе имају у неку руку функцију надзора осталих чланова управе коју у дводомном систему има надзорни одбор), који акционарима шаљу благовремене информације („сигнална лампица“) о пословном одлучивању и одлукама (што је значајно посебно код одлука у којима постоји сукоб интереса осталих чланова управе и извршних директора са друштвом); треће, преко спољног независног ревизора; четврто, преко посебног ревизора за одређене потребе (стручни повереник итд.).

Најзад, управа друштва може и сама прибећи аутоконтроли преко одређених тела и института: прво, избором интерног ревизора или одбора ревизора (чији чланови морају испуњавати услове који се траже за независног члана управе) и њиховим обавезним присуством скупштини друштва (ради комуникације с акционарима у смислу постављања питања и тражења објашњења); друго, преко обавезе подношења годишњег извештаја о корпоративном управљању; треће, преко изношења одређеног питања из сопствене надлежности на разматрање скупштини друштва.

2.7. Стратегија преузимања

Најзад, како искуство корпоративног управљања показује, чини се да је један од најефикаснијих механизма за решавање његовог првог агенцијског проблема стратегија преузимања. Наиме, потенцијална континуирана опасност од преузимања корпоративне контроле над акционарским друштвом од потенцијалног „нападача“ најчешће против воље управе (*hostile takeover*), путем поступка јавне понуде упућене акционарима друштва, који незадовољни перформансама друштва вођеног од постојеће управе продају своје акције преузимачу, након чега редовно следи „пробијање“ у друштво и замена постојеће управе, чини се да најефикасније делује на одговорност управе према акционарима. Јер, акционари који имају поверења у изабрану управу и који су задовољни њеним резултатима у вођењу друштва неће изаћи из друштва продајом својих акција „нападачу“, а изабрана управа, желећи да очува то поверење и плашећи се појаве „нападача“ и неизвесне реакције акционара (феномен „стампеда“), настоји да конкурентно, професионално и одговорно води послове друштва у „интересу друштва и акционара“.

Компанијска регулатива и регулатива тржишта преузимања која жели да афирмише ову стратегију у решавању првог проблема корпоративног управљања, у принципу, не дозвољава управи да предузима било које тзв. мере одбране акционарског друштва по сопственој вољи, јер се сматра да би то чинила у сопственом интересу (да након преузимања не би била смењена од преузимача и замењена новом управом), већ дозвољава управи да предузима само оне мере одбране које наложи скупштина акционарског друштва (јер се сматра да су само те мере у интересу акционара).¹² У ове сврхе служи и 1) развој института тзв. принудне продаје (давањем права преузимаоцу да принуди мањинске акционаре да му продају своје акције – *squeeze out* – „истискивање из друштва“, принудна експропријација – *право преузимаоца а обавеза мањинских акционара*); 2) олакшани

¹² Више В. Радовић, *Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле*, Београд 2008.

поступак „пробијања“ преузимача у друштво након преузимања, практично без обзира на постојећа аутономна правила о промени оснивачког акта или статута или правила о замени постојећих органа друштва, 3) једногодишњи мандат чланова управе. Кад је реч о нашем Закону о преузимању акционарских друштава и Закону о привредним друштвима, може се рећи да су у том погледу они у потпуности на линији афирмације те законске стратегије за решавање овог агенцијског проблема корпоративног управљања.¹³

3. СТРАТЕГИЈА РЕГУЛАТИВЕ У РЕШАВАЊУ ДРУГОГ ПРОБЛЕМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА (КОНТРОЛНИ-МАЊИНСКИ АКЦИОНАРИ)

3.1. Уопште о стратегији регулативе

За разлику од англосаксонске праксе дисперзованог акционарства, где је по логици ствари више изражен први агенцијски проблем сукоба интереса „слабих“ акционара и „јаке“ управе, у континенталној пракси доминације концентрисаног акционарства, први агенцијски проблем скоро да није изражен, пошто постоји идентификација интереса већинског акционара и управе. Али, овде постоји проблем рада управе у интересу већинског акционара (не у интересу друштва), што отвара сукоб с мањинским акционарима.¹⁴ Заштита права мањинских акционара, углавном императивним законским нормама, један је од основних циљева компанијске регулативе. Наглашен интерес за заштитом мањинских акционара имају посебно инвестициони фондови и други специјализовани фондови (приватни пензиони фондови, инвестиционе банке), који по правилу имају законска ограничења инвестирања у акције једног друштва, због потребе дисперзије ризика, те су као такви увек мањински акционари, који немају управљачки интерес пласмана у акције друштва, те стога имају наглашену потребу снажења других института своје заштите, како би бирали ову инвестициону алтернативу. Управо стога је унапређење института заштите мањинских акционара стално дежурна тема реформе компанијске регулативе. Такву заштиту не може обезбедити аутономна регулатива, јер је и њено доношење у рукама воље већинског акционара, те једино законска заштита императивним пу-

¹³ ЗОПД, чл. 311, 447–449; ЗПАД, чл. 34–35, 38–39.

¹⁴ „...чест је случај да мањински акционари по акционарском капиталу приговарају већини по капиталу да злоупотребљава технику већине за афирмацију својих личних интереса на штету интереса друштва, што води сукобима у друштву и потреби заштите мањине“, в. М. Васиљевић, *Компанијско право*, Београд 2007а, 363.

тем пружа сигурност. Наравно, да потреба заштите овог интереса, која подстиче ангажовање „малих“ инвеститора у акције, не може одвести у другу крајност – злоупотреба права мањине, која стоји на другом полу од злоупотребе већине. Друштво капитала по својој вокацији систем корпоративног одлучивања базира на „логици гласова“ произашлих из капитал учешћа, те има потребу за ефикасним одлучивањем. С друге стране, због потребе храбрења инвестиционог интереса свих потенцијалних инвеститора да инвестирају у акције друштва, не сме се занемарити заштита тог интереса.

Компанијска регулатива има више инструмената решавања овог другог агенцијског проблема корпоративног управљања (сукоб интереса већинског акционара и интереса мањинских акционара), међу којима посебан значај имају: 1) статусна стратегија, 2) стандард равноправности акционара, 3) стратегија поверења, 4) стратегија принуде, 5) стратегија транспарентности, 6) стратегија преузимања, 7) стратегија права класе преференцијалних акција, 8) стратегија изласка из дрштва, 9) стратегија посебних права мањинских акционара, 10) стратегија судске и управне заштите.

3.2. Статусна стратегија

Један од пожељних механизма за заштиту интереса мањинских акционара и тиме предупређивање другог агенцијског проблема (сукоб интереса с већинским акционаром) је обезбеђење „места“ у управном одбору. Логиком акционарских гласова, ако је избор системом директног гласања, ово се не може постићи. Ипак, акционарско право има неке механизме који то омогућују: 1) акционарским споразумом акционара који заједно чине акционарску већину могуће је утврдити такав „размештај места“ у управном одбору који обезбеђује учешће представника мањинских акционара; 2) системом тзв. кумулативног гласања за избор чланова управног одбора (практично се број гласова акционара умножава с бројем чланова управног одбора који се бирају, те тако умножени гласови могу да се концентришу и дају за избор члана кога предлажу мањински акционари, што у складу с математичким правилима може обезбедити такав избор) и за разрешење (коришћењем истог система онемогућује се разрешење члана управног одбора који је предлог мањинских акционара само гласовима већинског акционара);¹⁵ 3) системом максимирања гласова

¹⁵ У праву Србије кумулативно гласање је претпостављено законско правило код отворених друштава (с тим што се може искључити на аутономној основи), док је код затворених друштава могуће увођење овог института на аутономној основи, вид. ЗОПД, чл. 309, ст. 4 и 6, и чл. 327, ст. 2, тач. 2. Више вид. З. Арсић, „Кумулативно гласање за избор чланова одбора директора“, *Правни живот* 11/2004, 47–55; Д. Радоњић, „Правни и математички аспекти кумулативног гласања“, *Право и при-*

акционара, чиме се оснажује позиција мањинских акционара и јача позиција управе, што може да активира код ових друштава први агенцијски проблем (сукоб интереса акционара и управе);¹⁶ 4) системом квалификоване већине за доношење корпоративних одлука (посебно ако се поред законског минимума на аутономној основи изврши проширење круга питања о којима се тако доноси одлука), чиме акционарска мањина може извести блокаду одлучивања ради заштите свог интереса ако располаже са више од 25% гласова (код одлука које се доносе са 3/4 већином) или са више од 33% гласова (код одлука које се доносе са 2/3 већином).

3.3. Стандард равноправности акционара

Основни стандард компанијског права о равноправности акционара исте класе (принцип једнаког третмана, а не једнакости) у остваривању свих права акционара (законских и аутономних) посебно је значајан за мањинске акционаре (и тиме решавање другог агенцијског проблема) као законска гаранција која се не може вољом акционарске већине релативизовати у било ком смислу.¹⁷ Захваљујући овом принципу мањински акционари имају, између осталог, посебну гаранцију: 1) да ће се расподела дивиденде извршити према принципу про рата; 2) да ће код нове емисије акција имати право пречег уписа про рата (с циљем очувања постојећег процента капитал учешћа); 3) да ће код стицања сопствених акција друштва или повлачења и поништаја акција имати равноправан третман про рата; 4) да ће при остваривању права гласа и поступку сазивања и рада скупштине друштва имати исти третман као и контролни акционари и слично.

3.4. Стратегија поверења

Други агенцијски проблем корпоративног управљања (сукоб интереса већинског и мањинских акционара) може се предупредивати и тзв. стратегијом поверења. Наиме, форсирање института неза-

врета, 5–8/2003, 54–62; В. Радовић, „Кумулативно гласање за избор чланова управе (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2008, 150–164; В. Радовић, „Кумулативно гласање за избор чланова управе (II део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 2/2008, 47–68.

¹⁶ У системима чврстог правила „једна акција један глас“ овај институт практично не би био могућ. Такав систем прихвата модерно акцијско право, с обзиром на то да он имплементира на најбољи могући начин општи стандард овог права о равноправности акционара исте класе. То прихвата наш ЗООД, чл. 294, ст. 1.

¹⁷ Такав значај овог стандарда изричито наглашава српски Кодекс корпоративног управљања (чл. 13): „Принцип равноправног и једнаког третмана нарочито је значајан у односу друштва према мањинским акционарима...“.

висних директора у котираним (или уопште свим отвореним) друштвима, између осталог, служи и за ове потребе, јер они својом позицијом (независношћу у односу на остале чланове управног одбора и у односу на већинског акционара) треба да успоставе поверење мањинских акционара у систем корпоративног одлучивања. У противном, ако нема независних директора, постојала би могућност сталних тензија између мањинских акционара и управе као „продужене руке“ већинског акционара. У овом смислу независни директори играју улогу својеврсних „повереника“ мањинских акционара, чиме се успоставља потребна хармонија у односима већинског акционара (и „његове“ управе) и мањинских акционара, што је неопходно за систем корпоративног одлучивања и ефикасност пословних одлука.

3.5. Стратегија принуде

Важан механизам заштите интереса мањинских акционара с циљем предупређивања настанка другог агенцијског проблема је законско прописивање дужности и одговорности управе (која због идентификације интереса с интересом акционара у случајевима концентрисаног акционарства ради пре у интересу већинског акционара, а не у интересу самог друштва или интересу мањинских акционара) – тзв. стратегија принуде. Практичан ефекат прописивања ових дужности и одговорности је стварање механизма за рад управе у интересу акционарског друштва (што је индиректно и интерес мањинских акционара). Истовремено, с овим се прописује и *посебна фидуцијарна дужност већинског (или контролног) акционара да ради у интересу самог друштва* (гласањем у органима друштва, али не и у смислу индивидуалне одлуке као акционара), с обзиром на то да он у том својству твори корпоративну вољу (корпоративна, а не индивидуална одлука).¹⁸ Англосаксонска пракса је због потребе заштите интереса мањинских акционара (иако у том окружењу још увек доминира дисперзовано акционарство које „рађа“ први агенцијски проблем корпоративног управљања и не чини посебно актуелним други агенцијски проблем, због непостојања већинског акционара, али то чини индиректно кроз развој института заштите акционара уопште), отишла и корак даље, формулишући правило о директној фидуцијарној дужности већинског акционара (који твори корпоративну вољу преко скупштине друштва или управе) према мањинским акционарима (не само индиректној преко такве дужности „рада у интересу друштва“).¹⁹

¹⁸ Такву дужност утврђује изричито и ЗОПД, чл. 31, ст. 1, тач. 2.

¹⁹ J. H. Farrar, *Company Law*, London – Edinburgh 1988, 380–408.

3.6. Стратегија транспарентности

Правила финансијског тржишта која обавезују управу друштва (евентуално и Централни регистар хартија од вредности) да све важне информације за акционаре које је закон као такве одредио (битне одлуке скупштине друштва, финансијски извештаји, битни догађаји, стицање релевантног прага капитал учешћа и слично) објаве на својој интернет страници и на други начин учине доступним свим постојећим акционарима и заинтересованим трећим лицима (повериоци, будући инвеститори, потенцијални преузимаач), објављивањем у прописаним средствима јавног инфомисања, од посебног су значаја управо за мањинске акционаре и заштиту њихових интереса. Из ових разлога стратегија транспарентности је посебно важна за отклањање потенцијалног настанка другог агенцијског проблема корпоративног управљања. Исто тако, ова стратегија може бити основ за активирање права мањинских акционара на подношење одређених акционарских тужби, на захтевање посебне ревизије и ревизора (стручни повереник) или на активирање других прописаних права. Такође, ова стратегија је важна и за практичну делотворност стандарда фидуцијарне дужности контролног акционара према акционарском друштву (тима и мањинским акционарима), као и за покретање механизма одговорности управе. Дакле, својим превентивним дејством, ова стратегија доприноси предупређивању настанка другог агенцијског проблема, а за случај да настане, омогућује његово решавање на основама равноправног третмана акционара као генеричког стандарда компанијског права на коме се заснивају други стандарди и стратегије.

3.7. Стратегија преузимања

За други агенцијски проблем корпоративног управљања (сукоб интереса већинског и мањинских акционара) посебно је важна и стратегија регулативе у заштити права мањинских акционара код преузимања друштава путем јавне понуде (*takeover*). Наиме, ако регулативе код овог института афирмише основни правни стандард компанијског права равноправног третмана акционара, онда је она у функцији потребе решавања овог проблема. Регулатива то по правилу чини тако што обавезује потенцијалног преузимаача на потпуну понуду преузимања од свих акционара који то желе, односно да у случају делимичне понуде откупљује акције од свих акционара који их понуде на продају по принципу про-рата, што је посебно важно за заштиту права мањинских акционара и тиме оклањање настанка другог агенцијског проблема корпоративног управљања. Додатно, ту је и институт права преузимаоца који стекне одређени проценат капитал учешћа путем преузимања (не и у осталим случајевима) по јавној

понуди да у одређеном року након тога најмање под истим условима да јавну понуду и за принудни откуп акција акционара који не продају акције у року те јавне понуде – *принудна продаја* (право преузимаоца и обавеза мањинских акционара).²⁰ Ипак, у практичном смислу, ово правило више је на страни већинског акционара него у функцији заштите интереса мањинских акционара. Најзад, ту је и *установа принудне куповине*, којом се преузимач који је откупио одређени проценат акција циљног друштва (редовно 90 или 95%), законом обавезује да купи акције преосталих акционара на њихов захтев (обавеза преузимаоца, а право мањинских акционара), под условима из понуде за преузимање.²¹ Како је овде реч о праву мањинских акционара и обавези преузимаоца, то се на овај начин штите интереси мањинских акционара независно од реалног интереса већинског акционара (преузимаоца).

3.8. Стратегија права ималаца класе преференцијалних акција

Други агенцијски проблем корпоративног управљања може настати посебно на линији сукоба интереса акционара преференцијалних акција и акционара обичних акција, с обзиром на то да акционари преференцијалних акција по дефиницији немају право гласа (осим изузетно у функцији заштите својих других права) и увек су мањински.²² Стога је важно да компанијска регулатива, ради заштите интереса мањинских акционара ове класе, има адекватне одговоре, у смислу привременог стицања права гласа рада ефектуирања својих права (претварање преференцијалних акција у обичне акције, неисплаћена дивиденда по стеченом праву, итд.), као и институционализовање тзв. посебне скупштине акционара ради гласања о давању сагласности на одлуке скупштине акционарског друштва (акционари обичних акција) којима се мењају стечена права акционара одређене класе преференцијалних акција.²³

3.9. Стратегија изласка из друштва

Ефикасност решавања другог проблема корпоративног управљања компанијска регулатива посебно унапређује (чиме делом

²⁰ ЗПАД, чл. 34.

²¹ *Directive 2004/25 of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*, April 21st 2004, *Official Journal L*. 142/04 (Тринаеста директива), чл. 16. За ову обавезу наш ЗПАД (чл. 35) и ЗОПД (чл. 448) прихвата праг од 95%.

²² „Број гласова акционара са преференцијалним акцијама не може бити једнак или прећи број гласова (кад имају право гласа – прим. М. В.) акционара са обичним акцијама“ – ЗОПД, чл. 209.

²³ Управо овакву заштиту даје и наш ЗОПД, чл. 209, ст. 6 и 7, као и чл. 341 (гласање класе акција – групно гласање).

признаје релативну неефикасност других стратегија решавања овог проблема које сама креира) стратегијом изласка из друштва: систем преноса акција, систем обавезе откупа акција несагласних акционара од стране друштва и систем принудне куповине (о чему је било речи код стратегије преузимања).

Систем преноса акција у смислу решавања другог проблема корпоративног управљања ефикасан је ако не постоје никаква ограничења у преносу (право прече куповине од стране других акционара, право прече куповине од стране друштва, сагласност управе и слично). За ове потребе акционарско право отворених друштава редовно искључује могућност увођења ових ограничења на аутономној основи, лишавајући и само друштво таквог права (редовно је то и берзански услов за котацију). Овим се акционарима који желе да изађу из друштва и да на тај начин посредно располажу са својим улогом у друштво пружа најефикаснији механизам за задовољење својих права, што је посебно важно у случају неједнаког третмана мањинских акционара са већинским или контролним акционаром. Ипак, кад је реч о затвореним друштвима постоји могућност увођења таквих ограничења изласка из друштва, што ову стратегију, управо код друштава код којих доминира концентрисано акционарство и тиме и други проблем корпоративног управљања, чини прилично неефикасном.²⁴

Систем обавезе откупа акција несагласних акционара од стране друштва у законом прописаним случајевима (статусне промене против воље несагласних акционара, промене правне форме против воље несагласних акционара, промене оснивачког акта или статута којима се „погађају“ права несагласних акционара, располагање имовином велике вредности у проценту утврђеном законом против воље несагласних акционара, као и у другим случајевима „погађања“ права несагласних акционара утврђеним на аутономној основи), посебно је важна гаранција права мањинских (несагласних) акционара који нису задовољни са одређеном корпоративном одлуком већинског (контролног) акционара донетом противно њиховој вољи (у скупштини друштва или на управном одбору) и који желе да изађу из друштва, а то реално не могу због ниске ликвидности акција конкретног друштва.²⁵

3.10. Стратегија посебних права мањинских акционара

Компанијска регулатива настоји да други проблем корпоративног управљања решава и креирањем специјалних права мањинских

²⁴ Вид. ЗОПД, чл. 126, 195 и 196, ст. 4.

²⁵ Гаранцију таквих права несагласних акционара даје наш ЗОПД, чл. 444 – 445.

акционара, која могу деловати „претеће“ за управу друштва да при доношењу корпоративних одлука не води рачуна само о интересу већинског акционара већ и мањинских. За ове потребе Закон о привредним друштвима Србије креира, на линији општих стандарда акционарског права, следећа посебна права мањинских акционара:²⁶ 1) право сазивања скупштине акционарског друштва – могућност судске заштите (капитал цензус 10% акција с правом гласа о питањима предложеним за дневни ред скупштине),²⁷ 2) право предлагања уврштења до два нова питања у предложени дневни ред скупштине – могућност судске заштите (капитал цензус 10% акција с правом гласа за избор управног одбора),²⁸ 3) право покретања деривативне тужбе за друштво (капитал цензус 5% основног капитала друштва),²⁹ 4) право на избор у управни одбор друштва путем установе кумулативног гласања,³⁰ 5) право изласка из друштва у прописаним случајевима са обавезом друштва на откуп акција несасгласних акционара по тржишној цени,³¹ 6) право на подношење захтева за ликвидацију друштва (капитал цензус 20% основног капитала друштва),³² 7) право на групно гласање акционара преференцијалних акција (гласање класе),³³ 8) право на посебну ревизију (стручни повереник) – капитал цензус 20% основног капитала друштва,³⁴ 9) „право“ принудне продаје (*squeeze-out*) и принудне куповине (*sell-out*) – код достигнутог капитал учешћа од 95% путем јавног преузимања (*takeover*).³⁵

3.11. Стратегија судске и управне заштите

Коначно, решавање другог проблема корпоративног управљања не би било ефикасно ако права мањинских акционара креирана законом или на аутономној основи, између осталог, и за ове потребе не би уживала посебну судску заштиту (евентуално и заштиту посебних тела на финансијском тржишту – Комисије за хартије од вредности), јер би остала имперфектна. Компанијска регулатива и регулатива берзанског права, стога, посебна права мањинских акционара (сазивање скупштине друштва, проширење дневног реда утврђеног од уп-

²⁶ Више: М. Васиљевић (2007а), 364–383.

²⁷ ЗОПД, чл. 277–278.

²⁸ ЗОПД, чл. 284.

²⁹ ЗОПД, чл. 13, ст. 10.

³⁰ ЗОПД, чл. 309, ст. 4–6.

³¹ ЗОПД, чл. 444–446.

³² ЗОПД, чл. 346.

³³ ЗОПД, чл. 341.

³⁴ ЗОПД, чл. 334–336.

³⁵ ЗОПД, чл. 447–449; ЗПАД, чл. 34–35.

раве својим предлозима, излазак из друштва, остваривање права гласа, посебна ревизија, подношење захтева за ликвидацију друштва у законом одређеним случајевима, принудна продаја, информисање, увид у акта и документа друштва, итд.) редовно чини оперативним тиме што им даје и судску заштиту против злоупотребе права већине (директно преко одлуке скупштине друштва или одлуке управе која делује у њеном интересу). За ове потребе служе и овлашћења регулаторног и надзорног тела на финансијском тржишту (Комисија за хартије од вредности).³⁶ Најзад, у ове сврхе може служити и институт корпоративних тужби акционара (индивидуална, деривативна, колективна), као и тужби за побијање или ништавост одлука скупштине друштва (и управног одбора кад има овлашћења из њеног делокруга).³⁷

(Рад ће се наставити у наредном броју часописа.)

Mirko Vasiljević, PhD

Full Professor

University of Belgrade Faculty of Law

CORPORATE GOVERNANCE AND AGENCY PROBLEMS (Part one)

Summary

The main objective of this article is to examine the problems of corporate governance in the narrow sense (company governance, corporations) that are identified in theory as *the agency problems*. In theoretical sense, there are three types of agency problems. The first kind of agency problems relates to the conflict of interest between shareholders and company board of directors, typical for the situations of dispersed shareholding. The second category of agency problems boils down to the conflict of interest between majority and minority shareholders, which is typical for the concentrated shareholding. The third form of agency problems

³⁶ „Комисија може покренути и водити пред судом поступак ради заштите интереса инвеститора и других лица за које утврди да им је повређено одређено право или на праву заснован интерес, а у вези с пословима са хартијама од вредности и другим финансијским инструментима.“ – Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената – ЗОТХ, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006, чл. 220, ст. 2.

³⁷ Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/04, чл. 40–42 и 302–306.

relates to the conflict of interests of shareholders; in other words, of a joint stock company and other constitutive interests (*i.e.* the interests of creditors, employees, directors, State, local community and consumers).

The author claims that existence of the third type of agency problem of corporate governance can be reduced to the issue of company's social responsibility. In spite of the fact that the mere existence of social responsibility of companies is heavily disputed in scholarly writings, the author believes that such responsibility exists, not only as a moral duty but also as a legal obligation. In an effort to resolve the three problems of corporate governance, the author methodically analyses strategy of legal regulation, and a number of institutions of company, contract, bankruptcy and stock-market law.

Key words: *Corporate governance. – Agency problems. – Social responsibility of company. – Company board of directors. – Company interest. – Company law. – Constitutive interests.*