

УДК 347.72.031(497.11)

CERIF: S144, S155

DOI: 10.5937/AnaliPFB1901147L

Др Јелена Лепетић*

ДОДАТНИ ГЛАСОВИ КАО НАГРАДА ЛОЈАЛНИМ АКЦИОНАРИМА: ПРЕДЛОГ ЗА РЕФОРМУ

Аутор у овом раду анализира награђивање акционара гласовима за лојалност. У раду се акције за лојалност дефинишу у ужем и у ширем смислу. Посебно је разматрано значење појма лојалности, будући да је реч о услову за награђивање акционара. Имајући у виду решења репрезентативних правних система, аутор даје предлоге за реформу домаћег права. Конкретно, залаже се за увођење могућности награђивања лојалних акционара гласовима за лојалност. На крају, аутор указује на то да, осим уношења одредбе која се односи на награђивање акционара у закон којим су регулисана привредна друштва, треба променити и релевантне одредбе закона којим је регулисано тржиште капитала и закона којим се уређује преузимање акционарских друштава, да би реформа била успешна. Спровођење реформе би омогућило да се лојалност у компанијском праву не везује само са посебне дужности већ и за специјална права која акционар може да стекне као награду за лојалност друштву.

Кључне речи: *Акције за лојалност. – Лојални акционари. – Право гласа акционара.*

1. УВОД

О лојалности у компанијском праву може се говорити са више аспеката. Први је свакако обавеза лојалности, односно лојалност као посебна дужност коју у српском праву према привредном друштву имају одређене категорије чланова друштава и лица са управљачким функцијама. Реч је о правном транспланту из англосаксонских прав-

* Ауторка је доцент Правног факултета Универзитета у Београду, jelena.lepetic@ius.bg.ac.rs.

них система који је у одређеној мери модификован. Увођењем посебних облика те дужности у наш правни систем, лојалност (верност) постала је уобичајени део компанијскоправне терминологије. Други аспект лојалности који је познат у упоредним компанијским правима не тиче се обавеза већ специјалних права која представљају награду лојалним члановима друштва, која им се додељује без обзира на разлике у висини капитал учешћа и фактичком утицају на управљање друштвом, као и степену посебних знања и вештина које акционари имају. Овај други аспект лојалности још увек није део нашег компанијског права. У том смислу, постоји неравнотежа будући да, с једне стране, закон намеће обавезу лојалности појединим акционарима, док, с друге стране, не оставља могућност награђивања лојалних акционара. Генерално гледано, награђивање лојалности доприноси смањену праксе празног гласања и давања акција у зајам, с обзиром на то да одлучивање прелази у руке активних акционара који су дугорочно заинтересовани за успех друштва као лица која носе економски ризик.¹ С друге стране, мора се истаћи да је специјално право гласа лојалних акционара пример раздвајања управљачких (енг. *voting rights*) и економских права (енг. *cash-flow rights*) акционара јер доводи до раздвајања власништва од контроле.² Дакле, број гласова лојалних акционара не одговара висини економског ризика који носе. Постоје и други аргументи против могућности да се дозволи награђивање лојалних акционара додатним гласовима, који се свде на аргументе против напуштања правила једна акција – један глас.

Да би се дао одговор на питање да ли треба омогућити награђивање лојалних акционара у домаћем праву, претходно треба дефинисати појам лојалности у контексту награђивања, односно који акционари се могу сматрати лојалним акционарима, што би их чинило подобним за награђивање. Одређење акционара као лојалних подразумева да се направи разлика између лојалних и осталих акционара који би се, стога, могли назвати „нелојални“ акционари. Акционаре који не испуњавају услов да буду награђени ипак не треба називати „нелојалним“, због негативног значења који тај термин има сам по себи, у смислу непоступања у складу са дужношћу лојалности, што није главни критеријум за награђивање. С друге стране, изрази награђивање лојалних акционара и акције за лојалност уобичајени су и препознатљиви у компанијскоправним оквирима. Због тога, треба задржати термин лојалност и у контексту награђивања акционара. У сваком случају, критеријум или критеријуми према којима се

¹ Andrea Sacco Ginevri, „The rise of long-term minority shareholders’ rights in publicly held corporations and its effect on corporate governance“, *European Business Organization Law Review* 12(4)/2011, 6 (број страна према електронској копији доступној на бази *Westlaw*).

² Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, „Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting“, *Delaware Journal of Corporate Law* 40/2016, 568.

акционари могу поделити на оне који испуњавају услов(е) да буду награђени (лојалне акционаре) и оне које у том тренутку није могуће наградити мора бити јасан и једноставно примењив. Такође, треба имати у виду да у упоредном праву постоје различити модалитети награђивања лојалних акционара и да сваки не мора бити подједнако уклопљив у домаћи систем.

Лојалност као посебну дужност одређених акционара у српском позитивном праву треба разликовати од лојалности као услова за награђивање акционара, који су имаоци акција у дужем периоду, а која, за сада, није део српског позитивног права. Дужност лојалности немају само контролни акционари и акционари са значајним капитал учешћем, него и друга лица, на пример, директори. Акционари који поступају у складу са дужношћу лојалности, уз предуслов да јесу субјекти те дужности, могу се назвати лојалним акционарима, док се у контексту института награђивања лојалних акционара сви акционари који су имаоци акција у дужем периоду могу назвати лојалним акционарима. У овом раду говори се о лојалним акционарима у контексту награђивања, осим када је наглашено да то није случај. Поступање у складу са дужношћу лојалности може бити само додатни услов за награђивање оних акционара који јесу субјекти те дужности.

Уопштено говорећи, награђивање лојалних акционара је актуелна тема која завређује пажњу и нашег законодавца. У овом раду детаљно је анализирана награда у виду гласова за лојалност, док су други модалитети награђивања лојалних акционара набројани и дефинисани. Другачије речено, пажња ће бити посвећена награди која је искључиво управљачке природе у контексту права акционара. Награђивање лојалних акционара додатним гласовима подразумева и одступање од правила једна акција – један глас, које је у српском праву императивно, али постоје законом дозвољени изузеци. Одступање се огледа у чињеници да би награђени акционари имали право на више од једног гласа на основу једне акције. С друге стране, награђивање акционара може бити ограничено на разне начине. Тако се може ограничити број гласова за лојалност по акцији и/или укупан број гласова за лојалност по акционару, као и према предмету гласања када се специјално право гласа односи само на поједина питања.

Гласови за лојалност, као и акције за лојалност генерално представљају механизам за промовисање интереса привредног друштва. Због тога би оне биле у духу нашег Закона о привредним друштвима, којим је тај интерес промовисан као *sui generis* интерес.³

³ Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 9/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015 и 44/2018, чл. 63, ст. 1. Вид. више о

2. МОДАЛИТЕТИ НАГРАЂИВАЊА

2.1. Акције за лојалност у ширем смислу

Акције за лојалност (енг. *loyalty shares, L-shares*) представљају инструмент за награђивање лојалних акционара. Под акцијама за лојалност обично се подразумевају акције које дају право на више гласова лојалним акционарима, које друштво не издаје. Наиме, обичне акције лојалних акционара се у њих „претварају“ током пословања друштва, задржавајући та новодобијена својства све док је лојални акционар њихов ималац. Акције за лојалност су дефинисане као акције које дају право на више гласова у Извештају о пропорционалности између власништва и контроле у котираним друштвима у Европској унији: упоредна правна студија из 2007. године.⁴ Ипак, с обзиром на то да се акције за лојалност, схваћене као акције које дају специјална права лојалним акционарима, не издају, оне нису посебна врста акција, иако њихов назив на то асоцира, па не чине ни посебну класу акција већ представљају специјално право гласа, односно право на више од једног гласа по акцији, које је везано за одређеног акционара и/или специјално економско право које акције дају. Под акцијама за лојалност у ширем смислу треба подразумевати не само акције које дају специјално право гласа лојалним акционарима, односно гласове за лојалност и акције које дају специјално економско право, односно дивиденде за лојалност, лојалним акционарима када број акција остаје исти већ и акције које су бесплатно расподељене акционарима као награда за лојалност и акције које је акционар стекао користећи варант за лојалност. Чињеница да су бесплатне акције или варанти за лојалност као права на стицање акција издати као награда лојалним акционарима оправдава сврставање тако стечених акција у акције за лојалност у ширем смислу, иако издате акције могу бити обичне акције на основу којих лојални акционари, на пример, немају право на више гласова. У том смислу, отвара се питање признавања специјалних права раније награђених акционара на основу накнадно стечених акција. Значајно је напоменути да се модалитети награђивања лојалних акционара не исцрпљују само у специјалном праву гласа и/или праву на дивиденду. Награда се може састојати у поједностављеној процедури за уврштење предлога у дневни ред за седницу скупштине, а чак и у награди за присуствовање седници, као инструментима за подстицање акционара да се више ангажују.⁵ Овде је реч о специјалним правима

интересу привредног друштва у Јелена Лепетић, *Компанијскоправни режим сукоба интереса – дужност лојалности*, Београд 2015, 59–66.

⁴ Shearman & Sterling LLP, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, May 18, 2007, пар. 3.2.1.

⁵ A. Sacco Ginevri, 6 фн. 90.

лојалних акционара као специјалним помоћним управљачким правима. Да закључимо, у ширем смислу, акција за лојалност је свака акција која даје специјална права акционару који је окарактерисан као лојалан, као и акција коју је акционар стекао као награду за лојалност. Дакле, тај појам обухвата акције које се издају само лојалним акционарима било бесплатно или на основу коришћења варанта за лојалност, као и акције које носе гласове и дивиденде за лојалност, али и специјална помоћна управљачка права.

2.2. Гласови за лојалност – акције за лојалност у ужем смислу

У сваком случају, верност акционара може се наградити на нивоу гласачких права, а да се не издају акције са различитим правима гласа. То се може постићи гласањем према трајању својства власника (енг. *time-phased voting*). На пример, акција може носити један глас уколико је у поседу акционара краће од одређеног временског периода, односно више гласова након истека тог периода.⁶ Тај период се може назвати периодом лојалности или верности акционара (енг. *loyalty period*).⁷ Дакле, акционари са дужим својством члана друштва могу бити награђени стицањем специјалних права протеклом временом. Специјална права која лојални акционари на тај начин стичу могу бити различита. Награда се може састојати у додатним гласовима за сва питања или само нека, као и у дивиденди за лојалност.⁸ Свакако да је специјално право гласа најзначајније у смислу управљања друштвом. Такво право је изузетак од правила једна акција – један глас, које је прихваћено у многим државама, међу којима је и Србија. Трајање својства члана тиме добија значај, будући да је награђивање механизам везивања члана за друштво. С друге стране, награђивање верних акционара додатним гласовима има и недостатке. Неки од њих су повећање агенцијских трошкова због негативног утицаја на механизме контроле директора, посебно имајући у виду да су директори често и акционари, и ефекат одвраћања од преузимања, односно промене контроле због непропорционалног броја гласова у односу на број акција лојалних акционара ако законом нису предвиђена посебна правила.⁹ Ипак, треба истаћи да непријатељска преузимања нису увек најбољи начин за преузимање контроле и да верни акционари обично могу спречити продају акција по нижој цени јер боље разумеју могућности компаније.¹⁰ У сваком случају, систем у којем

⁶ L. L. Dallas, J. M. Barry, 547.

⁷ Jeroen Delvoie, Carl Clottens, „Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares“, *Law and Financial Markets Review* 9(1)/2015, 20.

⁸ Награда у форми дивиденди за лојалност није посебно анализирана у овом раду, будући да је реч о теми која завређује да јој буде посвећен посебан рад.

⁹ Вид. L. L. Dallas, J. M. Barry, 565–567.

¹⁰ *Ibid.*, 569.

су дозвољене акције за лојалност није у великој мери другачији од система у којем је дозвољено издавање акција са различитим гласачким правима.¹¹ Управо би се могло рећи да је гласачко право према трајању својства члана друштва средње решење између две крајности – система у којима важи правило једна акција – један глас и система у којима је дозвољено издавање акција које дају различита права гласа.¹² Имајући у виду претходне напомене, акције за лојалност у ужем смислу нису ништа друго до специјална права која лојални акционари имају на основу обичних или преференцијалних акција. На крају, треба још једном напоменути да се под акцијама за лојалност најчешће подразумевају специјална права гласа лојалних акционара, односно додатни гласови за лојалност ималаца обичних акција. Акционари који се одлуче на улагање у виду преференцијалних акција унапред се одричу утицаја на управљање друштвом јер оне не дају право гласа по правилу већ само изузетно, када су угрожена њихова економска права. Због тога их није потребно додатно стимулисати да гласају у тим случајевима, али то не треба ни забранити. Одговарајућа награда лојалним имаоцима преференцијалних акција која би их одвратила од продаје акција јесте награда економске природе.

3. ЛОЈАЛНОСТ КАО УСЛОВ ЗА НАГРАЂИВАЊЕ

Кључна одредница за утврђивање који акционари могу да буду награђени јесте лојалност привредном друштву. Дакле, треба установити који услови морају да буду испуњени да би се акционар сматрао лојалним. Означивање појединих акционара као лојалних не значи да су остали нелојални већ само да та лица не испуњавају услов за награђивање. У том контексту, било би погрешно сматрати да су лојални акционари само они који поступају у складу са дужношћу лојалности, односно у најбољем интересу привредног друштва, имајући у виду да дужност лојалности, односно посебне врсте дужности лојалности у нашем праву имају само контролни акционари и акционари са значајним капитал учешћем. Према природи ствари, мањински акционари су они које треба подстаћи на ангажовање награђивањем њихове лојалности. Дакле, круг акционара који испуњавају услове да буду награђени не треба у том смислу сужавати. Додатни услов за награђивање акционара који су лица са посебним дужностима може бити поступање у складу са дужношћу лојалности. Другачије речено, требало би предвидети да награђени могу бити само они који нису повредили неку од посебних дуж-

¹¹ *Ibid.*

¹² *Ibid.*, 577.

ности ако је имају. Постојање повреде дужности подразумева да је то констатовано правноснажном судском одлуком. У супротном, награђивање акционара би једино могло бити забрањено привременом мером у поступку због повреде посебних дужности. У сваком случају, мора да постоји општи критеријум који се једноставно може применити на све акционаре. Подобно мерило је трајање својства акционара. Добродошлим га чине мерљивост у квантитативном смислу, једноставност примене и применљивост на све акционаре. Наиме, временски критеријум је најзначајнији, што не значи да треба да буде и једини. С друге стране, поступање у складу са посебним дужностима је додатни квалитативни услов јер се односи само на акционаре који имају дужност лојалности.

Инвеститори могу бити окренути краткорочним, средњорочним или дугорочним улагањима. Акционари са малим процентом капитал учешћа у друштву обично су окренути краткорочном улагању. С друге стране, већи проценат капитал учешћа је обично гаранција за дугорочност, посебно имајући у виду да је теже продати већи пакет акција.¹³ Такво стање ствари подразумева да је неопходно узети у обзир висину капитал учешћа у друштву, као важан критеријум за утврђивање постојања обавезе лојалности и поделу акционара према том критеријуму. Осим висине капитал учешћа, постоје и други критеријуми према којима се могу направити разне поделе улагача.¹⁴ Ипак, тешко је сврстати поједине врсте улагача према томе да ли су окренути дугорочном улагању или нису, иако се неке правилности могу уочити. На пример, истраживања показују да су пензиони фондови и друштва за осигурање обично окренути дугорочном улагању, за разлику од инвестиционих фондова.¹⁵

Немогућност награђивања додатним гласовима лојалних акционара, односно акционара који су окренути дугорочним интересима друштва, у системима у којима је правило једна акција – један глас императивно, један је од кључних аргумената против императив-

¹³ Вид. Mathias M. Siems, „With Great Power Comes Great Responsibility: Ideal and Real Types of Shareholders“, *Shareholders' duties* (ed. Hanne S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017, 77.

¹⁴ Тако се улагачи могу поделити на приватне и институционалне (професионалне), према врсти делатности којом се баве, односно према критеријуму да ли им је улагање основна делатност, затим на квалификоване (који се такође могу назвати професионалним улагачима) и нестручне улагаче (тзв. лаике) према њиховом знању о улагању у хартије од вредности, али и на велике и мале улагаче, према обиму пословања хартијама од вредности. Вид. Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд 2009, 150–153.

¹⁵ Вид. више у Therese Strand, „An Economic View on Shareholder Duties in Corporate Governance“, *Shareholders' duties* (ed. Hanne S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017, 63–64.

ности тог правила. Другим речима, треба дозволити одступање од тог правила да би се наградили лојални акционари. При томе, треба имати у виду да се награђивањем лојалних акционара не третирају неједнако акционари који су у истом положају. Конкретно, иако се принцип или правило једнаког третмана акционара често помиње заједно са акцијама за лојалност, једнак третман акционара се односи само на оне акционаре који су у истом положају – не може се ставити знак једнакости између једнакости акција и једнакости акционара.¹⁶

Осим поменутих критеријума за утврђивање лојалности, додатни критеријум би могао бити и степен ангажовања акционара. Примена тог критеријума подразумева исказивање лојалности активним учествовањем у раду седнице скупштине, пре свега гласањем. Ако се гласање схвати као манифестација лојалности, онда се може поставити и контрапитање: да ли треба да гласају акционари који су тек стекли акције?¹⁷ Уколико би се прихватио став да они не треба да гласају, то би од самог почетка одвратило од улагања инвеститоре који намеравају да се ангажују. Од тог питања треба раздвојити појединачне случајеве суспензије гласачких права, било да је реч о превентивном или казненом механизму, будући да би суспензија гласачких права у одређеном временском периоду након стицања акција била опште правило које важи за све акционаре.¹⁸

Имајући у виду да већа права носе веће обавезе, може се поставити питање има ли смисла предвидети обавезу акционара да гласају да би доказали лојалност и уопште били подобни за награђивање или чак и санкцију, односно одузимање повластица у виду додатних гласова уколико је не користе. Обавеза гласања, у теоријском смислу, може се схватити као део фидуцијарне дужности у правним системима који их познају у оквиру компанијског права. У теорији се посебно расправља о постојању обавеза гласања институционалних инвеститора у Сједињеним Америчким Државама (САД), док је већинско мишљење у Великој Британији и Аустралији да таква обавеза не постоји.¹⁹ У српском праву, природа посебних дужности није иста као у англосаксонским правним системима, па нема основа за заступање

¹⁶ Вид., на пример, J. Delvoie, C. Clottens, 24. Вид. више о поменутој разлици у Јелена Лепетић, „Једнак третман акционара – правно правило или принцип“, *Правни живот* 11/2018а, 37–38.

¹⁷ J. Delvoie, C. Clottens, 23.

¹⁸ Вид. више о суспензији права гласа у Јелена Лепетић, „Активизам акционара“, *Право и привреда* 10–12/2018b, 110–112.

¹⁹ Hanne S. Birkmose, „You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting“, *European Business Law Review* 20/2009, 727.

става да гласање може бити обавеза акционара, ако то није законом предвиђено.²⁰ Озбиљан разлог против увођења обавезе гласања је чињеница да право гласа треба да се врши на информисаној основи, односно да је право на информисање предуслов за вршење права гласа, што подразумева и повећање трошкова акционара приликом тражења информација.²¹ У том смислу, исход обавезе гласања могло би да буде гласање већег броја неинформисаних у односу на информисане акционаре, што се може негативно одразити на пословање друштва.²² Дакле, лојалним акционарима не треба наметнути обавезу да гласају, али им треба омогућити да гласају и утичу на управљање друштвом у већој мери. Да закључимо, већински је став да је гласање акционара њихово право а не обавеза.²³

На акционарима је да одлуче да ли ће гласати или изаћи из друштва ако су незадовољни поступањем управе.²⁴ Стављање у изглед изласка из друштва важно је средство дисциплиновања управе јер промена контроле обично води до њене смене. Осим права гласа и „претње“ да ће изаћи из друштва, акционар своје незадовољство може исказати и на друге начине, који се такође могу сматрати ангажовањем. Реч је, пре свега, о неформалним разговорима са управом, али и разменом информација са другим акционарима.²⁵ Акционари ће се свакако одлучити на излазак из друштва када процене да је за њих исплативије да уложе у друго друштво.²⁶ Један од начина да се акционар приволи да не прода акције јесте да се награди за верност. Додатне гласове у том смислу треба схватити и као погодан инструмент за дисциплиновање управе. Имајући у виду да гласање није једини начин ангажовања акционара већ да се активност може изразити и на друге начине (на пример, постављањем питања на седници скупштине, вршењем увида у акта друштва), степен ангажовања сваког акционара у раду друштва појединачно није једноставно утврдити. Због тога, степен ангажовања акционара није потпуно подобан критеријум за оцену лојалности.

²⁰ Више о фидуцијарним дужностима у компанијском праву вид. у Ј. Лепетић (2015), 96 и даље.

²¹ Н. S. Birkmose, 735.

²² Вид. *ibid.*, 736.

²³ *Ibid.*, 723.

²⁴ *Ibid.*, 725.

²⁵ Тим средством ангажовања најчешће се служе институционални инвеститори. Dorothy S. Lund, „The Case against Passive Shareholder Voting“, *Journal of Corporation Law* 43(3)/2018, 501.

²⁶ Н. S. Birkmose, 724.

4. УПОРЕДНОПРАВНА РЕШЕЊА

Процена лојалности искључиво на основу временског критеријума, односно трајања својства акционара, подразумева промовисање дугорочних интереса привредног друштва и његове одрживости. Значај давања предности дугорочним над краткорочним интересима на тржишту капитала препознат је на нивоу Европске уније. О томе сведочи усвајање Директиве бр. 828/2017 о измени Директиве бр. 36/2007 о подстицању дугорочног ангажовања акционара.²⁷ Управо је економска криза била показатељ да су акционари обично подржавали директоре у преузимању краткорочних ризика, како је наведено у рециталу 2 те Директиве. Иако је реч о Директиви о дугорочном ангажовању акционара, у њој нису регулисани гласови за лојалност који јесу инструмент за подстицање дугорочног ангажовања акционара. О значају борбе против краткорочности, односно краткорочне перспективе на тржишту капитала на нивоу Европске уније говори и нови Акциони план Европске комисије: финансирање одрживог раста из 2018. године.²⁸ Ипак, ни у њему се не помињу акције за лојалност.

Могућност награђивања лојалних акционара додатним гласовима сама по себи не подразумева да је дозвољено издавање акција које дају право на више од једног гласа. Наиме, оно може да представља манифестацију приступа који подразумева везивање права на више гласова по акцији искључиво за лојалне акционаре.²⁹ У сваком случају, гласови за лојалност представљају изузетак од правила да једна акција носи један глас. Тако су, на пример, у француском праву, акције за лојалност дозвољене 1933. године као изузетак од забране акција које дају право на више гласова.³⁰ Другачије речено, награђивање лојалних акционара могуће је и у системима који су усвојили правило једна акција – један глас приликом издавања

²⁷ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, *OJ L* 132, 20. 5. 2017, 1–25. Више о правима акционара на нивоу Европске уније вид. у Мирко Васиљевић, Вук Радовић, Татјана Јевремовић Петровић, *Компанијско право Европске уније*, Београд 2012, 179–213.

²⁸ Вид. Акциони план: финансирање одрживог раста (*Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM/2018/097 final, Brussels, 8. 3. 2018), пар. 4.2, меру 10 која подразумева подстицање одрживог корпоративног управљања и спречавање краткорочне перспективе на тржиштима капитала. Акциони план је доступан на <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, 2. новембар 2018.

²⁹ Вид. А. Sacco Ginevri, 2.

³⁰ J. Delvoic, C. Clottens, 21.

акција. Издавање акција које дају право на више од једног гласа уобичајено је у САД-у, док је то у Европи ређе.³¹ Парадоксално, акције за лојалност су популарније у Европи него у САД-у.³² Тако је награђивање лојалних акционара додатним гласовима могуће у Француској и у Италији.

Право гласа које варира према трајању својства акционара је генерално дозвољено у САД-у.³³ И друга права акционара у вези са правом гласа такође могу да варирају према истом критеријуму. Тако, на пример, предлози акционара могу бити уврштени у прокси материјал након истека једне године према правилу 14а-8 америчке Комисије за трговање хартијама од вредности, док акционари могу предложити директора након три године према правилу 14а-11.³⁴ С друге стране, према правилима о укључењу акција на листинг Њујоршке берзе, специјална права гласа која се стичу протеклом временом у својству акционара постају забрањена након укључења на листинг, односно награђивања која утичу на право гласа издаваоци не смеју да одобре након укључења на листинг, али је то изузетно могуће ако берза процени да је оправдано.³⁵

У француском праву дозвољене су акције за лојалност – акције са двоструким правом гласа, које стиче акционар који је најмање две године законити ималац акције, када је то предвиђено актима друштва, а то се односи на акције које акционар већ поседује или акције које му се касније бесплатно издају.³⁶ Акције са двоструким правом гласа дозвољене су и у котираним друштвима, осим када је то искључено статутом, након измена Трговачког законика из 2014. године.³⁷ Дакле, за некотирана друштва важи да њиховим актима мора да буде омогућен режим гласова за лојалност да би се правило о награђивању примењивало, док за котирана друштва правило важи аутоматски, ако друштво не искључи његову примену.³⁸ Законодавац предвиђа квантитативно ограничење према боју гласова, па тако акције које акционар поседује бар две године могу дати максимално

³¹ Вид. Federico Cenzi Veneze, „The costs of control-enhancing mechanisms: how regulatory dualism can create value in the privatisation of state-owned firms in Europe“, *European Business Organization Law Review* 15(4)/2014, 4 (број страна према електронској копији доступној на бази *Westlaw*).

³² Tamara C. Belinfanti, „Shareholder Cultivation and New Governance“, *Delaware Journal of Corporate Law* 3/2014, 847.

³³ *Ibid.*, 833.

³⁴ A. Sacco Ginevri, 2–3.

³⁵ T. C. Belinfanti, 833.

³⁶ Вид. француски Трговачки законик (*Code de Commerce*), Art. L. 225–123.

³⁷ Француски Трговачки законик Art. L. 225–123.

³⁸ J. Delvoic, C. Clottens, 21.

двоструко већи број гласова, при чему су права везана за акционара а не за акције.³⁹ Дакле, специјално право гласа не преноси се са акцијама.

Опште је правило да се специјална права губе преносом акција, будући да се стичу протеком времена. Права која дају акције генерално се сматрају преносивим правима.⁴⁰ Специјална права су по правилу везана за акционара који је веран друштву, а не за саме акције. С друге стране, од тог правила постоје изузеци. Наиме, постоје случајеви када се акције преносе заједно са специјалним правом гласа. Такав пренос је оправдан у случају преноса акција између повезаних лица, на пример у случајевима наслеђивања или преноса акција између супружника, односно развода или наследника у директној линији.⁴¹ Такође, двоструко право гласа у француском праву опстаје и у случајевима статусних промена, када двоструко право гласа задржава одговарајуће друштво, зависно од врсте статусне промене.⁴² С друге стране, ти изузеци се не односе на дивиденде за лојалност.⁴³ На крају, треба истаћи да у француском праву акције за лојалност, односно акције које дају специјална права гласа или специјална економска права лојалним акционарима, не чине посебну класу акција јер је реч о правима везаним за акционаре, а не за акције.⁴⁴

Омогућавање награђивања лојалности је практична потреба у компанијском праву. О томе сведоче скорије измене италијанског законодавства које су уследиле након познатог случаја прекограничног спајања, када се италијанско акционарско друштво Фијат (*Fiat S.p.A.*) припојило свом зависном холандском друштву. То прекогранично спајање припајањем, које се одиграло 2014. године, било је, пре свега, резултат немогућности издавања акција које дају право на више гласова и награђивања лојалних акционара у Италији, што је, с друге стране, било могуће у Холандији, па је убрзало промену италијанског законодавства.⁴⁵ Наиме, исте године измењен

³⁹ Hans De Wulf, „Shares in EMCA: The Time is Ripe for True No Par Value Shares in the EU, and the 2nd Directive is Not an Obstacle“, *European Company and Financial Law Review* 2/2016, 252.

⁴⁰ Вид. више у Panagiotis Kon. Panagiotou, „The Disruption of the Principle of Indivisibility of the Share and the Assignment of Autonomous Voting Rights“, *Company Lawyer* 36(3)/2015, 3 (број страна према електронској верзији доступној на бази *Westlaw*).

⁴¹ Вид. Трговински законик, Art. L 225–124; A. Sacco Ginevri, 9, фн. 126.

⁴² *Ibid.*

⁴³ J. Delvoie, C. Clottens, 21.

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ Вид. Augusto Santoro *et al.*, „Deviations from the One Share – One Vote Principle in Italy: Recent Developments – Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares“, *Bocconi Legal Papers* 5/2015, 141–142. О сукобу закона и прекограничним спајањима

је италијански Грађански законик (чл. 2351, ст. 4).⁴⁶ Конкретно, нејавним акционарским друштвима је омогућено да издају акције које носе више од једног гласа, а јавним само изузетно, при чему су акције за лојалност дозвољене у јавним друштвима.⁴⁷ У италијанском праву најкраћи рок за остваривање повластица је најмање две године трајање својства акционара, при чему акционар може имати највише два гласа по једној акцији.⁴⁸

У појединим државама, награђивање лојалних акционара није регулисано, али јесте део праксе у пословању привредних друштава. Такав је случај у Холандији, будући да у пракси постоје специјална права лојалних акционара иако акције за лојалност нису предвиђене законом, при чему, с друге стране, нису ни забрањене.⁴⁹ На крају, у појединим државама акције за лојалност нису дозвољене. Оне су забрањене у Белгији, имајући у виду да је у тој земљи правило једна акција – један глас императивно.⁵⁰ Такође, акција не може да даје право на више од једног гласа у немачком праву.⁵¹

5. ПРЕПОРУКЕ ЗА РЕФОРМУ ДОМАЋЕГ ПРАВА

Тражећи свој пут у оквирима транзиције, Србија је предвидела строга правила о дужностима акционара која су својствена англо-саксонским правним системима. Лојалност акционара је тако постала уобичајена синтагма у компанијском праву. Иако у српском компанијском праву чак и акционари са значајним капитал учешћем имају посебне дужности према привредном друштву, законодавац не оставља простор за награђивање лојалности. Осим што није могуће издавати акције са више гласова, није могуће ни наградити лојалне акционаре додатним гласовима јер важи императивно правило једна акција – један глас. Награђивање лојалних акционара подразумева давање предности дугорочном стабилном пословању у односу на краткорочну добит која може значити и мањи притисак на директоре и осигурати поступање у најбољем интересу друштва.⁵² Уколико српски законодавац крене путем омогућавања награђивања лојалних

вид. у Татјана Јевремовић Петровић, *Прекогранична спајања друштава у праву ЕУ*, Београд 2010, 48.

⁴⁶ A. Santoro *et al.*, 141–142.

⁴⁷ *Ibid.*, 143.

⁴⁸ *Ibid.*, 165.

⁴⁹ J. Delvoie, C. Clottens, 21–22.

⁵⁰ *Ibid.*, 22.

⁵¹ Вид. немачки Закон о акцијама (*Aktiengesetz – AktG*), чл. 12, ст. 2.

⁵² A. Sacco Ginevri, 5.

акционара, чиме би промовисање интереса привредног друштва било настављено, биће потребно изменити разне одредбе не само закона којим су регулисана привредна друштва него и закона којим су уређени тржиште капитала и преузимање акционарских друштава. Реч је о одредбама које се односе на пренос акција и права из акција, стицање додатних акција од стране лојалних акционара и на понуду за преузимање акционарских друштава. С друге стране, не треба мењати одредбу о једнаком третману акционара у Закону о привредним друштвима. Награђивање лојалних акционара је у складу са општим принципом о једнаком третману акционара јер се награђују сви акционари који су у истом правном положају. Наиме, оно је установљено у интересу друштва и пропорционално услову за који је везано, па у том смислу не утиче на систем гласања и права других акционара.⁵³

Слобода избора као манифестација принципа аутономије воље треба да буде идеја водиља законодавца приликом регулисања тог питања.⁵⁴ Другим речима, акционарима треба оставити избор да одлуче шта је за њих најбоље, односно да ли желе да се систем награђивања лојалних акционара примени у конкретном друштву, да дефинишу период трајања својства акционара који квалификује акционаре за награђивање и сам модалитет награђивања. У том контексту, може се поставити питање да ли за акционаре који се нису сагласили са награђивањем лојалних акционара додатним гласовима у одређеном друштву треба предвидети право на излазак из друштва, односно право несасгласних акционара на откуп акција када се могућност награђивања уводи у друштво након његовог оснивања. С обзиром на то да није реч о посебној класи акција већ о специјалним правима која може стећи сваки ималац обичне акције, што треба разликовати од ситуације када друштво донесе одлуку да изда акције које дају право на више гласова у законодавствима у којима је то дозвољено, одговор би требало да буде одричан.⁵⁵ Такође, омогућавање изласка из друштва тим акционарима могло би се негативно одразити на друштво због потребних новчаних средстава за исплату тих акционара.⁵⁶ Законодавац треба да предвиди најкраћи период лојалности чији истек квалификује акционара да буде награђен, остављајући могућност акционарима да предвиди дужи рок. Додатно, законодавац може ограничити максималан број гласова за лојалност по једној акцији и укупан број гласова за лојалност по акционару.

⁵³ *Ibid.*, 8.

⁵⁴ Тако и J. Delvoie, C. Clottens, 24.

⁵⁵ Такво је решење прихватио италијански законодавац. A. Santoro *et al.*, 166.

⁵⁶ Вид. критички поглед на права несасгласних акционара генерално у Мирко Васиљевић, Вук Радовић, „Теоријске основе права несасгласних акционара“, *Анали Правног факултета у Београду* 3/2017, 16–22.

Када је реч о преносу акција и преносу права из акција, према Закону о привредним друштвима, на пренос права из акција и ограничења права из акција примењује се Закон о тржишту капитала, који промовише неограничен пренос права из финансијских инструмената, осим када је то законом забрањено.⁵⁷ Права се преносе заједно са финансијским инструментом.⁵⁸ Због тога треба прецизирати да се специјална права за верност не преносе заједно са акцијама већ престају. Изузетке такође треба предвидети по угледу на француско решење.

Осим питања опстанка специјалних права у случајевима преноса акција, важно је одговорити и на питање да ли се специјална права односе и на акције које накнадно стекне акционар који има специјално право гласа по основу лојалности. Другим речима, да ли и новостечене акције истог друштва треба да дају специјално право гласа том акционару.⁵⁹ Имајући у виду да је реч о доказано верном акционару, нема разлога не признати му специјална права на основу нових акција.⁶⁰ Такав став оправдава чињеница да се специјална права лојалних акционара не везују за акције већ за њих саме. С друге стране, треба имати у виду да је главни циљ награђивања лојалних акционара подстицање мањинских акционара на веће ангажовање. Уколико стицањем акција акционар престане да буде мањински, та сврха награђивања неће бити остварена. Наиме, контролни акционари су, према природи ствари, заинтересовани за управљање друштвом и у том смислу ангажовани. Тај проблем се адекватно решава предвиђањем максималног броја гласова за лојалност које може имати један акционар.

Следеће важно питање односи се на обавезу објављивања понуде за преузимање коју би могао имати лојални акционар као последицу награђивања. Стицање додатних гласова не треба изједначити са стицањем акција, па правило о обавезном објављивању понуде не треба применити. Такође, акције и варанти који су издати за лојалност као награда лојалним акционарима треба да буду изузети од општег правила о обавезном објављивању понуде за преузимање. Награда би се претворила у омчу око врата лојалном акционару ако би се то правило применило без изузетка. Без правилног третмана, извесност награђивања постала би мотив за продају акција пре истека тзв. периода лојалности. Додатно, специјална права гласа требало би да буду суспендована када се одлучује о мерама одбране о преузимању, као

⁵⁷ ЗОПД, чл. 248; Закон о тржишту капитала – ЗОТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016, чл. 6, ст. 1.

⁵⁸ ЗОТК, чл. 228, ст. 2

⁵⁹ A. Sacco Ginevri, 10.

⁶⁰ *Ibid.*

и на првој седници скупштине након преузимања, да би преузималац могао да промени акте друштва или да именује, односно разреши чланове управе, ако се законодавац определи да суштински прихвати тзв. правило о пробијању. С друге стране, правилом о пробијању из Директиве бр. 25/2004 о понудама за преузимање нису обухваћене акције за лојалност, односно акције које протеком времена дају више гласова лојалном акционару, а које не чине посебну класу акција.⁶¹

Увођење награђивања лојалних акционара којим јача право гласа у друштвима у којима постоји акционар са високим процентом капитал учешћа може се свести на механизам јачања контроле. Због тога, приликом доношења одлуке о дозвољавању награђивања лојалних акционара у конкретном друштву фокус мора да буде на већини која је неопходна да би одлука била усвојена, односно на већини која је потребна за примену правила о награђивању. Према томе, треба инсистирати на већој већини од обичне за доношење ове одлуке. Већа већина гарантује заштиту мањинских акционара, чак и у случајевима када се награда састоји у издавању вараната за лојалност, имајући у виду да само већински акционари могу, на пример, бити заинтересовани за нове акције.⁶² Период лојалности би требало да обухвата само период у којем је акционар законити ималац акције и током којег акције није дао у зајам. Ако се, на пример, лојалност награђује варантом за лојалност, зајам акција би требало да подразумева да права из варанта престају.⁶³ У сваком случају, увођење могућности награђивања акционара додатним гласовима ограничава моћ управе која по правилу расте са апатијом акционара. Може се очекивати да би на тај начин акционари били одвраћени од продаје својих акција, чиме би био афирмисан дугорочни интерес привредног друштва.

6. ЗАКЉУЧАК

Акције за лојалност се обично дефинишу као акције које дају право на више гласова иако је у правном смислу реч о специјалним

⁶¹ Thomas Papadopoulos, „Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive“, *Takeover Regulation: A Legal Approach*, Icfai Books, Icfai University Press (IUP), Icfai University, 2008, 7, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114671, 20. децембар 2018; Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, *OJ L* 142, 30. 4. 2004, 12–23. Више о правилу пробијања вид. у Вук Радовић, *Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле*, Београд 2008, 219–254.

⁶² Вид. Patrick Bolton, Frédéric Samama, „Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors“, *Journal of Applied Corporate Finance* 25(3)/2013, 44.

⁶³ Вид. *ibid.*, 46.

правима гласа акционара, односно о гласовима за лојалност које акције дају лојалним акционарима, што је уједно и дефиниција акција за лојалност у ужем смислу. У ширем смислу, тај појам обухвата различите модалитете награђивања лојалних акционара. Награда лојалним акционарима се може састојати у додатним гласовима, додатној дивиденди, специјалним правима у вези са процедуром за уврштење предлога у дневни ред за седницу скупштине, специјалним правима на награду за присуствовање седници, варантима за лојалност и бесплатним акцијама. У акције за лојалност у ширем смислу спадају акције које дају специјална права лојалном акционару и акције које су акционару издате за лојалност. С друге стране, акције за лојалност у ужем смислу нису ништа друго до специјална права која лојални акционари имају на основу акција. Под акцијама за лојалност се најчешће подразумевају специјална права гласа лојалних акционара, односно додатни гласови за лојалност које дају обичне акције чији је ималац лојални акционар.

Награђивање лојалности акционара је актуелна тема у компанијском праву на светском нивоу. На европском континенту, у скорије време су реформисана поједина законодавства, што је, пре свега, резултат практичне потребе у времену у којем су прекограничне промене седишта и прекогранична спајања друштава редовна појава. Имајући у виду да је у српском праву императивно правило једна акција – један глас, награђивање лојалности додатним гласовима није дозвољено. Реформа домаћег права је у том погледу пожељна из више разлога. Први је потреба популаризовања форме акционарских друштава додавањем значаја принципу аутономије воље. Акционарима треба оставити могућност да одлуче да ли ће се правило о награђивању лојалних акционара примењивати или неће. Фокус мора да буде на већини која је неопходна да би одлука била усвојена на седници скупштине акционара. Потребна већина за доношење одлуке о укључењу или искључењу правила о награђивању лојалних акционара треба да буде квалификована да би се адекватно заштитили мањински акционари. Омогућавање награђивања лојалних акционара додатним гласовима поспешило би активизам акционара који је препознат као важан циљ у модерном корпоративном управљању. Реформа домаћег права би омогућила да лојалност не буде само обавеза одређених чланова друштва већ и услов за награђивање свих акционара, што би их подстакло да се дуготрајније вежу за друштво и одвратило их од продаје акција. Наиме, правило о награђивању лојалних акционара би допринело промовисању интереса привредног друштва који је препознат као посебан интерес у нашем праву.

Награђивање лојалних акционара додатним гласовима само по себи не би значило прихватање система у којем је дозвољено издавање акција са различитим бројем гласова. Наиме, издавање

акција које дају право на више гласова, а које би чиниле класу обичних акција и даље би било забрањено. С друге стране, правило једна акција – један глас више не би било императивно, али би и даље било начелно прихваћено. Решење да право гласа зависи од трајања својства акционара друштва представља средње решење између две крајности – система у којима важи правило једна акција – један глас и система у којима је дозвољено издавање акција које дају различита права гласа.

Одређење лојалности као услова за награђивање кључно је за регулисање овог питања. Лојалност првенствено треба одређивати према трајању својства акционара једног привредног друштва. Процена лојалности на основу временског критеријума је једноставна и подразумева промовисање дугорочних интереса привредног друштва и његове одрживости. Управо је тај приступ у складу са циљевима Директиве бр. 828/2017 о подстицању дугорочног ангажовања акционара, којом је дата предност дугорочним над краткорочним интересима на тржишту капитала на нивоу Европске уније. Период лојалности би требало да обухвата само период у којем је акционар законити ималац акције и током којег акцију није дао у зајам. Додатни критеријум би било поступање у складу са дужношћу лојалности за акционаре који ту дужност имају, а евентуално и степен ангажовања акционара у погледу гласања.

Законодавац може предвидети разна квантитативна и квалитативна ограничења награђивања додатним гласовима. Тако се може ограничити број гласова по акцији или укупан број гласова по акционару на основу лојалности, али и према предмету гласања, па се специјално право гласа може односити само на поједина питања. Уколико законодавац крене путем реформи, осим уношења нове одредбе о награђивању, биће неопходно променити одредбе о преносу акција и права из акција, стицању додатних акција од стране лојалних акционара и о преузимању акционарских друштава, које се налазе у различитим законима. Конкретно, треба прецизирати да се специјална права за верност не преносе заједно са акцијама већ да престају, осим у таксативно предвиђеним случајевима. Лојалним акционарима треба признати специјална права и из нових акција будући да се специјална права везују за акционаре, а не за акције. Акције за лојалност треба да буду изузете од правила о обавезној јавној понуди за преузимање, при чему свака акција треба да даје један глас на седници скупштине на којој се одлучује о мерама одбране од преузимања, као и на првој седници скупштине након преузимања. Та реформа домаћег права може бити први корак ка увођењу непропорционалног гласачког система у акционарским друштвима, односно система у којем је дозвољено издавање акција које дају право на више од једног гласа, или остати трајно решење.

ЛИТЕРАТУРА (REFERENCES)

- Belinfanti, T. C., „Shareholder Cultivation and New Governance“, *Delaware Journal of Corporate Law* 3/2014.
- Birkmose, H. S., „You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting“, *European Business Law Review* 20/2009.
- Bolton, P., Samama, F., „Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors“, *Journal of Applied Corporate Finance* 25(3)/2013.
- Cenzi Venezze, F., „The costs of control-enhancing mechanisms: how regulatory dualism can create value in the privatisation of state-owned firms in Europe“, *European Business Organization Law Review* 15(4)/2014.
- Dallas, L. L., Barry, J. M., „Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting“, *Delaware Journal of Corporate Law* 40/2016.
- De Wulf, H., „Shares in EMCA: The Time is Ripe for True No Par Value Shares in the EU, and the 2nd Directive is Not an Obstacle“, *European Company and Financial Law Review* 2/2016.
- Delvoie, J., Clottens, C., „Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares“, *Law and Financial Markets Review* 9(1)/2015.
- Јевремовић Петровић, Т., *Прекогранична спајања друштava у праву ЕУ*, Београд 2010. (Јевремовић Петровић, Т., *Прекогранична спајања друштava и праву ЕУ*, Београд 2010)
- Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд 2009. (Јовановић, Н., *Berzansko pravo*, Београд 2009)
- Лепетић, Ј., *Компанијскоправни режим сукоба интереса – дужност лојалности*, Београд 2015. (Lepetić, J., *Компанијскоправни режим sukoba interesa – dužnost lojalnosti*, Београд 2015)
- Лепетић, Ј., „Једнак третман акционара – правно правило или принцип“, *Правни живот* 11/2018. (Lepetić, J., „Jednak tretman akcionara – pravno pravilo ili princip“, *Pravni život* 11/2018)
- Лепетић, Ј., „Активизам акционара“, *Право и привреда* 10–12/2018. (Lepetić, J., „Aktivizam akcionara“, *Pravo i privreda* 10–12/2018)
- Lund, D. S., „The Case against Passive Shareholder Voting“, *Journal of Corporation Law* 43(3)/2018.
- Panagiotou, P. Kon., „The Disruption of the Principle of Indivisibility of the Share and the Assignment of Autonomous Voting Rights“, *Company Lawyer* 36(3)/2015.
- Papadopoulos, T., „Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive“, *Takeover Regulation: A*

- Legal Approach*, Icfai Books, Icfai University Press (IUP), Icfai University, 2008.
- Радовић, В., *Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле*, Београд 2008. (Radović, V., *Mere odbrane akcionarskog društva od preuzimanja kontrole*, Beograd 2008)
- Sacco Ginevri, A., „The rise of long-term minority shareholders’ rights in publicly held corporations and its effect on corporate governance“, *European Business Organization Law Review* 12(4)/2011.
- Santoro, A. *et al.*, „Deviations from the One Share – One Vote Principle in Italy: Recent Developments – Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares“, *Bocconi Legal Papers* 5/2015.
- Siems, M. M., „With Great Power Comes Great Responsibility: Ideal and Real Types of Shareholders“, *Shareholders’ duties* (ed. H. S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017.
- Strand, T., „An Economic View on Shareholder Duties in Corporate Governance“, *Shareholders’ duties* (ed. H. S. Birkmose), Alphen aan den Rijn 2017.
- Васиљевић, М., Радовић, В., Јевремовић Петровић, Т., *Компанијско право Европске уније*, Београд 2012. (Vasiljević, M., Radović, V., Jevremović Petrović, T., *Kompanijsko pravo Evropske unije*, Beograd 2012)
- Васиљевић, М., Радовић, В., „Теоријске основе права несагласних акционара“, *Анали Правног факултета у Београду* 3/2017. (Vasiljević, M., Radović, V., „Teorijske osnove prava nesaglasnih akcionara“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu* 3/2017)

Jelena Lepetić, PhD

Assistant Professor

University of Belgrade, Faculty of Law

MULTIPLE VOTES AS A REWARD TO LOYAL SHAREHOLDERS: A REFORM PROPOSAL

Summary

In this paper, the author analyses shareholders' multiple voting rights as a reward for their loyalty. Firstly, the definition of loyalty shares is provided both in the narrow and wider sense. Furthermore, the notion of loyalty as a condition for being rewarded, as well as the criteria for determining loyalty in company law, is specially examined. Bearing in mind the solutions in representative comparative legal systems, the author proposes the reform of national company law. Finally, the author points to the fact that the reward provision should be included in the Serbian Companies Act while the relevant provisions of the Capital Market Act and Takeover Act should be amended in order to allow successful reform. Implementation of the reform would allow loyalty in company law, not only linked to special duties, but also to special rights that a shareholder can acquire as a reward for loyalty to the company.

Key words: *Loyalty shares.* – *Loyal shareholders.* – *Shareholders' voting rights.*

Article history:

Received: 10. 1. 2019.

Accepted: 15. 3. 2019.