

УТИЦАЈ АГЕНЦИЈСКИХ ПРОБЛЕМА НА ПРАВО АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА И КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ*

1. Појам агенцијских проблема и агенцијских трошкова

Појам агенцијског проблема је настао у економској доктрини као начин објашњења бројних животних ситуација у којима већи број лица на различите начине учествује у одређеном заједничком подухвату, при чему су интереси барем једног учесника потенцијално неконвергентни интересима других учесника, а то лице има могућност да на основу добијеног овлашћења дискреционо доноси одлуке којима утиче на успех заједничког подухвата. Према томе, основне претпоставке постојања агенцијског проблема су:

1) постојање заједничког подухвата у коме учествују најмање два лица;

2) потенцијална неконвергентност интереса најмање једног учесника у односу на интересе других учесника;

3) учесник са потенцијално другачијим интересима има овлашћење од других учесника да доноси одлуке којима може утицати на успех заједничког подухвата; и

4) добијено овлашћење даје учеснику са потенцијално другачијим интересима одређен степен дискреције у доношењу одлука.

Поједностављено посматрано, добробит једног лица зависи од радњи предузетих од стране другог лица. Користећи се правном терминологијом, проблем се испољава у односима принципала (властодавца) и агента (заступника). Принципал преноси овлашћење за доношење одлука на свог агента, за кога се претпоставља да ради за рачун властодавца. „Та претпоставка подразумева да пуномоћник увек има на уму интересе свог принципала и у складу са њима доноси своје одлуке. Ово не мора увек да буде случај и пуномоћник може властите интересе да претпостави интересима свог властодавца. Како принципал нема потпуне информације о томе шта ради његов пуномоћник, њему је

* Рад је резултат рада на пројекту Правног факултета Универзитета у Београду: „Развој правног система Србије и хармонизација са правом ЕУ – правни, економски, политички и социолошки аспекти (2007)“.

тешко да прати и контролише да ли се у најбољој мери остварује његова воља и интерес.”¹ Отуда се агенцијски проблеми свде на питање у којој мери и на које начине принципал може да обезбеди рад агента у жељеном правцу.²

Скоро сваки уговорни однос у коме једна уговорна страна обећава да ће вршити радње за другу уговорну страну је потенцијални предмет агенцијског проблема.³ Ако обе стране у односу желе да постигну што већу корист за себе, „постоји добар разлог за веровање да агент неће увек радити у најбољем интересу принципала”.⁴ Суштина проблематике се своди на следећу поставку: агент поседује знатно више релевантних информација од свог принципала, те принципал не може без великих трошкова да буде уверен да агент врши радње на уговорени начин.⁵ Информациона асиметрија је иманентна карактеристика свих агенцијских односа. Отуда, агент има подстицај да врши радње опортунистички, смањујући квалитет свог рада или преусмеравајући себи неке од користи обећаних принципалу.⁶

Принципал лимитира неконвергентност интереса вршењем надзора (лично или преко неког трећег лица) над радом агента или коришћењем разноврсних подстицајних механизма за уједначавање интереса. У одређеним ситуацијама и агент ће бити обавезан да сноси одговарајуће трошкове у виду гарантовања да неће предузимати радње које могу шкодити принципалу или да ће накнадити трошкове принципалу у случају да такве радње буду предузете. Трошкови које

¹ Мирољуб Лабус, „Основи економије – савремена теорија и примена”, Југословенска књига, Београд, 1995., стр. 95.

² Оксфордски економски речник дефинише агенцијски проблем на следећи начин: „Проблем како лице А може да мотивише лице Б да ради у корист лица А, а не да следи сопствени интерес.” Наведено према: „Корпоративно управљање – приручник”, International Finance Corporation, Београд, 2007., стр. 27, фуснота 2.

³ „Агенцијски однос је споразум у коме једно или више лица (принципал) делегира овлашћења на друго лице (агент) да врши радње за принципала.” Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, „Corporate Control Transactions”, Yale Law Journal, бр. 91 из 1982. године, стр. 700.

⁴ Michael C. Jensen & William H. Meckling, „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, The Journal of Financial Economics, бр. 3 из 1976. године, стр. 308.

⁵ Види: Henry Hansmann & Reinier Kraakman, „Agency Problems and Legal Strategies”, у: Reinier R. Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock, „The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach”, Oxford University Press, 2005., стр. 21.

⁶ „Дивергентни интереси између менаџера, постојећих и будућих инвеститора увек постоји. Они се испољавају као принципал-агент проблем, односно опортунистичко понашање менаџера у извршењу уговора.” Александра Јовановић, „Увод у економску анализу права”, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 1998., стр. 128-129.

сносе принципал и агент у циљу обезбеђивања рада агента у интересу принципала се називају агенцијски трошкови.⁷ Они треба да осигурају принципала да ће агент извршавати поверене му послове на најоптималнији начин посматрано из угла интереса принципала.⁸ Није могуће свести агенцијске трошкове на нулу, али је економски и правно изазовно пронаћи механизме којима се уз минималне трошкове остварује конвергенција интереса.

2. Три агенцијска проблема у праву акционарских друштава

И поред широког домена примене, агенцијски проблеми се данас доминантно проучавају у оквиру права акционарских друштава. Акционарско друштво претпоставља постојање великог броја учесника (носилаца ризика пословања друштва), који немају истоветне интересе. Контролни акционари, чланови управе, мањински акционари, повериоци друштва, запослени у друштву, деле један минимум заједничких интереса, који се огледа у жељи за успешним пословањем друштва. Међутим, сваки од ових учесника има и партикуларне интересе, који не морају кореспондирати са интересом друштва као целине. Примера ради, већински акционар који је себе поставио за генералног директора жели да присвоји високу накнаду, члан управе жели да искористи пословну могућност друштва у личне сврхе, мањински акционари траже расподелу дивиденди и ако то за друштво не би било исплативо. Агенцијски проблеми се испољавају у свим оним случајевима када један од учесника има могућност да дискреционо доноси одлуке које остварују значајне ефекте и на друге учеснике. Због опасности да ће тим одлукама остваривати личне интересе, уместо заједничких, настају потенцијални конфликти.

⁷ Више о агенцијским трошковима види: Michael C. Jensen & William H. Meckling, *нав. чланак*, стр. 308-310.

⁸ Једноставан пример проблема агенцијских трошкова представља одређивање јемства за пуштање на слободу окривљеног коме је одређен притвор. Суд се налази у деликатној ситуацији, јер треба да одлучи да ли да дозволи окривљеном да се брани са слободе или да остане у притвору. Ако суд одлучи да окривљени треба да буде под сталним надзором (тј. да остане у притвору), трошкови су значајни (храна, смештај, чувари), а сноси их држава (фигуративно, принципал). Алтернативно, суд се може задовољити обећањем окривљеног (фигуративно, агента) да се неће крити и без одобрења напуштати своје боравиште уз полагање одређеног јемства (на пример, у новцу, хартијама од вредности, драгоценостима). У случају да прекрши забрану, окривљени губи средства дата у јемство. Овај пример илуструје како се проблематика агенцијског проблема и агенцијских трошкова може проширити ван оквира уговорног односа принципала и агента. Наведено према: Stephen M. Bainbridge, „*Corporation Law and Economics*”, Foundation Press, New York, 2002., стр. 36, фуснота 22.

У оквиру акционарског друштва се издвајају три основна агенцијска проблема:⁹

- 1) однос управе и акционара – први агенцијски проблем;
- 2) однос контролног и мањинских акционара – други агенцијски проблем; и
- 3) однос друштва (контролни акционар и/или управа) и других носилаца ризика пословања друштва – трећи агенцијски проблем.

Први и други агенцијски проблем се међусобно искључују, јер у одређеном тренутку у једном акционарском друштву може доминирати само један од ова два проблема. Који ће агенцијски проблем преовладати, зависи од структуре акционарства у друштву. Први агенцијски проблем је карактеристичан за дисперзовано акционарство, док се други агенцијски проблем везује за постојање контролног акционара.¹⁰ За разлику од претходна два, трећи агенцијски проблем не зависи од структуре акционарства и присутан је у свим акционарским друштвима.

Значајан део права акционарских друштава покушава да успостави правила игре којима би се умањили агенцијски проблеми и успоставила равнотежа између интереса свих учесника корпоративног подухвата.¹¹ Међутим, та правила остављају друштвима велику слободу да сама покушају својим интерним прописима да развију добру корпоративну праксу и прилагоде апстрактне прописе својим потребама. На тој основи је и настало корпоративно управљање, иза ког стоји идеја ефикасног решавања агенцијских проблема уз минимизирање агенцијских трошкова. Највећим делом корпоративно управљање је фокусирано на решавање првог агенцијског проблема, док се другим и нарочито трећим агенцијским проблемом више баве компанијско право и друге гране права (на пример, радно право и право потрошача).¹²

⁹ О акционарском друштву као „мрежи агенцијских односа” види: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *нав. чланак*, стр. 700.

¹⁰ Види: Paul L. Davies, „*The Board of Directors: Composition, Structure, Duties and Powers*”, *Company Law Reform in OECD Countries – A Comparative Outlook of Current Trends*, Штокхолм, 2000., стр. 2-3, интернет адреса: www.oecd.org/dataoecd/21/30/1857291.pdf.

¹¹ Види: Henry Hansmann & Reinier Kraakman, „*What is Corporate Law*”, у: Reinier R. Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock, *нав. дело*, стр. 2.

¹² Види: Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 2.

3. Први агенцијски проблем – однос акционара и управе

а) Садржина

У материји права акционарских друштава однос принципала и агента је највидљивије изражен у односу акционара и управе. Формулисање правила која треба да обезбеде да чланови управе врше радње у корист друштва, а не у сопствену корист, једна је од идеја водила корпоративног управљања.¹³ У теорији је однос акционара и управе познат као први агенцијски проблем. Он је посебно изражен у друштвима у којима доминира дисперзовано акционарство. Постојање великог броја ситних акционара доводи до раздвајања власничких права у друштву од управљања друштвом. Још 1932. године су *Bearle* и *Means* указали на „еволуцију контроле” унутар акционарских друштава. Раздвајајући пет различитих врста контроле, указано је да емпиријски подаци говоре у прилог доминантности контроле од стране управе, и то оних друштава код којих је „својина у великој мери подељена, тако да ниједан појединац или мала група немају мањински пакет довољан за доминацију пословањем друштва”. Како су „са већом дисперзијом власништва над компанијом, својина и контрола над њом све мање и мање бивали у истим рукама” то и „управа постаје самодовољно тело, чак и ако је њихово капитал-учеће незнатно”.¹⁴ Ово раздвајање је ефикасно, јер омогућава специјализацију извршења обавеза, „акционари обезбеђују капитал, а чланови управе предузетничке и организационе вештине”.¹⁵ Преношењем овлашћења на управу омогућава се способним менаџерима, који не располажу великим богатством, да управљају друштвима, док се у исто време даје могућност богатим лицима да инвестирају, иако не поседују менаџерске способности.¹⁶

У друштвима са дисперзованим акционарством, акционари не могу да врше потпуни надзор над радом чланова управе, нити могу да се директно укључе у доношење свих пословних одлука.¹⁷ Због тога

¹³ „Једно од основних питања из домена корпоративног права представља проблем односа пословодства и акционара, односно механизма којим се обезбеђује да пословодство делује у интересу акционара.” Зоран Арсић, „Презузимање контроле као облик надзора над радом пословодног органа”, Право и привреда, бр. 11-12/95, стр. 19.

¹⁴ Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, „*The Modern Corporation and Private Property*”, Harcourt, Brace & World, Inc., New York, 1968., стр. 66-111.

¹⁵ Amnon Mandelbaum, „*Economic Aspects of Takeovers Regulation with Particular Reference to New Zealand*”, у: John Farrar, „*Takeovers – Institutional Investors and the Modernization of Corporate Laws*”, Oxford University Press, 1993., стр. 205.

¹⁶ Види: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *нав. чланак*, стр. 700.

¹⁷ „Један власник ситног удела у својини над корпорацијом нема интереса да надзире менаџмент зато што би трошкови ове активности били за њега превисоки, а нема ни

чланови управе имају велику дискрецију у домену свакодневног управљања друштвом.¹⁸ Они могу својим поступцима да утичу на смањивање вредности друштва, повећавајући агенцијске трошкове, што представља корен првог агенцијског проблема.

Постојање агенцијског проблема има ефекта на следеће одлуке чланова управе: 1. колики напор да уложе у извршавању својих обавеза; 2. какве погодности да себи обезбеде; и 3. које стратегијске и пословне могућности да искористе. Приликом доношења сваке од ових одлука, интереси чланова управе се не морају поклапати са интересима акционара. Примера ради, у погледу првог питања, треба узети у обзир да због чињенице да чланови управе сnose све трошкове свог рада, а не уживају у свим користима које друштво од тога има, они неће уложити оптималан напор у извршавању својих обавеза. Супротно, чланови управе уживају у свим погодностима које себи приуште, због чега имају подстицаја да их повећавају.¹⁹ Такође, чланови управе доносе бројне пословне и стратегијске одлуке под утицајем својих интереса, а не интереса друштва којим управљају.²⁰ Жеља за стварањем пословне империје, која повећава њихов престиж, утицај и накнаду, може бити разлог за иницирање статусних промена, упућивање јавних понуда за преузимање или неких других инвестиционих одлука које могу неповољно утицати на интересе акционара. Неefикасни чланови управе могу предузети и бројне мере одбране од преузимања, којима

могућности утицаја на понашање менаџера зато што је његов удео у власништву занемарљив. Стога је за ситног власника природна позиција слепог путника (*free rider*) у којој он очекује од других власника одговарајући, позитиван утицај на менаџмент у правцу ефикасности, од кога би и он сам профитирао без труда и трошка. А пошто је власништво дисперзирано, то се сви власници понашају на исти начин – пасивно ишчекују да посао обави неко други и, да не постоје лекови за проблем, власници би остали без икаквог утицаја на менаџмент.” Борис Беговић, Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић, Драгор Хибер, „*Унапређење корпоративног управљања*”, ЦДДС, Београд, 2003., стр. 15.

¹⁸ „Менаџери стичу значајна резидуална контролна права, која им обезбеђују дискрецију у вези са начинима алоцирања средстава инвеститора.” Thomas Clarke, „*International Corporate Governance – a Comparative Approach*”, Routledge, 2007., стр. 24.

¹⁹ Види: Lucian Aye Bebchuk & Jesse M. Fried, „*Pay Without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*”, Harvard University Press, 2004., стр. 16.

²⁰ „Раздвајање власништва од контроле условило је настанак бројних конфликта интереса између пасивних власника и активних менаџера. У суштини, менаџери се не разликују од других појединаца када се суочавају са економским избором; са циљем максимизирања сопствене користи од њих се може очекивати да поступају на начин на који поступају други појединци приликом доношења дискреционих одлука... Жеља менаџера за максимизирањем сопствене користи не води по природи ствари одлукама којима се максимизује вредност друштва.” James D. Cox, Thomas Lee Hazen & F. Hodge O’Neal, „*Corporations*”, Aspen Law & Business, 1997., стр. 38.

учвршћују сопствене позиције, без обзира на то да ли је упућена јавна понуда за преузимање повољна за акционаре циљног друштва. На тај начин се умањују позитивни ефекти тржишта корпоративне контроле, које служи заштити интереса акционара.

У таквом систему, увећана је могућност злоупотреба од стране управе, а отежана координирана акција заштите права од стране акционара. Отуда се у државама са преовлађујућим дисперзованим акционарством као основно питање за компанијско право и корпоративно управљање поставља како смањити трошкове дисперзованог акционарства и први агенцијски проблем.²¹

б) Начини разрешења

Неко може да помисли да је најједноставнији и најефикаснији начин разрешења првог агенцијског проблема промена органа надлежног за доношење одлука, где би се одузело овлашћење управи (агентима), а исто пренело на скупштину акционара. Иако би на овај начин нестао први агенцијски проблем, трошкови ове стратегије би били несразмерно велики. Акционари би себе лишили свих користи да друштвом руководи мали број експерата, посвећених свом послу. У великим акционарским друштвима централизовани менаџмент је *conditio sine qua non* ефикасног управљања друштвом, те се први агенцијски проблем не може једноставно елиминисати. Из наведених разлога, компанијско право је обазриво у погледу преношења овлашћења на скупштину акционара.²²

Два незадовољавајућа, али теоријски могућа, начина уређења првог агенцијског проблема су: 1) перманентан и свеобухватан надзор акционара над радом управе; и 2) свеобухватан уговор између друштва и чланова управе.²³ У оба случаја се јављају неразрешиви проблеми. Прво, због постојања асиметрије информација, акционари нису у стању да врше адекватан надзор над радом управе. Друго, није могуће формулисање свеобухватног уговора који би регулисао све правно релевантне ситуације у којима се може наћи члан управе у току вршења својих послова.²⁴ Чак и када би такав уговор био могућ, он никада не би

²¹ Комбиновани кодекс корпоративног управљања (*The Combined Code on Corporate Governance*) Велике Британије из 2006. године сву пажњу усмерава ка првом агенцијском проблему, што не треба да чуди имајући у виду доминацију дисперзованог акционарства у овој држави.

²² Види: Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 4-5.

²³ „Проблем се састоји у следећем: како се будуће околности не могу антиципирати, комплетан уговор није могућ.” Thomas Clarke, *нав. дело*, стр. 24.

²⁴ Види: Борис Беговић, Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић, Драгор Хибер, *нав. дело*, стр. 13.

могао да обухвати и приватне информације које ће током управљања постати доступне члановима управе.²⁵

Право акционарских друштава и корпоративно управљање су развили велики број начина уређивања односа акционара и управе, а шест стратегија за заштиту принципала се издвајају као најзначајније: 1) давање права акционарима да разреше постојеће и изаберу нове чланове управе; 2) обавезивање чланова управе да поштују стандарде понашања приликом извршавања својих обавеза (дужност пажње и дужност лојалности) и одговорност за неиспуњење ових дужности; 3) директан или индиректан надзор над радом чланова управе; 4) давање већих овлашћења скупштини акционара; 5) коришћење других правних инструмената којима се чланови управе подстичу да радње врше у интересу друштва и акционара као целине; и 6) развој тржишта корпоративне контроле.

1) Избор и разрешење чланова управе

Избором адекватног лица на одговарајућу управљачку позицију скупштина акционара може превентивно да утиче на развој првог агенцијског проблема. Због тога корпоративно управљање посебну пажњу посвећује условима за избор и поступку избора чланова управе. Најпрепоручљивије је да услове за избор члана управе пропише скупштина акционара имајући у виду нарочито природу делатности и циљеве друштва. Ти услови могу да буду општи, ако се односе на све чланове, и посебни, ако се односе само на поједине чланове управе (на пример, председника управног одбора). Прописивањем услова заснованих на објективним критеријумима, скупштина акционара може *ex ante* да онемогући избор нестручних и неискусних лица, који немају довољно слободног времена да се посвете извршавању својих задатака.²⁶

Поступак избора чланова управе треба да буде унапред прописан и да се примењује у сваком појединачном случају. Он обухвата, пре свега, право акционара да предлажу кандидате за чланове управе. Скоро сва законодавства дају акционарима активну легитимацију за подношење предлога за именовање чланова управе.²⁷ Поред права на

²⁵ Види: Davis Scharfstein, „*The Disciplinary Role of Takeovers*”, Review of Economic Studies, бр. LV из 1988. године, стр. 186.

²⁶ Више о условима за избор чланова управног одбора види: српски Кодекс корпоративног управљања („Службени гласник РС”, бр. 1 из 2006. године, од сада: Кодекс КУ), чл. 155-162.

²⁷ У том погледу, холандски експеримент на овом пољу корпоративног управљања је изузетак од општеприхваћеног правила. Види: Peter Roosenboom & Tjalling van der Goot, „*Takeover Defenses and IPO Firm Value in the Netherlands*”, 2003., ERIM Report

предлагање, акционари у поступку избора треба да буду информисани о испуњености услова и разлозима за избор одређеног кандидата, а потребно је да се уз предлог за избор одређеног кандидата приложе биографски и сви други подаци који могу бити од значаја за акционаре приликом одлучивања о избору (на пример, професионалне квалификације и искуство, послови које тренутно обавља, извештај о процени дотадашњег рада у управи у случају предлога за поновни избор, подаци неопходни за процену независности, и сл.).²⁸

Право скупштине акционара да разреши члана управе чијим је радом незадовољна представља најочигледнији начин испољавања хијерархијског односа према управи. Ово *ex post* средство за заштиту акционара се примењује за санирање у значајној мери испољеног првог агенцијског проблема, а манифестује у одговорности чланова управе пред органом који га је изабрао. Право на разрешење чланова управе је ефикасан начин отклањања првог агенцијског проблема само уколико се може спровести у кратком року, обичном већином гласова, и без неповољних последица по друштво. Право акционарских друштава императивним нормама и само друштво својим аутономним правилима могу у већој или мањој мери лимитирати право акционара да разреши чланове управе. Међу најзначајнијим примерима ових ограничења могу се истаћи: немогућност директног разрешења чланова управног одбора од стране скупштине акционара у системима дводомне управе; обавезно постојање оправданог разлога за разрешење; установљавање права одређеног акционара или ималаца одређених акција на разрешење чланова управе; значајна права неосновано разрешеног члана (право на накнаду штете и право на поништај одлуке о разрешењу); квалификован кворум и/или већина за одлучивање о разрешењу; избор чланова управе на дужи период; непостојање могућности судског разрешења члана управе.

Упоредна корпоративна пракса показује да чак и у случајевима када акционари имају скоро неограничено право на разрешење чланова управе, они га не користе у довољној мери. Разлози се крећу од неедукованости акционара, преко пасивности институционалних инвеститора, до немогућности ступања у контакт са другим акционарима. Српски Кодекс корпоративног управљања је на ове проблеме одговорио препознавањем да је интерес друштва да што већи број акционара учествује у раду скупштине акционара, препоручивањем да друштва подстичу акционаре да присуствују седницама скупштине акционара, обавезом објављивања објашњења о

Series Reference No. ERS-2003-049-ORG, интернет адреса:
<http://ssrn.com/abstract=423660>, стр. 10.

²⁸ Више о поступку избора чланова управног одбора види: Кодекс КУ, чл. 163-169.

правима акционара и начину њиховог вршења, као и прописивањем посебних обавеза за институционалне инвеститоре у погледу политике вршења гласачких права, објављивања начина коришћења права гласа и већег утицаја и одговорности на развој корпоративног управљања друштва.²⁹

Утицај права скупштине акционара да избере и разреши чланове управе на умањивање првог агенцијског проблема није велики, што указује на значај развоја других видова заштите акционара.³⁰

2) Дужности и одговорност чланова управе

Две основне дужности чланова управе према акционарском друштву су дужност пажње и дужност лојалности. Оне одређују дозвољене границе поступања чланова управе и као такве представљају значајну *ex ante* стратегију заштите скупштине акционара и других носилаца ризика пословања друштва. Дужности су формулисане у виду апстрактних стандарда, а не прецизних законских прописа са бројним изузецима. Сами стандарди нису довољни да заштите акционаре од самовоље чланова управе. Прописивањем како чланови управе треба да се понашају не значи да ће се они заиста тако и понашати. Због тога већи значај има накнадна судска контрола дозвољености већ учињених радњи или пропуштања. Судови су обавезни да кроз праксу конкретизују стандарде понашања (попут савесног и лојалног поступања, пажње доброг привредника, разумног уверења да се делује у најбољем интересу друштва), и тиме унесу одређени степен извесности и предвидљивости у ову флуидну материју.

У свим правним системима се одговорност чланова управе због поступања противно стандардима понашања убраја међу најзначајније начине борбе против првог агенцијског проблема,³¹ због чега су неки аутори заузели становиште по коме „фидуцијарни принципи руководе агенцијским односима”.³² Због бројних фактичких и правних ограничења, ефикасност овог начина заштите акционара не треба глорификовати. Прво, општост стандарда, чак и у системима високо развијеног трговинског судства, оставља велику слободу судијама да у

²⁹ Види: Кодекс КУ, чл. 14, 15, 18, 103-111.

³⁰ Право на именовање и разрешење чланова управе има значајне импликације и у односу на заштиту мањинских акционара према контролном акционару, као и у односу запослених према акционарима у целини. Види: Henry Hansmann & Reinier Kraakman, „*Agency Problems and Legal Strategies*”, стр. 26.

³¹ Види: Jennifer G. Hill & Charles M. Yablon, „*Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Postitional Conflict*”, Vanderbilt University Law School, Working Paper Number 03-02, интернет адреса: <http://ssrn.com/abstract=375240>, стр. 13.

³² Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *нав. чланак*, стр. 700.

сваком конкретном случају донесу одлуку коју сматрају исправном. Очигледна и увек присутна судска дискреција у овој материји ствара непожељан амбијент непредвидљивости и правне несигурности. Друго, судови нису у довољној мери компетентни да врше накнадну евалуацију, због чега се учестало ослањају на мишљења ‘експерата’. Треће, законодавства предвиђају бројне формалне и материјалне препреке за покретање судских поступака против чланова управе. Четврто, овај вид заштите се користи само у случајевима драстичних кршења прописаних дужности.³³

3) Надзор над радом чланова управе

Вршење надзора над радом чланова управе се остварује директном контролом од стране акционара, индиректном акционарском контролом преко лица или органа које су именовали и управљачком самоконтролом.

Директна контрола од стране акционара се врши на следеће начине:

- коришћењем законом гарантованог права на информисање, које обухвата право акционара да траже и добију информације о пословању друштва, као и право увида у пословну документацију друштва и њеног копирања;
- прописивањем обавезе континуираног објављивања основних података о друштву и његовим пословима;³⁴
- усвајањем годишњих финансијских извештаја друштва; и
- усвајањем извештаја о корпоративном управљању друштва.³⁵

У друштвима са дисперзованим акционарством, акционари нису у прилици да врше адекватну директну контролу рада извршних органа друштва због недовољне стручности, али и недостатка информација и

³³ Види: Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 10.

³⁴ „Обавезно објављивање вести, без обзира да ли су добре или лоше, минимизира овај агенцијски проблем за инвеститоре – под условом, наравно, да се законске обавезе ефикасно извршавају.” Reinier Kraakman, „*Disclosure and Corporate Governance: an Overview Essay*”, у: Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter & Eddy Wymeersch, „*Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*”, Oxford University Press, 2004., стр. 100.

„Основна сврха обавезног објављивања је да умањи одређене агенцијске проблеме које настају између... корпоративних менаџера и акционара.” Paul G. Mahoney, „*Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*”, University of Chicago Law Review, бр. 62 из 1995. године, стр. 1048.

³⁵ За детаљна правила о састављању извештаја о корпоративном управљању види: Кодекс КУ, чл. 299-315; *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (од сада: Винтеров извештај) од 4.11.2002. године, стр. 45-47.

средстава. Улога неизвршних директора у системима једнодомне управе и надзорног одбора у системима дводомне управе је да попуне празнину која постоји између неинформисаних акционара као принципала и извршних директора као агената.³⁶ Неизвршни и надзорни директори су укључени у свакодневни рад друштва, а основна предност њиховог постојања је могућност да „изнутра” посматрају и надзиру рад извршних органа. Упоредни кодекси корпоративног управљања су у међувремену препознали потребу да значајан део неизвршних или надзорних директора буду независни, што представља значајан корак у борби против сукоба интереса чланова управе и друштва.³⁷

Скупштина акционара индиректну контролу врши и „споља”, избором екстерног ревизора, а по потреби и стручног повереника. У праву Србије, скупштина акционара може да изабере и чланове и председника надзорног одбора, што се не може ускладити са прихваћеним системом једнодомне управе. Постојање надзорног одбора, изабраног од стране скупштине акционара, карактеристика је дводомног система управе.

Управа може и сама, избором одређених органа и лица, да учини свој рад транспарентнијим и доступнијим акционарима. Корпоративно управљање последњих година све већу пажњу посвећује улози и значају комисија управног одбора. Оне се образују ради повећања ефикасности управљања друштвом и решавања сложених проблема из делокруга управног одбора. Комисије су посебно важне у областима у којима се директори налазе у сукобу интереса (именовање чланова управног и извршног одбора, одређивање накнаде члановима управе и контрола састављања и ревизије финансијских извештаја). И поред чињенице да су комисије само саветодавни и помоћни органи управног одбора, добра пракса корпоративног управљања је успоставила директне и индиректне канале комуникације ових органа са скупштином акционара (на пример, обавеза свих председника комисија да присуствују седници скупштине акционара како би се омогућило акционарима да им постављају питања и обавеза управног одбора да поднесе скупштини једанпут годишње извештај о свакој формираној комисији).

У циљу успостављања додатне унутрашње контроле, управа може изабрати и интерни орган надзора (интерног ревизора или одбор

³⁶ Види: Винтеров извештај, стр. 59.

³⁷ О великом значају рапидне еволуције која је довела до развоја аутсајдерске управе, као једног од најзначајнијих достигнућа у праву акционарских друштава последњих деценија, види: James D. Cox, Thomas Lee Hazen & F. Hodge O'Neal, „Corporations”, стр. 41.

ревизора). Интерни орган надзора, без обзира на то што је изабран од стране органа управљања, извештава скупштину акционара о бројним питањима од значаја за правилну евалуацију рада управе, што доприноси умањивању првог агенцијског проблема.

4) Већа овлашћења скупштине акционара

Неспорно је да давање већих овлашћења скупштини акционара, уз истовремено одузимање истих од управе, има позитивно дејство на разрешење првог агенцијског проблема. Међутим, домен примене ове стратегије је у системима дисперзованог акционарства ограничен, јер се њом нарушавају основне премисе на којима почива раздвајање својине од управљања.

Давање већих овлашћења скупштини акционара се може спровести на два начина: преношењем надлежности за доношење одређених одлука на скупштину акционара или ограничавањем одлучивања управе обавезом прибављања сагласности скупштине акционара.

(1) Преношење надлежности са управе на скупштину акционара може бити апсолутно или релативно. Апсолутно преношење надлежности подразумева да је скупштина акционара искључиво надлежна за доношење одређених одлука. Ова корпоративна техника није погодна за решавање агенцијског проблема, због чега се и ретко користи. Надлежност скупштине за доношење одлуке о закључењу посла стицања и располагања имовином велике вредности акционарског друштва, која је пре усвајања Закона о привредним друштвима била у компетенцији управе, може се навести као пример апсолутног (законског) преношења надлежности.

Појам релативног преношења надлежности означава да је скупштина акционара надлежна за доношење одређене одлуке, при чему она задржава право да ту надлежност делегира на управу. За разлику од апсолутног преношења надлежности, релативно преношење надлежности омогућава да се успостави еквилибријум моћи унутар друштва. Закон иницијално клатно надлежности помера у правцу скупштине акционара, признајући на тај начин постојање првог агенцијског проблема, али не забрањује да оснивачки акт или одлука скупштине клатно врате на другу страну, ако оцене да је то у њиховом интересу. Доношење одлуке о издавању акција (у оквирима овлашћеног капитала), издавању обвезница, заменљивих обвезница и вараната, као и доношење одлуке о одобрењу плаћања дивиденди, неки су од значајнијих примера релативног преношења надлежности.

(2) Управа се може ограничавати и обавезом прибављања претходне или накнадне сагласности скупштине акционара за

доношење одређене одлуке. Овде не долази до формалноправног преношења надлежности са управе на скупштину акционара, већ управа остаје надлежна за доношење предметне одлуке. Сагласност акционара се ретко користи као законодавна техника. Изузетке у том погледу представљају претходна, односно накнадна сагласност скупштине акционара на уговор који са друштвом закључују чланови управног и извршног одбора, којим се одређује врста и висина накнаде за рад,³⁸ као и накнадна сагласност скупштине акционара којом се одобрава предлог управног одбора да се усвоји нека условно дозвољена мера одбране из надлежности управног одбора за време трајања поступка преузимања.³⁹

5) Уједначавање интереса акционара и чланова управе

Следећа стратегија корпоративног управљања, којом се умањује први агенцијски проблем, не ставља акценат на проширивање права принципала, већ подстиче агента да врши радње у интересу акционара. Међу бројним подстицајним стратегијама најпознатија је стратегија награђивања, која накнаду агената везује за унапређивање интереса принципала.⁴⁰

Традиционално се накнада члановима управе посматра као начин делимичног разрешења агенцијског проблема.⁴¹ Према овом приступу, који се често везује за појам оптималног уговарања, накнаду члановима управе треба структурирати на начин да интереси акционара постану у исто време и интереси чланова управе.⁴² Не постоји накнада која би савршено уједначила интересе чланова управе и акционара. Отуда је оптимална структура накнаде она која у значајној мери минимизује

³⁸ Скупштина акционара даје претходну сагласност на уговор који закључују чланови управног одбора који нису у радном односу у друштву са друштвом. Супротно, на закључени уговор о раду, као и измене постојећег уговора о раду, чланова извршног и управног одбора који су у радном односу у друштву, скупштина акционара даје накнадну сагласност (одобрење). Види: ЗОПД, чл. 325(4-6); Кодекс КУ, чл. 243-244.

³⁹ Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС”, бр. 46 из 2006. године) набраја конкретне радње, које управни одбор не може предузимати без сагласности скупштине акционара од тренутка објављивања обавештења о намери преузимања до окончања поступка преузимања (чл. 38(3-4)).

⁴⁰ Види: Henry Hansmann & Reinier Kraakman, „Agency Problems and Legal Strategies”, стр. 26; James D. Cox, Thomas Lee Hazen & F. Hodge O’Neal, „Corporations”, стр. 39.

⁴¹ Види: Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, „Executive Compensation as an Agency Problem”, стр. 1.

⁴² Више о оптималном уговарању види: Kevin J. Murphy, „Executive Compensation”, април 1998., интернет адреса: <http://ssrn.com/abstract=163914>, стр. 26-30.

агенцијске трошкове, а у исто време може да привуче и задржи високо квалификоване директоре.⁴³

Најједноставнији начин уједначавања интереса се остварује везивањем накнаде чланова управе за акционарско богатство коришћењем разноврсних индикатора учинка (попут цене акција или рачуноводствених показатеља). Веза са акционарским богатством може бити директна (накнада у акцијама или опцијама за куповину акција) или индиректна (годишњи бонуси према учинку).⁴⁴ Данас се повезивање накнаде чланова управног и извршног одбора са дугорочним интересима друштва и његових акционара сматра добром корпоративном праксом.⁴⁵ Подстицајне (стимулативне) накнаде су средство мотивисања и дисциплиновања чланова управе.⁴⁶ Оне су самоизвршиви механизам корпоративног управљања, који функционише без акционарске контроле или судске принуде.⁴⁷ Последњих деценија су подстицајне накнаде доживеле велику популарност у САД, а све су чешће и значајније и у европским континенталним системима.

Замишљене као ефикасан начин разрешења првог агенцијског проблема, стимулативне накнаде су временом постале извор нових агенцијских трошкова. Оне су агенцијским проблемима дале једну нову димензију, због значајне улоге коју чланови управе имају у поступку одређивања сопствене накнаде.⁴⁸ Негативне последице се најчешће манифестују у привлачењу погрешних и задржавању неефикасних чланова управе, као и стимулисању чланова управе да врше недозвољене радње у циљу максимизације сопствене накнаде.⁴⁹

⁴³ Види: Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried & David I. Walker, „*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*”, The University of Chicago Law Review, бр. 69 из 2002. године, стр. 761-762.

⁴⁴ Види: Guido Ferrarini & Niamh Moloney, „*Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*” у: Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch, „*Reforming Company and Takeover Law in Europe*”, Oxford University Press, 2004., стр. 273.

⁴⁵ Види: OECD Principles of Corporate Governance из 2004. године, стр. 61; Кодекс КУ, чл. 237.

⁴⁶ Види: Yu Guanghua, „*The Regulation of Executive Regulation: An Agency Perspective*”, интернет адреса: <http://users.austlii.edu.au/clta/docs/pdf/2006-conf-papers/yu.pdf>, стр. 1.

⁴⁷ Види: Charles M. Yablon & Jennifer G. Hill, „*Timing Corporate Disclosures to Maximize Performance-Based Remuneration: A Case of Misaligned Incentives?*” Wake Forest Law Review, бр. 35 из 2000. године, стр. 85.

⁴⁸ Види: Brian R. Cheffins, „*Company Law: Theory, Structure, and Operation*”, Clarendon Press, Oxford, 1997., стр. 654.

⁴⁹ Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy & Eric G. Wruck, „*Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*”, јул 2004.,

Теоријско објашњење новонасталих агенцијских трошкова је пронађено у све већој моћи коју акумулирају лица на руководећим управљачким позицијама у друштвима са дисперзованим акционарством.⁵⁰ Корпоративно управљање је на нове форме накнаде одговорило обавезом објављивања индивидуалне накнаде чланова управе, праксом везивања накнаде за више кумулативних критеријума који одражавају учинак и смањивањем улоге чланова управе у поступку утврђивања сопствене накнаде (на пример, увођењем скупштинског одлучивања о политици накнада у друштву, обавезом прибављања претходне сагласности скупштине акционара на неке видове стимулативних накнада чланова управе и образовањем комисије за накнаду).⁵¹ Без обзира на ефекте ових мера корпоративног управљања на смањивање агенцијских трошкова, накнада ће због свог амбивалентног дејства на први агенцијски проблем остати предмет бројних контроверзи и недоумица.

б) Развој тржишта корпоративне контроле

Тржиште корпоративне контроле, које се понекад назива и тржиште преузимања,⁵² је сегмент финансијског тржишта на коме се тргује контролним капитал-учешћима у акционарским друштвима. Данас се развој тржишта корпоративне контроле посматра као екстерни начин дисциплиновања чланова управе, због чега се и сврстава међу начине разрешења првог агенцијског проблема. Оно онемогућава чланове управе да се „учауре у друштву”, да се осете недодирљивим и несмењивим. Активно тржиште преузимања смањује агенцијске трошкове, тако што тржиште перманентно врши надзор над ефикасношћу рада чланова управе.⁵³ Континуирана контрола приморавана

Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004, интернет адреса: <http://ssrn.com/abstract=561305>, стр. 22.

⁵⁰ Више о корелацији менаџерске моћи и прекомерне накнаде види: Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, „*Pay Without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*”, Harvard University Press, 2004.; Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried & David I. Walker, *нав. чланак*, стр. 783-795.

⁵¹ Види: *Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for remuneration of directors of listed companies*, Official Journal L 385/55 од 29. 12. 2004. године; Винтеров извештај, стр. 65-66.

⁵² Види: Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, „*The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*”, Journal of Financial Economics, бр. 11 из 1983. године, интернет адреса: <http://ssrn.com/abstract=244158>, стр. 2.

⁵³ Види: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, „*The Economic Structure of Corporate Law*”, Harvard University Press, 1991., стр. 171-174; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, „*Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*”, Stanford Law Review, бр. 35 из 1982. године, стр. 2; Gregory R. Andre, „*Tender Offers for Corporate Control: A Critical Analysis and Proposals for Reform*”, Delaware Journal of Corporate Law, бр. 12 из 1987. године, стр. 865.

управу да своје дужности извршава савесно, у интересу друштва и његових акционара.

Право преузимања, које се развило из права акционарских друштава, дефинише однос државе према тржишту корпоративне контроле. Неким правним институтима се развој овог тржишта може интензивирати (на пример, забраном да управа циљног друштва предузима мере одбране од преузимања, давањем права преузимаоцу да принуди мањинске акционаре да му продају своје акције, правилом пробијања, и др.), док се другима оно може успорити или потпуно зауставити (на пример, давањем широких овлашћења управи да предузима мере одбране, наметањем обавезе преузимаоцу да упути јавну понуду за куповину акција мањинских акционара, увођењем права мањинским акционарима да од преузимаоца захтевају откуп њихових акција, и др.). Акутност разрешења првог агенцијског проблема у одређеној држави најчешће води усвајању законских правила која подстичу развој тржишта корпоративне контроле.

4. Други агенцијски проблем – однос већинских и мањинских акционара

а) Садржина и начини испољавања

Земље континенталне правне традиције, у којима пракса акционарства није достигла висок степен развоја, доминантно карактерише постојање концентрисаног акционарства, тј. постојање акционара или групе повезаних акционара који остварују контролу над друштвом.⁵⁴ У овим системима не долази до раздвајања „својине над друштвом” од управљања друштвом, већ до њиховог спајања. Контролни акционар или група повезаних акционара који заједно имају контролно капитал-учешће директно или индиректно управљају друштвом. Таква структура власништва ствара нове проблеме, различите од система дисперзованог акционарства. Први агенцијски проблем не игра значајну улогу у овим државама, јер између доминантног акционара и управе постоје нераскидиве везе, те је за очекивати да ће управа радње вршити и у интересу контролног акционара.⁵⁵ Акционари су у бољој позицији да непосредније и

⁵⁴ Види: Clas Bergstrom, Peter Hogfeldt, Jonathan R. Macey & Per Samuelsson, „*The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*”, Columbia Business Law Review, бр. 1995 из 1995. године, стр. 505-507.

⁵⁵ „У континенталним европским земљама основни принципал-агент конфликт није у тој мери конфликт између акционара и управног одбора, колико конфликт између мањинских акционара и већинског акционара... У таквим компанијама, управа је некада само играчка контролног акционара или друштва мајке.” Klaus J. Hopt,

ефикасније контролишу рад чланова управе. Због смањених агенцијских трошкова, концентрисано акционарство суштински уједначава интересе акционара и чланова управе.⁵⁶ Међутим, ту лежи и основни проблем овог система – управа радње не предузима у интересу друштва, већ првенствено у интересу већинског акционара. Отуда се мањински акционари могу наћи у незаштићеној позицији, јер се њихови интереси не узимају у обзир приликом доношења одлука.⁵⁷

У теорији корпоративног управљања ова правна ситуација је позната под називом други агенцијски проблем, који наглашава инхерентну супротстављеност контролног и мањинских акционара. У том односу контролни акционар „носи капу са ознаком агента”, а мањински акционари са ознаком принципала.

Искуства показују да контролни акционар злоупотребљава своју доминантну позицију користећи се принципом већине у одлучивању скупштине акционара, а на штету интереса друштва и мањинских акционара.⁵⁸ Модалитети испољавања злоупотреба су бројни, а као најчешћи и најефикаснији се истичу:⁵⁹

1) недопуштање мањинским акционарима да изаберу свог представника у органу управљања, као и избегавање њиховог именована за извршне руководиоце друштва;

2) неодобравање плаћања дивиденди и вршења других исплата акционарима;

3) именовање контролног акционара и лица повезаних са њим на управљачке и извршне позиције у друштву и одређивање високих накнада за њихов рад;

„Comparative Company Law”, у: Mathias Reimann & Reinhard Zimmermann (eds.), „The Oxford Handbook of Comparative Law”, Oxford, 2006., стр. 1166.

⁵⁶ Ову чињеницу неки аутори истичу у прилог тези да треба тежити концентрисаном акционарству у отвореним акционарским друштвима. Види: John C. Coates IV, „Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?”, у: Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter & Eddy Wymeersch, „Reforming Company Law and Takeover Law in Europe”, Oxford University Press, 2004., стр. 698.

⁵⁷ Види: Jose M. Garrido & Angel Rojo, „Institutional Investors and Corporate Governance: Solution or Problem?”, у: Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch, „Capital Markets and Company Law”, Oxford University Press, 2003., стр. 433.

⁵⁸ „...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.” Мирко Васиљевић, „Компанијско право (право привредних друштава Србије и ЕУ)”, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2005., стр. 292.

⁵⁹ Види: Robert W. Hamilton, „The Law of Corporations”, West Group, St. Paul, Minn., 2000., стр. 347-348.

4) уговарање бројних погодности за контролног акционара и лица повезана са њим на терет друштва (на пример, коришћење аутомобила друштва у личне сврхе, куповина авионских карата прве класе, пословни ручкови у ексклузивним ресторанима); и

5) коришћење пословних могућности друштва за личне потребе.

Сви ови модалитети злоупотреба доминације се користе заједно, са основном идејом да већински акционар доноси све финансијске одлуке у друштву и да се средства друштва расподељују искључиво између контролног акционара и лица повезаних са њим.

б) Начини разрешења

Модерни компанијски закони покушавају да успоставе равнотежу између два начела: начела већине у корпоративном одлучивању, које представља извор очигледно доминантног положаја већинског акционара друштва, и начела заштите мањинских акционара. Обезбеђивање ефикасне правне заштите мањинских акционара од злоупотреба извршених или планираних од стране или у интересу већинског акционара један је од основних циљева права акционарских друштава.⁶⁰ Ова заштита се превасходно спроводи императивним законским прописима, а мањим делом и правилима доброг корпоративног управљања.⁶¹ Међу најзначајнијим правима мањинских акционара, који најделотворније утичу или би могли утицати на смањивање другог агенцијског проблема, истичу се:⁶²

1) *Принцип равноправности и једнакости акционара*. Обавеза је друштва да обезбеди равноправан третман свих акционара у остваривању истих права у оквиру друштва и једнако третирање под истим околностима свих акционара исте врсте и класе акција.⁶³

2) *Фидуцијарне дужности према мањинским акционарима*. Новије тенденције у развоју фидуцијарних дужности се крећу у правцу

⁶⁰ Види: OECD Principles of Corporate Governance из 2004. године, стр. 20.

⁶¹ Иако се корпоративно управљање првобитно развило са идејом разрешења првог агенцијског проблема, оно се показало као веома корисно и за умањивање другог агенцијског проблема. Види: Eddy Wymeersch, „Some Recent Trends and Developments in Company Law”, Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2001-07, 2001., стр. 8.

⁶² Више о законским правима мањинских акционара у Србији види: Мирко Васиљевић, *нав. дело*, стр. 292-310; Мирослав Пауновић, „Заштита мањинских акционара у функцији стабилности правног режима директних инвестиција”, *Право и привреда*, бр. 1-4/2005, стр. 77-83; Драгица Марјановић, „Права мањинских акционара према Закону о привредним друштвима”, *Право и привреда*, бр. 1-4/2005, стр. 89-96.

⁶³ Кодекс КУ у чл. 13 оправдано додаје: „Принцип равноправног и једнаког третмана нарочито је значајан у односу друштва према мањинским акционарима...”

веће заштите мањинских акционара.⁶⁴ Прво, чланови управе више немају дужности само према друштву, већ и према свим акционарима, укључујући и мањинске акционаре.⁶⁵ Друго, судска пракса и/или законодавство су развили фидуцијарне дужности контролног акционара према друштву,⁶⁶ а у развијенијим системима и према мањинским акционарима.⁶⁷

3) *Остваривање права гласа мањинских акционара.* Законска правила, допуњена добром праксом корпоративног управљања, треба да обезбеде мањинским акционарима да ефикасно учествују у расправи и гласају на седницама скупштине акционара.⁶⁸ Остваривање гласачких права у друштву се постиже правилима о: сазивању скупштине акционара, дневном реду, времену сазивања, месту и времену одржавања седнице, захтевима у погледу учешћа у раду скупштине, остваривању права гласа, расправљању у скупштини, праву информисања, и сл.⁶⁹ Непоштовањем ових правила већински акционар може посредно онемогућити мањинске акционаре да остварују своја права преко скупштине акционара.⁷⁰ Због тога не треба да чуди што кодекси корпоративног управљања значајан део посвећују материји скупштине акционара и права акционара.⁷¹

4) *Право мањинских акционара да партиципирају у органима управљања.* Учествовање у управљању је ефикасна техника заштите права акционара. Најзначајнији начини да се ово постигне су кумулативно гласање и одређивање максималног броја гласова једног акционара.

Кумулативно гласање омогућава мањинским акционарима да изаберу свог представника у управни одбор друштва.⁷² Увођење

⁶⁴ Начело јачања установе одговорности једно је од начела Закона о привредним друштвима. Види: Мирко Васиљевић, „Закон о привредним друштвима (поводи, начела, основна решења)”, Право и привреда, бр. 1-4/2005, стр. 10.

⁶⁵ Види: Кодекс КУ, чл. 114; Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 13.

⁶⁶ Види: ЗОПД, чл. 31(1)(2).

⁶⁷ Види: Robert W. Hamilton, *нав. дело*, стр. 373-375.

⁶⁸ Види: OECD Principles of Corporate Governance, стр. 18.

⁶⁹ Види: Кодекс КУ, чл. 15.

⁷⁰ Не треба изгубити из вида ни чињеницу да сва ова правила имају значајне реперкусије и у контексту постојања првог агенцијског проблема, јер се исте злоупотребе могу очекивати и од управе друштва са дисперзованим акционарством у односу на све акционаре.

⁷¹ Види: немачки Кодекс КУ из 2006. године, Глава II; аустријски Кодекс КУ из 1992. године, Глава II; словеначки Кодекс КУ, чл. 1.1-1.2; српски Кодекс КУ, Глава II.

⁷² У српском праву кумулативно гласање је диспозитивно правило за отворена акционарска друштва, где принципијелно доминира први агенцијски проблем, а изузетак за затворена акционарска друштва, у којима постоји већа потреба за заштитом мањинских акционара. Види: ЗОПД, чл. 309(4, 6).

кумулятивног гласања је оправдано кад год постоји снажан конфликт између контролног и мањинских акционара, а основна последица се састоји у преношењу тог конфликта на управни одбор и смањивање ефикасности постојања централизоване управе.⁷³ Добра пракса корпоративног управљања је развила правила којима се онемогућава контролни акционар да разреши члана управног одбора именованог од стране мањинских акционара, укине кумулативно гласање и смањи број чланова управног одбора.⁷⁴

Одређивање максималног права гласа акционара онемогућава концентрацију гласачких права у рукама једног лица.⁷⁵ Тиме се оснажује право гласа мањинских акционара, али у исто време и јача позиција управе друштва. Постојање гласачког максимума утиче на стварање првог агенцијског проблема у друштвима са концентрисаним акционарством.⁷⁶

5) *Право мањинских акционара на излазак из друштва.* Стратегија изласка из друштва омогућава принципалу (мањинском акционару) да накнадно повуче сопствену инвестицију из друштва, у случају да је незадовољан начином рада агента или донетим одлукама.⁷⁷ Уопштено посматрано, право акционарских друштава је развило неколико начина на које мањински акционари могу напустити друштво. Зависно од тога да ли мањинске акционаре исплаћује друштво, треће лице или већински акционар, разликујемо право акционара да под одређеним условима захтевају откуп акција, пренос акција и принудну куповину.

Први начин се односи на права акционара, који су гласали против или се уздржали од гласања (несагласни акционари) у погледу неких веома важних одлука у друштву (на пример, статусне промене и

⁷³ Види: Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 13.

⁷⁴ Види: ЗОПД, чл. 327(2)(2); Кодекс КУ, чл. 174, 178.

⁷⁵ Она је у Европи почела да се примењује током седамдесетих година за време кризе нафтних деривата, када је постојала опасност преузимања многих друштава од стране арапских нафтних гиганата. Види: Marcus Lutter & Brigitte Lammers, „*Hostile Takeovers: Possibilities and Limitations according to German Law*”, у: J. M. M. Maeijer & K. Geens, „*Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market*”, Martinus Nijhoff Publishers, 1990., стр. 128; Радивоје Петрикић, „*Правни режим преузимања друштава у Европи*”, Право и привреда, бр. 5-8/2000, стр. 214.

⁷⁶ ЗОПД не садржи одредбу која изричито забрањује максимална гласачка права, али је такав закључак нужан, јер закон није предвидео одступање од принципа да свака обична акција даје право на један глас (чл. 294(1)). Кодекс КУ изричито предвиђа да је друштву забрањено да ограничава гласачка права одређивањем максималног броја гласова једног акционара (чл. 30(1)(2)).

⁷⁷ Види: Henry Hansmann & Reinier Kraakman, „*Agency Problems and Legal Strategies*”, стр. 25.

промена правне форме), да захтевају откуп акција од стране акционарског друштва по тржишној вредности.⁷⁸

Други начин изласка из друштва је продаја акција трећем лицу, што води замени принципала. Дозвољеност ограничавања преноса акција у затвореним акционарским друштвима, где доминира други агенцијски проблем, и отежана могућност продаје мањинског пакета акција у друштвима са концентрисаним акционарством (нико не жели да буде заробљен у непријатну позицију мањинског акционара), могу умањити значај ове излазне стратегије.

Право мањинских акционара да захтевају од већинског акционара да купи њихове акције (принудна куповина), представља трећи начин вољног напуштања друштва од стране малих акционара. Овај институт се до сада најчешће везивао за право преузимања, јер се прописано капитал-учешће морало стећи као резултат успешног преузимања јавном понудом.⁷⁹ У новије време све се више размишља у правцу претварања принудне куповине у општи институт права акционарских друштава.⁸⁰

б) *Право на судску заштиту и заштиту од стране управних органа.* Активна легитимација мањинских акционара за покретање парничних и ванпарничних поступака омогућава судску заштиту њихових права. Суд као последња брана од злоупотреба већине по капиталу има велику улогу у разрешењу другог агенцијског проблема. Закон о привредним друштвима је предвидео могућност да мањински акционари покрену велики број поступака у различитим ситуацијама са разноврсним циљевима (на пример, ради сазивања ванредне седнице скупштине акционара, проширивања дневног реда скупштине, именовања стручног повереника, накнаде штете, остваривања права на информисање и права увида у пословну документацију друштва, и др.). Мањински акционари који не успеју да заштите своја права на друге начине „имају на располагању као крајње средство захтев за ликвидацију друштва, ако за то постоје тзв. озбиљни разлози настали злоупотребом права већине и ако, пак, постоји за то оправдан интерес

⁷⁸ Види: ЗОПД, чл. 444-445.

⁷⁹ Према решењу Директиве ЕУ о преузимању, мора постојати директна или индиректна веза између права на принудну куповину и потпуне јавне понуде за преузимање. Види: Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids (од сада: Директива ЕУ о преузимању), Official Journal L 142 од 30. 4. 2004. године, чл. 15-16.

⁸⁰ Више види: Винтеров извештај, стр. 109-110; Предлог неусвојених измена Друге директиве ЕУ, (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital), од 21.9.2004. године, преамбула, рецитал (8) и чл. 39(а-б); Вук Радовић, „Измене Друге директиве и могући правци будућег развоја”, Право и привреда, бр. 5-8/2007, стр. 198-200.

подносиоца захтева”.⁸¹ Палета мера која стоје на располагању суду у случају покретања овог поступка (на пример, покретање поступка престанка друштва, плаћање дивиденде, откуп акција мањинских акционара, и др.), омогућава да се конкретна мера на најбољи начин прилагоди датој ситуацији и тако пружи адекватна заштита интересима мањинских акционара.⁸²

Поред неспорно великог значаја судске контроле, у пракси су све важнији и ефикаснији начини заштите мањинских акционара које спроводе управни органи.⁸³ Посебно се у овом погледу истичу овлашћења надлежних министарстава и Комисије за хартије од вредности.⁸⁴

5. Трећи агенцијски проблем – однос друштва и других носилаца ризика пословања друштва

а) Садржина

Трећи агенцијски проблем је изражен у конфликту између друштва (његових акционара и чланова управе) и других носилаца ризика пословања друштва.⁸⁵ Међу другим носиоцима ризика пословања друштва се најчешће помињу запослени, бивши запослени, улагачи, будући инвеститори, добављачи, потрошачи, суседи, заједница у којој је друштво лоцирано, повериоци друштва, па чак и државна или национална економија. Како обезбедити да се друштво као агент не понаша опортунистички према другим носиоцима ризика, као принципалима, је у фокусу посматрања трећег агенцијског проблема. Експлоатација, отпуштање без основаног разлога и ниске зараде запослених, занемаривање права потрошача, угрожавање права поверилаца предузимањем ризичних пословних подухвата и загађивање животне околине, само су неки од примера „недомаћинског” поступања друштва према другим носиоцима ризика.

⁸¹ Мирко Васиљевић, „*Право мањинских чланова (акционара) на покретање поступка ликвидације друштва капитала*”, Правни живот бр.11/2002, стр. 16.

⁸² Право мањинских акционара да захтевају од суда покретање поступка ликвидације друштва је у Закон о привредним друштвима уведено под утицајем америчког права. Упореди: амерички Model Business Corporation Act из 1984. године, чл. 14.30 са ЗОПД, чл. 346.

⁸³ Више види: Мирко Васиљевић, „*Компанијско право (право привредних друштава Србије и ЕУ)*”, стр. 295-296.

⁸⁴ О надзорној функцији Комисије за хартије од вредности види: Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Службени гласник РС”, бр. 47 из 2006. године), чл. 220-222.

⁸⁵ Акционари (већински и мањински) и чланови управе су најзначајнији носиоци ризика пословања акционарског друштва, због чега се њихови односи проучавају у оквиру првог и другог агенцијског проблема.

Законска регулатива права акционарских друштава и пракса корпоративног управљања не нуде адекватну заштиту интереса других носилаца ризика пословања друштва. То не представља недостатак, јер се другим гранама права могу остварити ове функције. Тако интересе запослених на најефикаснији начин штити радноправно законодавство, интересе потрошача закони који за предмет имају њихову заштиту (на пример, закони о заштити потрошача, закони о стандардизацији, закони о оглашавању), интересе добављача и других поверилаца правила уговорног права, правила која уређују поступак принудног извршења, стечајни поступак и право обезбеђења, док интересе привреде и друштва у целини штите бројни други прописи (на пример, закони о заштити конкуренције, закони о заштити животне средине).

Једно од ретких правила права акционарских друштава које покушава да на уопштен начин умањи трећи агенцијски проблем се односи на дужности чланова управе. Без обзира на конкретну садржину фидуцијарних дужности управе, упоредна законодавства као минимум предвиђају да чланови управе приликом доношења одлука морају узимати у обзир и интересе других носилаца ризика пословања друштва. То не значи да су они дужни да одлуке доносе у њиховом интересу, али су обавезни да о тим интересима воде рачуна.⁸⁶

б) Посебна заштита појединих носилаца ризика пословања друштва

Од носилаца ризика који су у значајној мери заштићени и посебним правилима корпоративног права издвајају се запослени и повериоци.⁸⁷

1) Посебна заштита запослених у друштву

Четири су основна разлога за увођење посебних правила за запослене у друштву: подстицање радничког акционарства, партиципација запослених у органима управљања и/или надзора, заштита у посебним поступцима и унапређивање сарадње запослених са органима друштва.

(1) *Подстицање радничког акционарства.* Право акционарских друштава разноврсним изузецима од уобичајених правила подстиче куповину акција од стране запослених у друштву. Циљ је да се на тај начин ојачају пословне везе запослених са друштвом у коме раде, што у будућности омогућава остваривање бољих пословних резултата.⁸⁸ Међу

⁸⁶ Отуда и један од основних принципа нашег права акционарских друштава гласи: чланови управног одбора морају своје дужности извршавати у најбољем интересу друштва, поштујући при том интересе акционара, улагача, запослених, поверилаца, потрошача и јавне интересе. Види: ЗОПД, чл. 32(1); Кодекс КУ, чл. 113.

⁸⁷ Види: Paul L. Davies, *нав. чланак*, стр. 15.

⁸⁸ Подстицаји се подједнако примењују и на запослене у повезаним друштвима.

механизмима стимулисања радничког акционарства истичу се следећа законодавна решења: стицање акција од стране запослених је уобичајен законом прописан изузетак од забране акционарског друштва да пружа финансијску подршку за стицање својих акција,⁸⁹ надлежност управног одбора за доношење одлуке о стицању сопствених акција под условом да се акције деле запосленима у друштву⁹⁰ и необавезност потпуне уплате уписаних акција претходне емисије у случају повећања основног капитала издавањем акција запосленима.⁹¹ Сва поменута, али и бројна друга законодавна поједностављивања треба да појефтине и убрзају поступак стицања акција, и учине их доступнијим запосленима.

(2) *Партиципација запослених у органима управљања и/или надзора.* Учешће представника запослених у органима управљања и/или надзора је присутно у различитим појавним облицима у упоредном праву.⁹² У основи треба разликовати законске моделе партиципације (учешће запослених у управном одбору или у надзорном одбору или и у управном и надзорном одбору на основу изричите законске одредбе) и статутарне моделе партиципације (учешће у управном и/или надзорном одбору на основу конститутивног акта самог друштва).⁹³ Степен учешћа и значаја запослених у систему корпоративног управљања зависи од националног права и установљене праксе, а разликује се од друштва до друштва.⁹⁴

Поред директне партиципације запослених у органима управљања и/или надзора, значајну посредну улогу на управљање радници могу остварити и образовањем савета запослених. Савет запослених није орган друштва, већ факултативни институционални

⁸⁹ Види: Друга директива ЕУ, чл. 23(2); немачки Закон о акцијама (*Aktiengesetz*, од сада: AktG) из 1965. године, чл. 71a(1); енглески Компанијски закон (*Companies Act*, од сада: CA) из 1985. године, чл. 153(4)(c); ирски Компанијски закон (*Companies Act*, од сада: ComA) из 1963. године, чл. 60(13)(b); француски Закон о трговачким друштвима (од сада: CC) из 1978. године, чл. L 225-216(2); дански Закон о акционарским друштвима (*Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber*, од сада: VA) из 1973. године (са изменама из 1996. године), чл. 115a(2); хрватски Закон о трговачким друштвима (од сада: ЗТД) из 1993. године (са изменама из 2003. године), чл. 234(1); словеначки *Zakon o gospodarskih družbah* (од сада: ZGD) из 1993. године (са изменама из 2001. године), чл. 241(2); црногорски Закон о привредним друштвима („Службени лист РЦГ”, бр. 6 из 2002. године, од сада: ЗПД), чл. 60(9); ЗОПД, чл. 190(2,3).

⁹⁰ Види: Друга директива ЕУ, чл. 19(3); ЗОПД, чл. 222(4)(2).

⁹¹ Види: ЗОПД, чл. 237(4-5).

⁹² О појавним облицима учешћа представника запослених у управљачким телима види: Предраг Јовановић, „*Радно право*”, Форум, Нови Сад, 1998., стр. 392.

⁹³ Види: Мирко Васиљевић, „*Привредна друштва – домаће и упоредно право*”, Удружење правника у привреди СРЈ, Београд, 1999., стр. 336-337.

⁹⁴ Види: OECD Principles of Corporate Governance, стр. 47.

облик учешћа радника у управљању.⁹⁵ Преко њега запослени учествују у доношењу одлука које утичу на њихова економска и социјална права (на пример, о расподели резерви намењених запосленима) и дају препоруке, мишљења и сугестије управном одбору о свим питањима од значаја за правни положај запослених.⁹⁶

(3) *Заштита у посебним поступцима.* Потреба заштите запослених се посебно уочава у неким ванредним околностима у којима се друштво може наћи.⁹⁷ Као типичан пример се могу навести статусне промене акционарског друштва, јер оне отварају питање судбине запослених након спроведеног поступка.⁹⁸

(4) *Унапређивање сарадње запослених са органима друштва.* Конструктивна сарадња органа друштва (превасходно органа управљања) са запосленима се манифестује у обостраном пружању информација. На тај начин се лица која у друштву одлучују упознају са ставовима запослених пре него што донесу одлуке које утичу и на њихова права,⁹⁹ а запослени накнадно информишу (директно или преко својих представника) о свим одлукама друштва које се њих тичу. Модалитети ефикасног обостраног унапређивања ове сарадње се посматрају као добра пракса корпоративног управљања, а друштва треба да теже њиховом перманентном унапређивању.

2) *Посебна заштита поверилаца друштва*

Свако право акционарских друштава, а делом и добра пракса корпоративног управљања, у већој или мањој мери покушавају да заштите права поверилаца друштва. Основни разлог за потребу постојања појачане заштите поверилаца специјализованим корпоративним прописима треба тражити у могућности акционара да манипулишу и злоупотребљавају принцип ограничене одговорности за обавезе друштва на штету поверилаца.¹⁰⁰ Доследна примена принципа

⁹⁵ Савет запослених се може образовати ако друштво има више од 50 запослених. Види: Закон о раду („Службени гласник РС”, бр. 24/2005, 61/2005), чл. 205.

⁹⁶ Види: Предраг Јовановић, *нав. дело*, стр. 401-402.

⁹⁷ Ова заштита се често остварује и специјализованим прописима, који не спадају у право акционарских друштава (на пример, стечајно законодавство на посебан начин штити права запослених код стечајног дужника).

⁹⁸ Отуда постоје правила по којима лица запослена у друштву које је престало да постоји услед статусне промене спајања или поделе настављају да раде у друштву стицаоцу. Види: ЗОПД, чл. 400(10), 410(3).

⁹⁹ На тај начин треба схватити и препоруку српског Кодекса КУ, којом председник управног одбора треба да предузима све неопходне мере у циљу промовисања ефикасне интеракције са представницима запослених (чл. 153).

¹⁰⁰ Отуда се заштита поверилаца посматра као *quid pro quo* за пружање ограничене одговорности акционарима. Види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, „*Creditor*

ограничене одговорности води једностраном пребацавању ризика пословања друштва на повериоце. Њихова заштита се може посматрати као тег на тасу који треба да успостави нарушену равнотежу.

Основне начелне дилеме и проблеми са којима се суочава компанијскоправна регулатива заштите поверилаца су:

- да ли се треба првенствено ослонити на императивна законска правила или препустити повериоцима да сами штите своја права, при чему треба имати у виду да је самозаштита од стране поверилаца скупа и не штити у довољној мери све повериоце;¹⁰¹
- у којој мери су права поверилаца заштићена другим гранама права (на пример, уговорним и стечајним правом), јер већи степен заштите другим прописима индукује мању потребу за корпоративном заштитом и *vice versa*;
- да ли се више ослањати на правне стандарде или на прецизна императивна законска правила;¹⁰²
- потребно је правити разлику између акционарског друштва које се налази у пословној кризи у односу на друштва која нису у кризи, у смислу да прва друштва, њихове акционаре и управу, треба подвргнути строжим прописима који воде већој заштити поверилаца;
- да ли развијати директна права поверилаца (на пример, право на тужбу против друштва или акционара) или се више ослањати на опште институте којима се индиректно штите и права поверилаца (на пример, правила о обавезном објављивању);
- од којих ризика је потребно заштитити повериоце и у којој мери;¹⁰³
- да ли већи акценат ставити на *ex ante* или *ex post* заштиту поверилаца друштва; и
- правила којима се штите права поверилаца су једним делом асиметрична правила, што значи да исто правило може имати супротан ефекат на различите групе поверилаца.¹⁰⁴

Protection”, у: Reinier R. Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock, *нав. дело*, стр. 72.

¹⁰¹ О врстама самозаштите поверилаца види: Peter O. Mülberty, „*A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*”, *European Business Organization Law Review*, бр. 7 из 2006. године, стр. 375-377.

¹⁰² Начелно се може рећи да се САД више ослањају на стандарде, док ЕУ и Јапан прописују велики број правила као допуну постојећим стандардима. Види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, *нав. чланак*, стр. 71.

¹⁰³ Види: Peter O. Mülberty, *нав. чланак*, стр. 370-371.

Повериоци се у заштити својих интереса првенствено ослањају на сопствене снаге. Отуда се као основно питање поставља оправданост увођења једнообразних правила применљивих на све повериоце. Стандардизована правна заштита се посматра као неопходна допуна уговорним одредбама, у свим оним случајевима када повериоци нису у могућности да уговоре за себе најповољнију заштиту. Она је од посебног значаја код неких врста поверилаца (пре свега, поверилаца са малим потраживањима, наивних и правно неедукованих поверилаца и невољних поверилаца) и у неким правним ситуацијама (ако се друштво налази у пословној кризи и ако припада пословној групи).¹⁰⁵

Најзначајнији корпоративни механизми заштите поверилаца се могу груписати у следеће области:

(1) *Обавезно објављивање информација*. Обавезно објављивање информација је универзално прихваћено као *conditio sine qua non* ефикасне заштите поверилаца. Оно је неопходан предуслов за поверилачку самозаштиту, јер само ако располажу довољном количином информација повериоци могу себе *ex ante* штитити, тако што или неће закључивати уговоре или ће покушати да уговоре неко додатно средство обезбеђења.¹⁰⁶ Да би остварило ову сврху, обавезно објављивање мора да испуни следеће услове: информације морају бити лако доступне (на пример, преко Интернет странице друштва),¹⁰⁷ морају се периодично објављивати (на пример, квартално), морају бити стандардизовано презентирани и лако разумљиве.¹⁰⁸

(2) *Минимални оснивачки капитал, принцип његовог одржавања и ограничења плаћања*. Традиционално се основни капитал друштва и ограничења плаћања, барем у мислима континенталних правника, сматрају најзначајнијим механизмима заштите поверилаца путем права акционарских друштава.¹⁰⁹ Принцип постојања основног капитала и обавеза његовог одржавања су две основне идеје водиле Друге директиве, чије се далекосежне последице могу уочити на конкретним решењима великог броја других правних института.¹¹⁰ Међутим,

¹⁰⁴ Види: Francesco Denozza, „Different Policies for Corporate Creditor Protection”, European Business Organization Law Review, бр. 7 из 2006. године, стр. 410-411.

¹⁰⁵ Види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, *нав. чланак*, стр. 72-73.

¹⁰⁶ Види: Peter O. Mülberty, *нав. чланак*, стр. 379.

¹⁰⁷ О препорукама у односу на Интернет страницу друштва види: Кодекс КУ, чл. 295-298.

¹⁰⁸ Види: Peter O. Mülberty, *нав. чланак*, стр. 380.

¹⁰⁹ Види: Luca Enriques & Martin Gelter, „Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection”, European Business Organization Law Review, бр. 7 из 2006. године, стр. 422.

¹¹⁰ Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58

концепт постојања основног капитала није успео да заштити интересе поверилаца друштва у мери у којој се то очекивало. Заштита коју он пружа је привидна, јер нема гаранције да друштво након извршене радње (на пример, плаћања акционарима) неће постати презадужено или инсолвентно. Због тога се на нивоу ЕУ размишља о увођењу алтернативног концепта, који би водио укидању основног капитала. Заштита поверилаца би се према новим идејама заснивала на увођењу нових критеријума (тестова) који би по својим начелним карактеристикама требало да буду супериорнији у односу на принцип одржавања основног капитала. Према тим решењима, акционарско друштво може вршити исплате својим акционарима само уколико се испуне услови из тестова презадужености и ликвидности.¹¹¹

(3) *Посебна правила за пословне групације.* Пословне групације на два начина могу негативно да утичу на права поверилаца: прво, ове структуре смањују транспарентност тако што нестају разлике између имовине чланица групације, а то води често погрешној претпоставци да читава група стоји иза дуговања сваког појединог члана; и друго, правни послови између чланица групације крију опасност да ће све користи бити пренесене на доминантног члана, а све ризике сносити остали чланови.¹¹² Отуда се развој посебних правила о корпоративним групацијама може посматрати као начин пружања заштите повериоцима у посебном правном окружењу.¹¹³

(4) *Посебна правила за друштва у пословној кризи.* Што је друштво ближе инсолвентности, то акционари и чланови органа управљања имају већи подстицај да се коцкају, улазећи у све ризичније пословне подухвате, или да смишљају начине како да већи део имовине друштва ставе ван домашаја поверилаца у касније отвореном стечајном поступку. У циљу дестимулисања вршења радњи на штету поверилаца друштва у пословној кризи, право акционарских друштава је развило бројне институте, међу којима се посебно истичу: прво, прописивање обавезе покретања стечајног поступка у кратком року након испуњења стечајног разлога;¹¹⁴ друго, могућност побијања правних радњи

of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, Official Journal L 026 од 31.1.1977. године.

¹¹¹ О алтернативном концепту заштите поверилаца и акционара, тестовима презадужености и ликвидности, више види: Винтеров извештај, стр. 86-89; Вук Радовић, „Измене Друге директиве и могући правци будућег развоја”, стр. 200-203.

¹¹² Види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, *нав. чланак*, стр. 75.

¹¹³ О плановима за будуће јединствено уређење корпоративних група и пирамидалних структура у ЕУ види: Винтеров извештај, стр. 94-100.

¹¹⁴ О обавезности покретања стечајног поступка више види: Вук Радовић, „Предлог дужника за покретање стечајног поступка (добровољни стечај)”, *Право и привреда*, бр. 5-8/2004, стр. 693-696.

стечајног дужника учињених у одређеном периоду пре отварања стечајног поступка под одређеним условима;¹¹⁵ треће, увођење појачане одговорности чланова управе који су знали или морали знати да друштво не може да мимоиђе стечајни поступак;¹¹⁶ и четврто, субординација акционарских потраживања у стечајном поступку у односу на потраживања других поверилаца.¹¹⁷

(5) *Фидуцијарне дужности*. Развој фидуцијарних дужности, њихово ширење на већи број лица и ефикасна судска примена могу остварити превентивно дејство на заштиту права поверилаца.¹¹⁸

(6) *Одговорност акционара*. Пробијање правне личности акционарског друштва је крајње средство које успоставља директну одговорност акционара (исто важи и за контролно друштво унутар групације друштава) према повериоцима друштва, у случајевима злоупотребе ограничене одговорности.¹¹⁹ Као алтернатива пробијању правне личности, у неким државама (на пример, у Француској и Енглеској) се развио институт *de facto* директора или директора из сенке, који може довести до одговорности контролног акционара који је својим радњама утицао на чланове управе да поступају противно својим фидуцијарним дужностима.¹²⁰

(7) *Заштита поверилаца у посебним околностима*. Законодавства препознају потребу да се права поверилаца додатно заштите у посебним околностима у којима се друштво може наћи, а које могу на њих неповољно да утичу. У ову групу би се могла сврстати правила о заштити поверилаца у случајевима утврђења ништавости регистрације, статусних промена и одговорности оснивача и других лица за обавезе преузете пре регистрације друштва.¹²¹

¹¹⁵ Иако је Паулијанска тужба у стечају институт стечајног права, она се примењује на правне радње учињене у периоду од три месеца до пет година пре отварања стечајног поступка, зависно од основа за побијање.

¹¹⁶ У Енглеској је овај институт познат под називом *wrongful trading*. Више види: Paul Davies, „Directors’ Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency”, *European Business Organization Law Review*, бр. 7 из 2006. године, стр. 315-329. Висока група експерата се заложила за увођење сличног правила на нивоу ЕУ, јер се њиме поштрава одговорност директора у друштвима којима прети стечај. Види: Винтеров извештај, стр. 86.

¹¹⁷ У српском праву је делимична субординација потраживања акционара спроведена институтом „зајам уместо капитала”. Види: ЗОПД, чл. 232.

¹¹⁸ Кодекс КУ (чл. 113) прописује да управни одбор „треба да настоји да друштво послује остварујући добит, поштујући при том интересе... поверилаца...”

¹¹⁹ Види: ЗОПД, чл. 15.

¹²⁰ Више о директорима из сенке види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, *нав. чланак*, стр. 93; Мирко Васиљевић, „Компанијско право (право привредних друштава Србије и ЕУ)”, стр. 106-107.

¹²¹ Види: ЗОПД, чл. 11(5), 12, 395, 417.

6. Закључно о агенцијским проблемима

Агенцијски проблеми су незаобилазни приликом проучавања акционарских друштава. Они указују на најзначајније конфликтне односе унутар ових друштава. На микроплану агенцијски проблеми могу узроковати неефикасно управљање друштвом, нерентабилно пословање, инсолвентност друштва, неправичан однос према неким носиоцима ризика пословања друштва и занемаривање њихових интереса, док на макроплану они могу створити неповерење у тржиште хартија од вредности и акционарство, берзанске крахове, повећање незапослености и бројне друге општедруштвене негативне последице. Због тога, *ratio* постојања великог броја законских правила која уређују право акционарских друштава и смисао развоја добре праксе корпоративног управљања треба тражити у умањивању или разрешењу агенцијских проблема.

Већи степен испољавања агенцијских проблема међу акционарским друштвима у једној држави означава низак квалитет корпоративне легислативе и праксе. Подизање квалитета је могуће само ако држава претходно препозна који агенцијски проблем је за привреду најдеструктивнији, па на темељу тог сазнања усвоји адекватна законска решења и тако постави оквир за борбу против агенцијских проблема. При том, сваком акционарском друштву треба дати могућност да апстрактна законска решења прилагоди својим конкретним потребама. Упоредна пракса је показала да се изразито повољни ефекти могу остварити усвајањем и ефикасном применом националног кодекса корпоративног управљања, који би представљао врсту споне између законских решења и праксе друштава, са идејом давања животних одговора на увек присутне, али никада пожељне агенцијске проблеме.