

др Вук Радовић,  
доцент Правног факултета  
Универзитета у Београду

## КУМУЛАТИВНО ГЛАСАЊЕ ЗА ИЗБОР ЧЛАНОВА УПРАВЕ (I део)

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

*У првом делу рада су објашњени појам, дејство и примена директног гласања, као уобичајеног начина гласања акционара. Након тога, аутор је издвојио основне карактеристике кумулативног гласања и објаснио претпоставке за његову примену (законска дозвољеност и врста одлука које се усвајају). Аутор је у овом делу раду детаљно објаснио и начин примене кумулативног гласања, уз наглашавање бројних проблема који могу довести до неправичних и непожељних исхода. У другом делу рада ће бити приказана најзначајнија ограничења кумулативног гласања, међу којима се посебно издвајају: смањење броја чланова управе, укидање кумулативног гласања, једнака подела гласова, увођење класификоване управе, разрешење члана управе именованог од стране мањинских акционара и попуњавање упражњених места у управи. Анализа ограничења је од великог значаја, јер од њих зависи домен примене и ефикасност оваквог начина гласања. На основу целокупне анализе кумулативног гласања, аутор закључује да је ово правни институт који се може са подједнаком аргументацијом нападати и бранити, због чега није могуће дати недвосмислен закључак у прилог оправданости његовог увођења.*

Кључне речи: *Кумулативно гласање. – Директно гласање. – Управни одбор. – Избор чланова управе. – Акционарско друштво.*

## 1. О НАЧИНИМА ГЛАСАЊА АКЦИОНАРА ЗА ИЗБОР ЧЛАНОВА УПРАВЕ

Директно гласање је традиционалан начин гласања о избору чланова управе акционарског друштва од стране скупштине акционара. Под утицајем америчког права у последње време се све више развија корпоративна пракса коришћења кумулативног гласања, као алтернативног система за избор чланова управе. Ипак, због опирања неких великих правних система, још увек се не може говорити о кумулативном гласању као универзално прихваћеном начину гласања у праву акционарских друштава.

Кумулативно гласање је усвајањем Закона о привредним друштвима 2004. године први пут уведено у право Србије, и то као претпостављен начин гласања за избор чланова управног и надзорног одбора отвореног акционарског друштва, односно као дозвољен начин за избор чланова управног одбора затвореног акционарског друштва и друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>1</sup> Из тог разлога је од велике важности да се правилно разуме суштина кумулативног гласања у поређењу са директним гласањем, начин кумулирања и проблеми који том приликом могу настати, као и утицај бројних института и корпоративних техника на ограничавање ефикасности кумулативног гласања, а све у циљу схватања домашаја и смисла наших позитивноправних решења.

## 2. ПОЈАМ, ДЕЈСТВО И ПРИМЕНА ДИРЕКТНОГ ГЛАСАЊА

Директно гласање (равномерно гласање, стандардно правило гласања,<sup>2</sup> енг. *straight voting*) је уобичајен начин гласања за избор чланова управе. Сваки акционар број гласачких акција којима располаже множи са бројем чланова управног одбора за које ће гласати, уз обавезу да тим кандидатима равномерно расподели све гласове које има.<sup>3</sup> У систему важења принципа једна обична акција – један глас, број обичних акција које поседује акционар представља у исто време и максималан број гласова које акционар може дати једном кандида-

---

<sup>1</sup> Закон о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/04, чл. 154, 309, 327, 330.

<sup>2</sup> S. M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, New York 2002, 444.

<sup>3</sup> В. српски Кодекс корпоративног управљања – Кодекс КУ, *Службени гласник РС*, бр. 1/06, чл. 172.

ту.<sup>4</sup> Акционар нема могућност да неравномерно распореди своје гласове на неке од предложених кандидата. Код директног гласања, слобода акционара се своди на избор лица којима ће дати највише унапред дефинисан број гласова. Према томе, у случају да се определи да гласа он се може одлучити да гласове да једном или неколицини кандидата, при чему је највећи број лица на које може расподелити своје гласове одређен бројем лица која се бирају. Ово правило је у српском праву изричито предвиђено, јер се гласови акционара рачунају „само ако акционар гласа за број кандидата који не прелази укупан број чланова који се бира“.<sup>5</sup>

Функционисање директног гласања се једноставно може објаснити на следећем примеру:<sup>6</sup> акционарско друштво има 100 обичних (гласачких) акција, а бира се пет чланова управног одбора. Друштво има два акционара: акционара А који поседује 40 и акционара Б који поседује 60 акција. Акционар А (мањински акционар) располаже са укупно 200 гласова (40 акција x 5 чланова управног одбора = 200), док акционар Б (већински акционар) има укупно 300 гласова (60 акција x 5 чланова управног одбора = 300). У систему директног гласања, акционар Б ће све своје гласове равномерно расподелити на пет својих кандидата за чланове управног одбора и сваки кандидат ће добити по 60 гласова. Акционар А може сваком кандидату за кога жели да гласа да да највише 40 гласова. Како он не може ниједном свом кандидату да обезбеди више од 60 гласова, колико ће добити сваки од кандидата акционара Б, он неће имати свог представника у управном одбору друштва.

Применом правила о директном гласању лице које постане ималац преко 50% капитал-учешћа у друштву може изабрати све чланове управе.<sup>7</sup> Овакав ефекат се постиже доношењем одлука о избору, односно неизбору сваког од предложених кандидата за директоре друштва. Другим речима, избор чланова колективних органа се остварује доношењем појединачних одлука, а не њиховим избором *en bloc*. У условима дисперзованог акционарства, и знатно мањи

<sup>4</sup> „...акционар не може дати ниједном кандидату више гласова од броја гласачких акција које... поседује.“ F. A. Gevurtz, *Corporation Law*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2000, 482.

<sup>5</sup> ЗОПД, чл. 297, ст. 3, тач. 2.

<sup>6</sup> Слично в. Д. Радоњић, „Правни и математички аспекти кумулативног гласања“, *Право и привреда* бр. 5–8/2003, 55.

<sup>7</sup> R. W. Hamilton, *Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies – Cases and Materials*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2001, 497; A. R. Pinto, Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, LexisNexis, New York 1999, 95; S. M. Bainbridge, 444; A. R. Palmiter, *Corporations – Examples and Explanations*, Aspen Publishers, 1999, 118.

процент гласачког капитала може на овај начин омогућити стицање фактичке контроле над друштвом.

Када је реч о доношењу одлуке о избору чланова управе директно гласање се примењује у следећим ситуацијама: прво, када законодавство прописује директно гласање као императивно правило или то чини посредно кроз забрану кумулативног гласања; друго, када је директно гласање предвиђено као диспозитивно правило, а конкретно друштво није оптирало за примену кумулативног гласања; и треће, када је кумулативно гласање предвиђено као диспозитивно правило, а друштво оптира за примену директног гласања. За све друге корпоративне одлуке (осим одлуке о избору чланова управе) директно гласање је у свим правним системима једини начин гласања од стране акционара.<sup>8</sup>

### 3. ПОЈАМ И ДЕЈСТВО КУМУЛАТИВНОГ ГЛАСАЊА

Кумулативно гласање (пропорционално гласање, енг. *cumulative voting*) је алтернативан начин гласања акционара, код кога сваки акционар број гласова којим располаже множи са бројем чланова управе који се бирају, при чему тако добијен број гласова може без ограничења расподелити на једног, неколицину или све кандидате.<sup>9</sup> Они кандидати који добију највећи број гласова сматрају се изабраним члановима управног одбора.

Основна сличност кумулативног и директног гласања се састоји у једнаком броју гласова којима акционар располаже. Међутим, ту сличности престају, јер за разлику од директног гласања кумулативно гласање даје право акционару да своје гласове распореди на један од следећа три начина: прво, да све гласове да једном кандидату;<sup>10</sup> друго, да све гласове распореди на неколико кандидата, при чему акционар одређује колико ће ком кандидату дати (на пример, да једном кандидату да више гласова него другом или да им да једнак број гласова); и треће, да све своје гласове распореди на онолико кандидата колико се чланова управе бира (опет уз могућност да им да једнак или неједнак број гласова). Закон о при-

---

<sup>8</sup> Н. G. Henn, John R. Alexander, *Laws of Corporations*, West Group 1983, 494.

<sup>9</sup> В. амерички *Model Business Corporation Act* из 1984. године (даље: МВСА), чл. 7.28(с); Кодекс КУ, чл. 171.

<sup>10</sup> Код директног гласања максималан износ гласова који се може дати једном кандидату једнак је броју акција којима акционар располаже.

вредним друштвима помиње само прву и модификовану трећу опцију, јер акционар може „све те гласове дати једном кандидату“ (прва опција) „или их расподелити без ограничења свим кандидатима“ (модификована трећа опција).<sup>11</sup> Модификација треће опције се састоји у томе што закон говори о могућности расподеле гласова на све предложене кандидате, без обзира на број чланова управе који се бирају.<sup>12</sup> И поред јасне законске формулације, чини се да не би требала да буде спорна могућност расподеле гласова и на неколицину кандидата.<sup>13</sup>

Данас се кумулативно гласање првенствено посматра као значајан сегмент у корпусу заштите права мањинских акционара.<sup>14</sup> Наиме, применом оваквог начина гласања мањински акционари стичу право да, и поред постојања већинског акционара, лакше изаберу своје представнике у управу друштва. Увођење кумулативног гласања не значи да је мањинским акционарима присуство у управи друштва загарантовано, већ само да су њихове шансе за избор једног или више чланова управе увећане.<sup>15</sup>

Дејство кумулативног гласања се може илустровати на следећем примеру: затворено акционарско друштво има два акционара, лице А које поседује 82 акције и лице Б које поседује 18 акција. Друштво бира пет чланова управног одбора. Ако у наведеном примеру лице Б свих 90 гласова којима располаже (5 чланова управног одбора x 18 акција) да свом кандидату за члана управног одбора, онда оно може бити сигурно да ће тај кандидат бити изабран. Овакав закључак проистиче из чињенице да лице А не може све своје гласове (410 гласова) да расподели на пет кандидата, на тај начин да сваки кандидат добије више од 90 гласова, колико је добио кандидат мањинског акционара. У случају да он да по 91 глас за четири своја кандидата, за петог му остаје свега 46 гласова.

<sup>11</sup> ЗОПД, чл. 309, ст. 5.

<sup>12</sup> Ово је видљиво и из правила по коме се гласови акционара рачунају само ако акционаров укупан број гласова за све кандидате не пређе укупан број гласова које има тај акционар. В. ЗОПД, чл. 297, ст. 3, тач. 3.

<sup>13</sup> Кодекс КУ је исправио уочени недостатак (чл. 171).

<sup>14</sup> Н. Hansmann, R. Kraakman, „The Basic Governance Structure“, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, (ed. R. Kraakman et al.), Oxford University Press 2005, 54.

<sup>15</sup> Ефикасност кумулативног гласања зависи од низа фактора, а као најзначајнији се издвајају: 1) број чланова управе који се бирају; 2) број акција присутних на скупштини акционара; и 3) начин расподеле гласова, в. Е. W. Sell, L. H. Fuge, „Impact of Classified Corporate Directorates on the Constitutional Right of Cumulative Voting – a Critical Evaluation of the Wolfson v. Avery Problem“, *University of Pittsburgh Law Review* 17/1956, 152.

#### 4. ПРЕТПОСТАВКЕ ЗА ПРИМЕНУ КУМУЛАТИВНОГ ГЛАСАЊА

Кумулативно гласање се примењује само у случајевима када је дозвољено и када се бирају колегијални органи друштва од стране скупштине акционара.

##### 4.1. Дозвољеност кумулативног гласања

Дозвољеност кумулативног гласања је прва нужна претпоставка за његову примену. Кумулативно гласање се у правни поредак једне земље може увести на три начина: као императивно правило, као диспозитивно правило или као опција коју друштва могу искористити.

1) *Обавезно кумулативно гласање.* У малом броју држава кумулативно гласање је императивног карактера.<sup>16</sup> Премда се најчешће уводи законом, у неким државама је право на кумулативно гласање уздигнуто на ниво уставом гарантованог права.<sup>17</sup> У крајњој линији ово и не треба да чуди, јер кумулативно гласање за избор директора и води порекло из Устава државе Илиноис из 1870. године.<sup>18</sup> У Америци је средином XX века број држава које су прихватале обавезно кумулативно гласање доживео врхунац, да би након тога у два таласа тај број значајно опао (прво због уверења да је кумулативно гласање узрочник све чешћих покретања поступака за разрешење чланова управе, а касније и због страха да кумулативно гласање подстиче непријатељска преузимања).<sup>19</sup> Данас је императивност кумулативног гласања изузетак међу државама чланицама САД.

Основна последица обавезног кумулативног гласања се састоји у томе да друштво нема слободу да га својим интерним актима укине, ограничи или забрани, чиме се сужава аутономија воље акционара. Данас се концепција обавезног кумулативног гласања све више

<sup>16</sup> Руски Закон о акционарским друштвима из 1995. године (са изменама из 2001. године, даље: ЗАД) уводи обавезно кумулативно гласање за сва акционарска друштва која имају преко 1000 запослених (чл. 66, ст. 4, тач. 1). Поред Русије и осам америчких држава усваја обавезно кумулативно гласање: Аризона, Калифорнија (само за некотирана акционарска друштва), Хаваји, Кентаки, Небраска, Јужна Дакота, Северна Дакота и Западна Вирџинија.

<sup>17</sup> Уставно право на кумулативно гласање познају Аризона, Јужна Дакота и Северна Дакота.

<sup>18</sup> Пракса увођења кумулативног гласања уставима је трајала све до 1955. године, када је укупно 13 америчких држава имало овакве уставне одредбе. Више о историјату кумулативног гласања у САД, в. W. Campbell, „The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors“, *Business Lawyer* 10/1955, 3–13.

<sup>19</sup> J. N. Gordon, „Institutions as Relational Investors: a New Look at Cumulative Voting“, *Columbia Law Review* 94/1994, 147–158.

третира као правни анахронизам.<sup>20</sup> Противно ставовима теорије и законодавним тендецијама, Црна Гора је прихватила обавезно кумулативно гласање.<sup>21</sup>

2) *Кумулативно гласање као диспозитивно правило.* У неким државама је кумулативно гласање предвиђено као диспозитивно законско правило, при чему је привредним субјектима остављена слобода да прихвате и директно гласање, ако сматрају да им то више одговара. Ово решење је, на изненађење стручне јавности, прихватило и право Србије, али само за отворена акционарска друштва.<sup>22</sup> Овим друштвима је дата слобода да оснивачким актом или статутом предвиде директно гласање и тако добровољно оптирају за непримену законског диспозитивног режима који се односи на кумулативно гласање. Концепцијски се српском решењу могу упутити три замерке:

– прва, увођење кумулативног гласања као диспозитивног правила претпоставља да су српска друштва упозната са концептом кумулативног гласања и да су га у пракси већ прихватила, а како то код нас није случај, прописивање оваквог начина гласања може довести до бројних негативних последица и урушавања овог института;

– друго, кумулативно гласање као диспозитивно правило више одговара затвореним, него отвореним акционарским друштвима; и

– треће, могућност дерогирања законске претпоставке статутом даје право управном одбору да одлучује о начину гласања за избор својих чланова, што посредно омогућава већинском акционару да одлуком управног одбора у коме има већину чланова укине кумулативно гласање.

За Србију би боље решење било да је отвореним акционарским друштвима само отворена могућност да своје чланове управе бирају кумулативним гласањем, а да се и даље претпоставља примена директног гласања.

3) *Кумулативно гласање као опција.* Највећи број држава које познају кумулативно гласање прихвата концепцију по којој је дирек-

---

<sup>20</sup> Н. F. Sturdy, „Mandatory Cumulative Voting: an Anachronism“, *Business Lawyer* 16/1961, 550–576.

<sup>21</sup> В. црногорски ЗПД, чл. 42, ст. 9: „Руководећи се интересима мањинских акционара закон је у овом ставу прописао као обавезан начин избора чланова овог органа технику кумулативног гласања“. Д. Радоњић, *Коментар Закона о привредним друштвима*, СИД, Подгорица 2003, 209–210.

<sup>22</sup> „У отвореном акционарском друштву чланови управног одбора бирају се кумулативним гласањем ако оснивачким актом или статутом друштва није друкчије одређено.“ ЗОПД, чл. 309, ст. 4. „Чланови управног одбора бирају се кумулативним гласањем ако оснивачким актом или статутом друштва није предвиђено директно гласање.“ Кодекс КУ, чл. 170.

тно гласање правило, уз могућност да се конститутивним актом друштва уведе кумулативно гласање.<sup>23</sup> Кумулативно гласање као опција је најбоље решење за државе које немају искуства у примени овог института, јер оно препушта друштвима да сама прихвате кумулативно гласање ако оцене да је то у њиховом најбољем интересу. Чак се и у САД, држави са најразвијенијом културом коришћења кумулативног гласања, само омогућавање кумулативног гласања сматра модерним трендом.<sup>24</sup> Ово је концепција нашег закона за затворена акционарска друштва и друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>25</sup> Овде треба скренути пажњу на чињеницу да затворена акционарска друштва и друштва са ограниченом одговорношћу у Србији могу уместо управног одбора имати директора као инокосног органа управљања,<sup>26</sup> и у том случају се за његов избор примењују правила директног гласања.

Највећи број држава данас не познаје могућност избора чланова управе кумулативним гласањем. На питање да ли то значи да те државе дозвољавају или забрањују кумулативно гласање не може се дати апстрактан одговор. За сваку државу је неопходно посебно испитати у којој мери су њена правила која се односе на избор чланова управе императивног карактера. Примера ради, ако компанијско право неке државе усваја когентан принцип једна акција – један глас, онда оно повлачи са собом недозвољеност кумулативног гласања. У тим државама, кумулативно гласање мора бити изричито предвиђено законом, и то у виду обавезе или могућности његовог увођења. Из истог разлога би у Србији кумулативно гласање било забрањено да није посебним прописима омогућено.<sup>27</sup>

Коришћење кумулативног гласања се првенствено везује за друштва капитала. Оно је због могућности утицаја на разрешење

<sup>23</sup> В. амерички МВСА, чл. 7.28(b); Компанијски закон Делавера из 2000. године, чл. 214 (укупно 30 америчких држава прихвата ово решење). У Русији ако акционарско друштво има мање од 1000 запослених, оснивачким актом се може увести кумулативно гласање (руски ЗАД, чл. 66). У Јапану, директно гласање је правило, а сваки акционар има право да предложи увођење кумулативног гласања (јапански ТЗ, чл. 241, чл. 256, ст. 3). Скоро све компаније у Јапану су својим оснивачким актом онемогућиле ово право акционара.

<sup>24</sup> Н. Ф. Sturdy, 571.

<sup>25</sup> Оснивачким актом или статутом акционарског друштва, односно уговором чланова друштва са ограниченом одговорношћу, може се одредити кумулативно гласање за избор чланова управног одбора, ЗОПД, чл. 154, ст. 2, чл. 309, ст. 6.

<sup>26</sup> ЗОПД, чл. 153, ст. 1, чл. 307, ст. 1.

<sup>27</sup> Овакав закључак се може извући из најмање два императивна правила Закона о привредним друштвима: прво, једна обична акција увек даје право на један глас (чл. 204, ст. 3 и 5, чл. 208, ст. 1, тач. 3); и друго, број гласова које за сваког члана управног одбора има сваки акционар једнак је броју поседованих акција (чл. 309, ст. 3).



другог агенцијског проблема препоручљива корпоративна пракса за затворена акционарска друштва и друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>28</sup> Због велике дисперзије акција и непостојања контролног акционара, у отвореним акционарским друштвима није једноставно одредити ефекте примене кумулативног гласања. Због тога се и становишта крећу од истицања потребе ограничавања кумулативног гласања само на затворена друштва,<sup>29</sup> преко заузимања неутралног становишта,<sup>30</sup> па све до указивања на позитивна дејства кумулативног гласања на отворена друштва.<sup>31</sup> У сваком случају, пракса је показала да се кумулативно гласање ретко користи у великим акционарским друштвима, док је релативно често у малим и средњим друштвима (до 500 акционара).<sup>32</sup>

#### 4.2. Врста одлуке која се усваја

Кумулативно гласање се може користити само у случају када се бирају колегијални органи од стране скупштине акционара. За примену кумулативног гласања је нужно да се сви чланови органа бирају заједно, у исто време, а не да се за свако место у органу гласа посебно, односно да се гласање спроводи за сваког предложеног кандидата.<sup>33</sup> Када се доноси одлука о избору једног директора, онда се ефекти кумулативног гласања изједначавају са ефектима директног гласања.<sup>34</sup> Одлуку у том случају увек доноси лице које поседује већински пакет акција, јер нема могућности прерасподеле гласова између више кандидата. Исто важи и за доношење сваке друге одлуке скупштине акционара (на пример, одлуке о расподели дивиденди, одлуке о повећању основног капитала, и др.).

<sup>28</sup> J. G. Sobieski, „In Support of Cumulative Voting“, *Business Lawyer* 15/1960, 316–317.

<sup>29</sup> A. R. Pinto, Douglas M. Branson, 96, 269–270. Према неким ауторима, кумулативно гласање у отвореним акционарским друштвима компликује гласање преко пуномоћника и уобичајено не утиче на исход гласања. R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, WEST Group, St. Paul, Minn. 2000, 269.

<sup>30</sup> J. G. Sobieski, 317.

<sup>31</sup> Кумулативно гласање представља ефикасно средство за успостављање дуготрајног односа институционалних инвеститора са друштвима у која су уложили средства. Више в. J. N. Gordon, 124.

<sup>32</sup> A. R. Palmiter, 120; Arthur R. Pinto, Douglas M. Branson, 96.

<sup>33</sup> J. D. Cox, Th. L. Hazen, F. H. O’Neal, *Corporations*, Aspen Law & Business, New York 1997, 329.

<sup>34</sup> „...ова техника је применљива само у случају када се ради о избору два или више, односно свих чланова одбора директора, али није применљива када се бира само један члан овог органа, јер у том случају постоји директно гласање.“ Д. Радоњић, *Коментар Закона о привредним друштвима*, 209–210.

У највећем броју законодавстава кумулативно гласање је начин омогућавања партиципације мањинских акционара у органима управљања, што значи да се оно примењује само када је реч о одлукама о избору колегијалних органа управљања.<sup>35</sup> У праву Србије кумулативно гласање има шири домен примене. Оно се односи на избор:

а. чланова управног одбора акционарског друштва и друштва са ограниченом одговорношћу,<sup>36</sup> и

б. чланова надзорног одбора отвореног акционарског друштва.<sup>37</sup>

Оваквим решењем српско право је отишло корак напред у односу на упоредна законодавства у погледу заштите права мањинских акционара, јер им се олакшава учешће не само у органима управљања, већ и у појединим интерним органима надзора.

## 5. ПРИМЕНА КУМУЛАТИВНОГ ГЛАСАЊА

Приликом примене кумулативног гласања за мањинског акционара ће се као основно поставити следеће питање: колики је број гласачких акција неопходан за избор једног члана управе у друштву? Општеприхваћена формула за израчунавање броја акција потребних за именовање једног члана управе је:<sup>38</sup>

$$X = \frac{A}{D+1} + 1$$

при чему је:

X – број акција потребних за избор једног директора

A – укупан број гласачких акција друштва

D – број директора који се бирају.

<sup>35</sup> A. R. Palmiter, 119.

<sup>36</sup> ЗОПД, чл. 154, ст. 2, чл. 309, ст. 4–6.

<sup>37</sup> ЗОПД, чл. 330, ст. 3. Затворена акционарска друштва и друштва са ограниченом одговорношћу не могу имати надзорни одбор, већ само интерног ревизора или одбор ревизора.

<sup>38</sup> Више в. R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, 267; E. W. Sell, L. H. Fuge, 153; S. M. Bainbridge, 445; A. R. Palmiter, 119–120; З. Арсић, „Кумулативно гласање за избор чланова одбора директора“, *Правни живот* 11/2004, 50–51; Д. Радоњић, *Коментар Закона о привредним друштвима*, 371–372.

Први део формуле  $(A / D + 1)$  представља максималан број акција које једно лице може поседовати, а да му оне не дају право на избор једног члана управе.<sup>39</sup> Једна акција или део акције преко тог износа је довољна за избор директора. Ова формула игнорише постојање фракционих акција, што може водити до грешке у износу од једне акције.<sup>40</sup> На пример, у друштву које има 200 акција, а бира се петочлана управа, према формули потребно је да акционар има 34,33 акције за избор једног директора, што практично значи 35 акција. Међутим, то није тачно, јер акционар може и са 34 акције да именује свог представника у управи.

Приказан недостатак отклања следећа формула:<sup>41</sup>

$$\frac{\text{број акција потребних за избор једног директора}}{\text{укупан број гласачких акција}} > \frac{\text{број директора који се бирају} + 1}{\text{укупан број гласачких акција}}$$

Ако се претпостави да друштво има 100 гласачких акција, онда се применом наведених формула могу добити следећи резултати:

– у случају да друштво бира три члана управног одбора, за избор једног члана је потребно да акционар поседује 26 акција, односно више од 25% акција друштва;

– у случају да друштво бира пет чланова управног одбора, за избор једног члана је потребно поседовати 17 акција, односно више од 16,67% акција друштва;

– ако се у друштву бира 9 чланова управног одбора, акционару је за избор једног члана управног одбора потребно 11 акција, односно више од 10% гласачких акција друштва.

Наведени примери показују да постоји обрнута сразмера између броја акција потребних за избор једног члана управе и укупног броја чланова управе који се бирају. Што је већи број чланова управе који се бирају, то је потребан мањи проценат капитал-учешћа за избор једног члана.<sup>42</sup> Према томе, права мањинских акционара су у директној сразмери са бројем чланова управе.

<sup>39</sup> R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, 268.

<sup>40</sup> *Ibid.*

<sup>41</sup> J. H. Choper, J. C. Coffee, Jr., R. J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, Aspen Law & Business, New York 2000, 598; A. R. Pinto, D. M. Branson, 95.

<sup>42</sup> J. D. Cox, Th. L. Hazen, F. H. O'Neal, 329.

Аналогно приказаним формулама, број акција потребних за именовање  $n$  чланова управе гласи:

$$X = \frac{n \cdot A}{D + 1} + 1 \quad \text{или} \quad \frac{\text{број акција потребних за избор}}{n \text{ директора}} > \frac{n \cdot \text{укупан број акција}}{\text{број директора који се бирају} + 1}$$

Све до сада приказане формуле претпостављају да ће се на седници скупштине појавити сви акционари. Како је то у пракси ретак случај, сваки акционар приликом израчунавања броја чланова управе које може да изабере мора да узме у обзир и податак о томе колико је акционара присутно на седници. Због тога, резултате свих горе наведених формула треба разумети као минимална гарантована права мањинских акционара, а од присуства акционара зависи у којој мери ће они имати више права од гарантованих. Да би акционар установио колики број чланова управе може да изабере на конкретној седници, он треба укупан број гласачких акција, означен словом  $A$ , да замени укупним бројем присутних гласачких акција.

## 6. ПРОБЛЕМИ У ПРИМЕНИ КУМУЛАТИВНОГ ГЛАСАЊА

Примена кумулативног гласања је скопчана са бројним проблемима. Због слободе расподеле гласова и неизвесности око тога како ће који акционар распоредити своје гласове, последице гласања могу бити неочекиване. За разлику од директног гласања, код кумулативног гласања се услед могућности расипања гласова лако може направити грешка.<sup>43</sup>

Проблеми у примени кумулативног гласања се могу приказати на следећем примеру: акционарско друштво има 200 акција и два акционара, лице  $X$  које поседује 120 акција и лице  $Y$  које поседује 80 акција, а бира се пет чланова управног одбора. Акционар  $X$  располаже са 600 гласова ( $120 \times 5$ ), акционар  $Y$  са 400 гласова ( $80 \times 5$ ). Сваки акционар је предложио пет кандидата за чланове управног одбора. Применом формуле за израчунавање броја чланова управног одбора на које сваки акционар има право долази се до следећег закључка: акционар  $X$  има право на три члана, док акционар  $Y$  има право на два члана.<sup>44</sup> Следећа три сценарија указују на различите резултате кумулирања гласова.

<sup>43</sup> R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, 266.

<sup>44</sup> Према формули за избор два члана је потребно имати више од  $66,66$  акција друштва ( $2 \times 200 / (5 + 1)$ ).

*Сценарио 1.* Акционар X гласа по правилима директног гласања, распоређујући све своје гласове равномерно на све кандидате које је предложио, а акционар Y кумулира своје гласове у корист само три кандидата која је предложио. Резултат гласања је следећи:

X1–120; X2–120; X3–120; X4–120; X5–120; Y1–133; Y2–133; Y3–134; Y4–0; Y5–0

У пет кандидата који су добили највећи број гласова налазе се три кандидата мањинског акционара (лица Y1, Y2 и Y3). Према томе, у овом сценарију је профитирао мањински акционар, јер је изабрао једног члана више него што је требало.<sup>45</sup>

*Сценарио 2.* Акционар Y гласа на исти начин као у сценарију 1, а акционар X своје гласове распоређује на четири кандидата. Исход гласања је следећи:

X1–140; X2–140; X3–160; X4–160; X5–0; Y1–133; Y2–133; Y3–134; Y4–0; Y5–0

Акционар X је у овом случају именовао четири члана управног одбора (лица X1, X2, X3 и X4), а акционар Y само једног (лице Y3). Овакав начин гласања је очигледно погодовао већинском акционару, јер је сада он изабрао једног члана управе више него што је очекивано.

*Сценарио 3.* Акционари гласају у складу са правилима кумулативног гласања. То значи да ће сваки акционар прво да утврди колико чланова управног одбора може да изабере, а када то учини све своје гласове ће распоредити на толико кандидата. Оваква стратегија гарантује и једном и другом акционару извесност у погледу исхода. Акционар X ће своје гласове да подели на три кандидата, а акционар Y на два. Претпоставимо да су они то урадили на следећи начин:

X1–200; X2–200; X3–200; X4–0; X5–0; Y1–200; Y2–200; Y3–0; Y4–0; Y5–0

Тек се у овом случају може говорити о оптималној расподели гласова оба акционара, јер је сваки од акционара изабрао онолико чланова управног одбора колико према формули треба да изабере.

Постоји два разлога због којих често долази до неочекиваних резултата у примени кумулативног гласања.

---

<sup>45</sup> Слична ситуација се десила у случају друштва *Sharpsville Railroad Company*, приликом избора шесточлане управе. Већински акционар је поседовао 3.396 акција, а мањински 3.037 акција. Већински акционар је све своје гласове (20.376 гласова) распоредио на свих шест кандидата, дајући сваком по 3.396 гласова. Мањински акционар је своје гласове (18.222 гласова) распоредио на четири кандидата, дајући сваком по 4.557 гласова. Као резултат гласања, мањински акционар је именовао четири од шест директора. Наведено према Н. F. Sturdy, 565.

1) *Неедукованост акционара*. Непознавање основних принципа кумулативног гласања од стране акционара један је од основних разлога за неадекватну расподелу гласова. Због тога добра пракса корпоративног управљања препоручује управном одбору да у циљу заштите неуких акционара, састави упутство са објашњењем како се на оптималан начин користи право гласа код кумулативног гласања. У упутству је потребно посебно навести права акционара у случају кумулативног гласања, разлике у односу на директно гласање, као и основне негативне последице неоптималног коришћења права гласа.<sup>46</sup>

2) *Жеља да се изабере већи број чланова управе од гарантованог*. До неоптималне расподеле чланских места у управи друштва долази и услед чињенице да неки од акционара жели да изабере већи број чланова управе него што му то поштовање правила о кумулативном гласању омогућава. Та тежња уобичајено има реално покриће у сазнању или претпоставци како ће друга страна гласати. Примера ради, већински акционар зна да ће мањински акционар своје гласове распоредити на већи број кандидата него што би требало, или мањински акционар претпостави да ће већински акционар гласати по правилима директног гласања.

(Рад ће се наставити у наредном броју часописа)

Vuk Radović, Ph.D

Assistant Professor,  
University of Belgrade Faculty of Law

## CUMULATIVE VOTING FOR ELECTION OF BOARD MEMBERS (Part one)

### *Summary*

Corporate governance has created many new legal issues in recent decades, among which cumulative voting stands out. Beside the fact that the European theory and practice still haven't made the final judgment concerning this type of voting, the major incentive for writing this paper was legal availability of this type of shareholder voting according to the Serbian Law on Business Organizations and the Serbian Corporate Governance Code. Furthermore, cumulative voting is the presumed type of

---

<sup>46</sup> Кодекс КУ, чл. 173.

voting for the election of board of directors and supervisory board in open corporations. There is apparent need to clarify these provisions, as well as to offer necessary guidelines to companies in order to properly implement rules on cumulative voting.

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

Key words: *Cumulative Voting. – Straight Voting. – Board of Directors. – Election of Board Members. – Corporation.*