*Marija Tasić**

UDK:3 47.725.031

MANJINSKI AKCIONARI: OPŠTA PITANJA O DEFINISANJU POJMA I MEHANIZMIMA PRAVNE ZAŠTITE

REZIME: Zaštita prava manjinskih akcionara je važna tema korporativnog upravljanja i regulative kompanijskog prava, koja ima nadnacionalni značaj. Da bi se pružila zaštita manjinskim akcionarima, potrebno je razumeti i definisati pojam manjinskih akcionara, kao i mehanizme uspostavljanja balansa između većine i manjine u društvu radi sprečavanja eksproprijacije prava manjine. Predmet istraživanja ovog rada su različite kategorije manjinskih akcionara i dostupnih mehanizama zaštite. Cilj istraživanja jeste definisanje kriterijuma prema kome se određuje pojam manjinskih akcionara, identifikovanje različitih kategorija manjinskih akcionara i pregled normativnih i „*soft law*“ mehanizama zaštite manjinskih akcionara.

Ključne reči: *manjinski akcionari, prava manjinskih akcionara, normativna zaštita prava, sudska zaštita prava.*

* Magistar pravnih nauka, Advokatska kancelarija Tasic&Partneri, e-mail: marija.tasic@tasiclaw.com

1. Postavka problema zaštite manjinskih akcionara

Suštinski se koncept manjinskih akcionara može razumeti kroz mehanizame korporativnog upravljanja koji se koriste za rešenje drugog agencijskog problema, dok se formalnopravno normira kroz opštu kompanijsku i posebnu regulativu, koja uključuje i različite aspekte tržišta kapitala i realne ekonomije.[1]

U teoriji kompanijskog prava, agencijski problem nastaje usled odvajanja vlasništva od upravljanja i definiše se kao ugovorni odnos, u kome jedan ili više principala (akcionara, vlasnika), angažuje drugu osobu (agenta, menadžera, direktora), da obavi određene usluge za principala, uz delegiranje dela prava odlučivanja na agenta, odakle potiče i naziv ovog pravnog pojma.[2] Prvi autor koji je identifikovao agencijski problem je Adam Smit u svom delu Bogatstvo naroda (*Wealth of Nation*), napominjući da se ne može očekivati od direktora akcionarskih društava, koji radije upravljaju tuđim nego svojim novcem, da „budno paze" na taj novac, kao što bi to radili vlasnici u privatnim kompanijama.[3]

Imajući u vidu mnoštvo aktera u akcionarskim društvima, kao i različite interakcije interesnih grupa i postojanje partikularnih interesa, pravna teorija razlikuje tri osnovna agencijska problema. *Prvi* agencijski problem se tiče odnosa uprave i akcionara i prisutan je u slučaju disperzovanog vlasništva, koji je karakterističan za države *common law* sistema. *Drugi* agencijski problem nastaje kao refleksija različitih interesa između većinskog i manjinskog akcionara i karakterističan je za evropske kontinentalne države. *Treći* agencijski problem nastaje između društva kao celine, koje obuhvata sve interesne grupe u društvu (upravu i akcionare) s jedne strane i druge nosioce rizika poslovanja (engl. *stakeholders*).[4] Zbog postojanja nekovergentnih interesa principala i

[1] Mnogobrojne studije i istraživanja su pokazala povezanost između razvoja finansijskog tržišta i ekonomskog razvoja. Više o tome: King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-738; Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review* 88, 537-558; Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88, 559-586.

[2] Vidi više: Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p. 310. Radović, V. (2007). Uticaj agencijskih problema na pravo akcionarskih društava i korporativno upravljanje: U: Vasiljević, M., & Radović, V. (Ur.). (2008). *Korporativno upravljanje – zbornik radova*, Beograd:, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, str. 238.

[3] Navedeno prema: Cadbury, A. (2015). The Genesis of Corporate Governance, Oxford Scholarship Online, p.5,

[4] Radović, V., op.cit.

agenta,[5] u praksi ni pored ulaganja napora i garancija obe strane u tom odnosu, nije moguće obezbediti da agent donosi odluke isključivo u interesu principala i maksimizira profit, bez dodatnih troškova za principala.[6]

Shodno navedenom, uređenje odnosa manjinskih i većinskih akcionara u akcionarskim društvima i stvaranje mehanizama za zaštitu prava manjinskih akcionara, je usmereno na razrešenje drugog agencijskog problema i sprečavanje kontrolnog vlasnika da prisvoji ili zloupotrebi pravo upravljanja i kontrole, kao i materijalne koristi i dobra, a na štetu interesa manjinskog akcionara.

2. Pojam i vrste manjinskih akcionara

Pojam manjinskih akcionara se determiniše na više načina, najpre u kontekstu pojma većinskog akcionara i koncepta kontrole u akcionarskom društvu.

U tom smislu, teorija poznaje dva osnovna principa u akcionarstvu i to su pravo većine (engl. *majority rule*) i pravo manjinskih akcionara ili pravo manjine (engl. *minority rights*). Pravo većine se manifestuje u nemogućnosti pobijanja odluka skupštine od strane manjinskih akcionara, ukoliko su donete propisanom većinom, odnosno kroz mogućnost da se nepravilnosti koje su učinjene u poslovanju kompanije od strane menadžmenta, mogu „izlečiti" odnosno postati punovažne odlukom proste većine akcionara, kada sud neće ni razmatrati tužbu uneti naziv postupka).[7]

Pravna doktrina je u vezi sa pravom manjine i većine ustanovila više teorija i to teoriju zloupotrebe prava većine, teoriju zloupotrebe prava manjine i teoriju zloupotrebe prava jednakosti, čije bi elaboriranje prevazišlo obim ovog rada [8]

U pravnoj teoriji i praksi, razlikuju se dva osnovna tipa akcionarstva i to anglosaksonski, disperzovan[9] i kontinentalni (nemački, japanski) koncentrisan, pri čemu se kod prvog tipa akcionarstva, razlikuju dve situacije, kada kompaniju zbog nedovoljne involviranosti manjinskih akcionara kontroliše

[5] Ibid.

[6] Jensen, M., & Meckling, W., op.cit. p. 308-310.

[7] Saharay, H., K. (2008). Company Law, Fifth Edition, Universal Law Publishing Co.Pvt.Ltd. New Delhi, p. 482

[8] Vasiljević, M. (2007)., op.cit. str. 20-21.

[9] Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *European Corporate Governing Institute Working Paper Series in Finance*, 02/2002.

menadžment i kada se manjinski akcionari udružuju radi ostvarivanja „manjinske kontrole.“[10]

Definisanje manjinskih akcionara se može izvršiti i kroz koncept kontrole, koji se faktički može razlikovati od zakonske definicije većinskih i manjinskih akcionara, koje većinsko vlasništvo prepoznaju kada akcionar poseduje preko 50 procenata akcija ili glasačkih prava, ili na drugi način značajno učestvuje u strukturi vlasništva u akcionarskom društvu. U sprovedenim istraživanjima je dokazano da kompaniju mogu kontrolisati akcionari koji direktno ili indirektno poseduju već 20 i više procenata glasačkih prava, što je značajno manji procenat od formalnopravnog većinskog vlasništva.[11]

Od pojmova manjinskog i većinskog akcionara, treba razlikovati različito pravo glasa koje mogu dati određene klase akcija.[12] Akcije sa različitim pravom glasa, predstavljaju odstupanje od principa jedna akcija-jedan glas (engl. *one share-one vote*), što vodi umanjivanju (limitiranje prava glasa do određenog procenta, bez obzira na broj posedovanih akcija) ili uvećavaju prava vlasnika. Princip disproporcije, kojim se uvećava pravo glasa se u praksi javlja u više oblika, pod zajedničkim nazivom „mehanizmi za poboljšanje kontrole“ (engl. *control-enhancing mechanisms*), od kojih se najčešće koriste akcije sa uvećanim pravom glasa (engl. *multiple voting share rights*), preferencijalne akcije bez prava glasa, piramidalne strukture, prioritetne akcije, depozitarne potvrde i dr.[13]

Kao što je u dosadašnjoj analizi prikazano, određivanje kategorije manjinskog vlasnika, nije uvek direktno proporcionalno procentu vlasništva u strukturi kapitala, te se radi utvrđivanja pojma manjinskih akcionara uvode dodatni kriterijumi u vidu mesta i stepena kontrole. U ovom kontekstu se pod mestom kontrole sagledava izvor centra moći, odnosno da li je isti izvan ili u

[10] Berle, A., & Means, G. (1933). The Modern Corporation and Private Property, p. 79-84, Preuzeto sa: http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf

[11] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, & F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2), p. 477, Preuzeto sa: http://www.jstor.org/stable/2697717 Navedeno istraživanje je obuhvatilo 20 najvećih akcionarskih društava čijim se akcijama trguje u 27 najrazvijenijih država.

[12] Ibid., p. 477.

[13] Vidi više: European Commission (2006). Report on the Proportionality Principle in the European Union. p. 7, Preuzeto sa: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

okviru uprave, odnosno koliko zaista akcionarsko društvo kontroliše uprava, a koliko akcionari ili stejkholderi izvan uprave.[14]

Posebnu kategoriju manjinskih akcionara čine akcionari u grupama društva. Specifičnost položaja manjinskih akcionara u grupama društava se ogleda u tome, što je u ulozi većinskog akcionara drugo privredno društvo, koje je ujedno i matično u odnosu na drušvo u kome postoje manjinski akcionari. U tom smislu manjinski akcionari u zavisnim društvima, koji nisu akcionari matičnog niti su u vezi sa njim, u okviru grupe društava se nazivaju „spoljni akcionari".[15] Sukobi u koje spoljni akcionari mogu ući sa kontrolnim akcionarom, se manifestuju kroz uticaj kontrolnog akcionara na rad uprave, tako da uprava radi u interesu kontrolnog akcionara, a ne i u interesu samog društva i ostalih spoljnih akcionara.[16]

Hibridnu kategoriju manjinskih akcionara čine akcionari koji drže tzv. „blokove akcija" (engl. *blockholders* – blokholderi), a koji se nalaze između kategorije većinskog, odnosno dominantnog akcionara i manjinskog akcionara, u zavisnosti od toga u kom se sistemu akcionarstva pojavljuju. Pod blokholderima se podrazumevaju akcionari koji imaju najmanje pet procenata akcija u kompaniji i najčešće ih čine profesionalni investitori ili investicioni posrednici. Pretenzije blokholdera ka upravljanju i njihova motivisanost da vrše monitoring i promenu neefikasne uprave, učinila je da ova kategorija investitora postane predmet brojnih istraživanja. Empirijski je potvrđeno da su tipovi blokholdera različiti u zavisnosti od tržišta. U Velikoj Britaniji to su najčešće korporativni insajderi (uprava društva, menadžeri), dok su u kontinentalnoj Evropi društva u vlasništvu velikih porodica (50-60 procenata) i nekoliko banaka koje svoj uticaj i glasačka prava ostvaruju akcijama koje su kod njih deponovane. [17]

U zavisnosti od nivoa poznavanja pravila trgovanja i investiranja na tržištima kapitala, propisi koji regulišu ovu oblast, često prave razliku između profesionalnih i „običnih" (engl. *retail*) investitora. Jedna od najkompleksnijih definicija profesionalnih investitora, pod ovim pojmom obuhvata (i) društva koja su ovlašćena ili mogu raditi na finansijskim tržištima (kreditne institucije, investiciona društva, druge ovlašćene finansijske institucije, osiguravajuća društva, kolektivne šeme investiranja i društva koja upravljaju tim šemama, penzijski fondovi i

[14] Cubbin, J., & Leech, D. (1983). The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. *The Economic Journal* 93 (370), pp. 351-369.

[15] Jevremović-Petrović, T. (2014). Grupe privrednih društava. Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, str. 313.

[16] Haddeen, T. (1983). The Control of Corporate Groups. Institute of Advanced Legal Studies, London, p. 31.

[17] Becht, M., & Roell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43, p. 1051.

društva koja upravljaju tim fondovima) kao i države, centralne banke međunarodne i supranacionalne institucije, kao što su Svetska banka, Međunarodni monetarni fond, Evropska investiciona banka i druge slične međunarodne organizacije.[18] Navedena društva, države i institucije se u većini zakonodavstava prihvataju kao profesionalni investitori, bez dodatnog potvrđivanja ovog statusa. Pored njih, postoji i kategorija investitora koji mogu biti tretirani kao profesionalni investitori (veće kompanije, specifične finansijske institucije, javni sektor, listirane kompanije), ukoliko ispune određene proceduralne finansijske ili kadrovske kriterijume.[19]

Manjinski akcionari se klasifikuju i prema kriterijumu rezidentnosti, odnosno nacionalnosti, što je relevantno za utvrđivanje različitih pravnih i poreskih posledica. Prema ovom kriterijumu možemo razlikovati domaće i strane akcionare, pri čemu se pod stranim akcionarima smatraju akcionari čije je prebivalište ili boravište, odnosno sedište u slučaju pravnih lica, registrovano u stranim državama, različitim od države nacionalnosti konkretnog akcionarskog društva čije se akcije poseduju, uz određene izuzetke. Karakteristika i prednost stranih akcionara u odnosu na domaće, bez obzira da li se radi o manjinskim ili većinskim, jeste mogućnost korišćenja šireg spektra mehanizama pravne zaštite. Naime, u ovom slučaju se pored nacionalnog zakonodavstva, obezbeđuje i međunarodna zaštita, kroz međunarodne investicione (bilateralne i multilalteralne) sporazume.[20] Imajući u vidu navedeno, ukazujemo na to da se kroz različit status akcionara, a u vezi sa dodatnom pravnom zaštitom, narušava osnovi princip jednakosti akcionara. Stoga strani akcionari kada je njihovim ulaganjima pružena zaštita kroz klauzule međunarodnih ugovora, uživaju preferencijalni status u odnosu na domaće akcionare.[21]

---

[18] Ferrarini, G., Hopt, K., & Wzmeersch, E. (2012). Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation. Kluwer Law International The Hague/London/New York, p. 113.

[19] Više o tome: The Forum of European Securities Commissions. (2001). Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of business Rules for Investor Protection, Preuzeto sa: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00_124b.pdf

[20] Najvažnija međunarodna konvencija na osnovu koje se obezbeđuju mehanizmi za pružanje pravne zaštite u investicionim sporovima je Konvencija o rešavanju sporova između država i državljana drugih država (eng. *Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals* of *Other States*, „**ICSID konvencija**“). ICSID Konvencija je otvorena za potpisivanje 18.03.1965. godine, a stupila je na snagu 14.10.1966.godine. Njome je formirana autonomna međunarodna institucija – Međunarodni centar za rešavanje investicionih sporova u okviru Svetske banke. Srbija je jedna od 155 država potpisnica, počev od 08.06.2007. godine, kada je Konvencija stupila na snagu u odnosu na našu državu. Više o ICSID Konvenciji je dostupno na: www.worldbank.org

[21] Gaukrodger, D. (2014). Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice. OECD Working Papers on International Investment, OECD Publishing, p.18, Preuzeto sa: http://dx.doi.org/10.1787/5jxvk6shpvs4-en

3. Mehanizmi zaštite manjinskih akcionara

Mehanizmi zaštite manjinskih akcionara se mogu razvrstati prema različitim kriterijumima, počev od vrste pravnog akta kojim se normira pravna zaštita, da li se zaštita pruža *ex ante* ili *ex post*, prema vrsti postupka, prema subjektu koji je postupak pokrenuo i na druge načine.[22] Kako pravni aspekt zaštite manjinskih akcionara obuhvata normiranje, primenu i prinudnu zaštitu prava,[23] to smo za potrebe ovog rada pošli od datih kriterijuma.

a) Zakonski regulisana pravamanjinskih akcionara

Normirana, prava manjinskih akcionara, predstavljaju dominatan modus uspostavljanja ravnoteže između prava manjine i većine u kompanijskom pravu.[24] Načelno se manjinskim akcionarima pruža posebna zaštita, radi uspostavljanja kohabitacije divergentnih interesa i prava različitih kategorija akcionara, imajući u vidu da autonomna (kompanijska) regulativa u slučaju postojanja koncentrisanog vlasništva, ne obezbeđuje dovoljnu zaštitu prava manjinskih akcionara.

Ključne pravne oblasti koje neposredno ili posredno regulišu prava manjinskih akcionara su kompanijsko pravo, pravo hartija od vrednosti, pravo preuzimanja, propisi kojima se reguliše poslovanje berze ili knjigovodstveno i finansijsko poslovanje društava i stečaj. Zaštita prava se sprovodi dobrovoljno kada obuhvata poštovanje i slobodu vršenja prava manjinskih akcionara, a pravi domašaj regulative i efikasnosti pravnih institucija se aktivira u fazi kršenja prava. Subjekti koji sprovode i štite prava manjinskih akcionara su regulatori tržišta, sudovi, kao i učesnici na tržištu (akcionari, akcionarska društva i investiciona društva).[25]

---

[22] Vasiljević, M. (2009). Korporativno upravljanje i agencijski problemi (I deo). *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu,*57, str 12. Strategije rešavanja drugog agencijskog problema se klasifikuju na sledeći način: (1) statusna strategija, (2) standard ravnopravnosti akcionara, (3) strategija poverenja, (4) strategija prinude, (5) strategija transparentnosti, (6) strategija preuzimanja, (7) strategija prava klase preferencijalnih akcija, (8) strategija izlaska iz društva, (9) strategija posebnih prava manjinskih akcionara i (10) strategija sudske i upravne zaštite.

[23] La Porta, et al., (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, p. 4.

[24] Vasiljević, M. (2015). Kompanijsko pravo. Udruženje pravnika u privredi Republike Srbije, Beograd, str. 304.

[25] La Porta et al., (2000). op.cit., p. 7.

Prava akcionara i manjinskih akcionara se klasifikuju na više načina, od kojih se u pravnoj teoriji najčešće primenjuje podela na statusna (članska) i imovinska prava.[26] Statusna prava obuhvataju pravo učešća u radu skupštine i pravo glasa u užem smislu, dok korpus imovinskih prava akcionara obuhvata pravo na dividendu, pravo na raspolaganje akcijama i pravima iz akcija (prenos akcija, pravo preče kupovine, pravo prečeg upisa i dr.), pravo na likvidacioni ostatak i pravo na udeo u stečajnoj masi. Imovinska prava predstavljaju osnovnu motivaciju akcionara da investira u akcionarsko društvo, sa ciljem uspostavljanja izvesne kontrole nad društvom, dobijanja dividende i ostvarivanja kapitalne dobiti.[27] U doktrini postoji i podela prema kojoj u osnovna prava akcionara spadaju pravo na dividendu, pravo na ostatak likvidacione odnosno stečajne mase i pravo glasa na skupštini akcionara.[28] Podela na nefinansijska i finansijska prava predstavlja više terminološko razlikovanje u odnosu na prethodnu podelu, pri čemu u nefinansijska prava spadaju statusna, odnosno članska prava, gde su pravo na dividendu ili pravo na upis akcija nove emisije finasijska prava.[29]

Ističemo da je nacionalna regulativa u najvećoj meri prihvatila rešenja iz direktiva Evropske unije iz srodnih oblasti, a naročito iz Direktive o korišćenju određenih prava akcionara u listiranim kompanijama 2007/36/EC[30] i Direktive o ponudama za preuzimanje 2004/25/EC.[31]

[26] Vasiljević, M. (2015). op.cit., str. 292-303.

[27] Đulić, K., & Kuzman, T. (2011). Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena. *Kvartalni monitor ekonomskih trendova*, glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić, Fond za razvoj ekonomske nauke, Beograd, str. 88.

[28] Varrenti, A., Cuevas, F., & Hurlock, M. (2011). Shareholders' Rights: Jurisdictional Comparisons. The European Lawyer Futurelex Limited, London, p. 261.

[29] Laprade, M., F. (2012). Rights and obligations of shareholders: National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency. Directorate-General for internal policies, Policy department, citizens' rights and constitutional affairs, European Parliament, European Union, p. 38, Preuzeto sa: http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/dv/pe462463_/pe462463_en.pdf

[30] Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *Official Journal of the European Union* L 184/17.

[31] Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, *Official Journal of the European Union* L 142/12.

b) Zaštita prava kroz „*soft law*“ instrumente korporativnog upravljanja

Značajan metod harmonizacije i konvergencije različitih nacionalnih pravnih poredaka, predstavljaju instrumenti tzv. „mekog prava“ (engl. *soft law*) kojima se ujednačavaju pravna pravila[32] i tako stvaraju jednaki uslovi za sve učesnike na tržištu, domaće ili strane. U izvore mekog prava spadaju principi i načela, modeli zakona, preporuke, mišljenja, smernice, kodeksi i dr.[33] Kompanijsko pravo u domenu korporativnog upravljanja takođe na međunarodnom, supranacionalnom i nacionalnom nivou primenjuje mehanizme zaštite definisane mekim pravom, donete na nivou međunarodnih i nacionalnih organizacija, foruma ili strukovnih udruženja. Ključni dokumenti iz oblasti korporativnog upravljanja, koji se odnose na prava akcionara generalno i prava manjinskih akcionara jesu G20/OECD Principi korporativnog upravljanja,[34] kodeksi korporativnog upravljanja (nacionalni, institucionalni ili kompanijski),[35] modeli kompanijskih zakona (*European Model Company Act, Model Business Corporation Act*), ili priručnici IFC/ecoDa (*International Finance Corporation, European Confederation of Directors' Associations*).[36] Pored navedenih dokumenata, veliki uticaj na zaštitu prava se sprovodi kroz sistem samoregulative, te u tom smislu značajan doprinos pitanju i problemima zaštite akcionara i/ili investitora, daju regulatori na tržištima kapitala (ESMA, nacionalni regulatori) i profesionalna udruženja, kroz identifikovanje pojedinih problema, promene najbolje prakse i donošenje dokumenata čija se primena zasniva na principu „*comply or explain*”.

c) Prinudna zaštita prava manjinskih akcionara

Pored materijalnopravne zaštite prava manjinskih akcionara, nacionalne jurisdikcije pružaju sudsku i upravnu zaštitu navedenih prava. Postupci kojima se štite prava, mogu se pokrenuti na inicijativu akcionara (engl. *private enforcement*) ili po službenoj dužnosti (engl. *public enforcement*).

---

[32] Đurđev, D. (2013). Soft law u evropskom komunitarnom pravu. *Zbornik radova Pravnog fakulteta, Novi Sad*, 47 (1), str. 103.

[33] Gersen, J., & Posner, E. (2008). Soft Law: Lessons from Congressional Practice, *Stanford Law Review* 573, p.25

[34] G20/OECD Principles of Corporate Governance. (2015). Preuzeto sa: https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf

[35] Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije od 17.09.2012.godine, *Službeni glasnik RS,* br. 99/12 i Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze a.d. Beograd, br. 04/2, br. 153/08.

36 IFC/ECODA. (2015). A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union. p. 41.

Kako bi detaljna elaboracija sudskih i upravnih mehanizama zaštite pravazišla obim i strukturu rada, to na ovom mestu napominjemo da se zaštita prava manjinskih akcionara pruža u građanskopravnim postupcima (vanparnični, parnični, izvršni i stečajni) u krivičnom i upravnom postupku (pred nacionalnim regulatorom hartija od vrednosti i organizatorom tržišta kao prvostepenim organima i upravnim sudovima koji postupaju u drugom ili trećem stepenu). Putem procesnih građanskopravnih mehanizama, prava akcionara se direktno štite, tako što se akcionaru omogućava realizacija statusnih i imovinskih prava, odnosno naknada štete u slučaju povrede istih. S druge strane, se kroz kaznenopravnu zaštitu manjinski akcionari posredno štite, jer se njihova zaštita ogleda u kažnjavanu učinioca određenog krivičnog dela ili protivpravne radnje u širem smislu (krivični postupak, privredni prestup, prekršaj) i/ili novčanom kažnjavanju pravnog lica.

4. Zaključak

Predmetom rada je definisan okvir istraživanja koji je za cilj imao identifikaciju kompleksnog pojma manjinskih akcionara i mehanizama zaštite prava manjinskih akcionara uz obrazlaganje potrebe za zaštitom. Zaključak istraživanja je da su rezultati naučno utemeljeni na osnovu egzaktnih naučnih, normativnih i izvora *soft law*.

Uvodni deo rada se bavi postavkom teorijskog okvira koji pruža osnov za razumevanje pojma manjinskih akcionara, te potrebe da se pojam određuje u svakom konkretnom slučaju u zavisnosti od tipa akcionarstva, realne kontrole i zakonskog normiranja pojma, uz uvažavanje činjenice rezidentnosti akcionara.

U radu su radi bližeg razumevanja navedenih apsekata akcionarstva, analizirani teorijski i empirijski podaci o vrstama akcionara i kriterijumi razlikovanja. Tako se u pravnoj teoriji i praksi polazi od principa većine i manjine, razlikuju kategorije manjinskih i većinskih akcionara, akcionara u grupama društva, blokholdera i profesionalnih investitora.

Normativni karakter zaštite, odnosno definisanje osnovnog korpusa prava akcionara i manjinskih akcionara je analiziran na osnovu izvora komunitarnog prava, koji je prihvaćen u nacionalnom zakonodavstu, drugih izvora *soft law* poteklih od OECD-a i drugih međunarodnih, supranacionalnih i nacionalnih organizacija, foruma i profesionalnih udruženja. Prinudni karakter primene mehanizama zaštite ogleda se kroz pokretanje sudskih i upravnih postupaka za zaštitu prava akcionara, koji se iniciraju od strane samog akcionara ili po službenoj dužnosti.

Imajući u vidu rezultate istraživanja, utvrđeno je da su pritisak tržišta i tendencija za slobodnim kretanjem kapitala, snažno uticale na proces harmonizacije i konvergencije regulative, manje kroz imperativne pravne norme, a više kroz mehanizme mekog prava, naročito kroz primenu principa *comply or explain*. Utvrđeno je takođe da je Srbija u procesu tranzicije i harmonizacije sa propisima Evropske unije, prihvatila zakonski okvir i implementirala visoke standarde zaštite prava manjinskih akcionara iz *acquis communitare* i najbolje prakse korporativnog upravljanja.

Marija Tasić
LLM, The lawyer`s office "Tasić &Partners"

MINORITY SHAREHOLDERS: GENERAL ISSUES ON THE DEFINITION OF THE CONCEPT AND MECHANISMS OF LEGAL PROTECTION

A b s t r a c t

THE protection of the rights of minority shareholders is an important issue of corporate governance and company law regulations, which has a transnational character. In order to provide an adequate protection to minority shareholders, it is necessary to understand and define the concept of minority shareholders, as well as the mechanisms for establishing a balance between the majority and minority in the company, so one can prevent the expropriation of minority rights. The subject of this paper is defining different categories of minority shareholders including the available protection mechanisms. The ultimate goal of the research is defining the criteria used for determing the notion of minority shareholders, identifying different categories of minority shareholders and providing

both normative and "soft law" mechanisms for the protection of minority shareholders.

Keywords: *minority shareholders, minority shareholders' rights, normative protection of rights, legal protection of rights*

Literatura

1. Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *European Corporate Governing Institute Working Paper Series in Finance*, 02
2. Becht, M., & Roell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43, pp. 1049-1056
3. Berle, A., & Means, G. (1933). The Modern Corporation and Private Property
4. Cadbury, A. (2015). The Genesis of Corporate Governance, Oxford Scholarship Online
5. Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States
6. Cubbin, J., & Leech, D. (1983). The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. *The Economic Journal*, 93 (370), pp. 351-369
7. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, *Official Journal of the European Union* L 142/12
8. Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *Official Journal of the European Union* L 184/17
9. Đulić, K., & Kuzman, T. (2011). Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena. *Kvartalni monitor ekonomskih trendova*, glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić, Fond za razvoj ekonomske nauke, Beograd
10. Đurđev, D. (2013). Soft law u evropskom komunitarnom pravu. *Zbornik radova Pravnog fakulteta, Novi Sad*, vol. 47, br. 1
11. European Commission. (2006). Report on the Proportionality Principle in the European Union

12. Ferrarini, G., Hopt, K., & Wzmeersch, E. (2012). Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation. Kluwer Law International The Hague/London/New York
13. Gaukrodger, D. (2014). Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice. OECD Working Papers on International Investment, OECD Publishing
14. Gersen, J, & Posner, E. (2008). Soft Law: Lessons from Congressional Practice, *Stanford Law Review* 573
15. G20/OECD Principles of Corporate Governance. (2015). Preuzeto sa: https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf
16. Haddeen, T. (1983). The Control of Corporate Groups. Institute of Advanced Legal Studies, London
17. IFC/ECODA. (2015). A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union
18. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 308-310
19. Jevremović-Petrović, T. (2014). Grupe privrednih društava. Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu
20. King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108, pp. 717-738
21. Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze a.d. Beograd, br. 04/2, br.2153/08
22. Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije od 17.09.2012. godine, *Službeni glasnik RS,* br. 99/12
23. La Porta, et al., (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics,* 58
24. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, & F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, vol. 54, br. 2
25. Laprade, M. F. (2012). Rights and obligations of shareholders: National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency. Directorate-General for internal policies, Policy department, citizens' rights and constitutional affairs, European Parliament, European Union
26. Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review* 88, pp. 537-558
27. Radović.,V. (2007). Uticaj agencijskih problema na pravo akcionarskih društava i korporativno upravljanje, str. 183-212

28. Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88, pp. 559-586
29. Saharay, H. K. (2008). Company Law, Fifth Edition, Universal Law Publishing Co.Pvt.Ltd. New Delhi
30. The Forum of European Securities Commissions. (2001). Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of business Rules for Investor Protection
31. Varrenti, A., Cuevas, F., & Hurlock, M. (2011). Shareholders' Rights: Jurisdictional Comparisons. The European Lawyer Futurelex Limited, London
32. Vasiljević, M., & Radović, V (Ur.). (2008). *Korporativno upravljanje – zbornik radova*, Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu
33. Vasiljević, M. (2009), Korporativno upravljanje i agencijski problemi (I deo). *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu,* 57
34. Vasiljević, M. (2015), Kompanijsko pravo. Udruženje pravnika u privredi Republike Srbije, Beograd