

## ULOGA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA I NJIHOV UTICAJ NA PROMENE U KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU

Gordana Ljubojević\*  
Sanja Đurđić\*\*

**Sažetak:** Autori se u radu bave ulogom institucionalnih investitora, kao i njihovim uticajem na promene u korporativnom upravljanju. Ukazuje se na tendenciju uvećanja broja i uticaja institucionalnih u odnosu na individualne investitore u svojstvu akcionara, kao i na pojavu novih institucionalnih investitora kao što su hedge fondovi i privatni investicioni fondovi, koji se razlikuju od tradicionalnih investicionih fondova, a koji su se pojavili poslednjih decenija, kao nova vrsta akcionara koja agresivno interveniše u kompanijama. Stoga se u radu analiziraju mehanizmi zaštite kompanija od tzv. agresivnog preuzimanja, kao i zaštite manjinskih akcionara kako od većinskih akcionara, tako i od hedge fondova i privatnih investicionih fondova. Sagledavajući iskustva zemalja u kojima kompanijsko pravo ima mnogo dužu tradiciju, autori sugerišu neke od pravaca unapređenja odnosa u sferi korporativnog upravljanja.

**Ključne reči:** institucionalni investitori, hedge fondovi, privatni investicioni fondovi, korporativno upravljanje

**The Abstract:** In this paper, authors are dealing with the role of institutional investors and their impact on changes in corporate governance. The authors point out the tendency of increasing number and influence of institutional investors, in comparison to individual investors (in the role of shareholders), and also the emergence of new institutional investors – hedge funds and private investment funds. These funds differ from traditional investment funds, and they emerged during the last few decades. Therefore, in this paper are analyzed the mechanisms of company protections against aggressive takeovers, and the protection of minority shareholders against majority shareholders, hedge funds and private investment funds. Observing experiences of countries where company law has the tradition that is significantly longer, the authors suggest some of the ways of relations enhancement in the corporate governance sphere.

**Key words:** institutional investors, hedge funds, private investment funds, corporate governance

Posle Drugog svetskog rata dolazi do uvećanja broja i uticaja institucionalnih u odnosu na individualne investitore u svojstvu akcionara, u SAD i Velikoj Britaniji. U Japanu su osiguravajuće kompanije i banke najčešći institucionalni investitori. U Nemačkoj su, tradicionalno, banke i korporacije, dominantni akcionari, pri čemu ove poslednje, često mogu imati dugoročna ulaganja u drugim korporacijama koje ne pripadaju određenoj grupi povezanih među sobom korporacija. Prisutne su forme trusta, konzorcijuma, holdinga i grupa.

U trustu kao udruženju, inače pravno samostalna preduzeća ostvaruju zajedničku delatnost na osnovu centralizacije funkcije naučnotehničkog, proizvodnog razvoja, kao i investicione, finansijske, spoljno-ekonomske politike, te, knjigovodstvene delatnosti.

U konzorcijumu članice, takođe, zadržavaju samostalnost, ali se on osniva radi vršenja konkretnih zadataka poput ostvarivanja kapitalnih, sve češće međunarodnih ulaganja.

---

\* Prof. dr Gordana Ljubojević, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, Srbija

\*\* Mr Sanja Đurđić, Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad, Srbija

U holdingu, kompanija koja ovladava kontrolnim paketom akcija u jednoj ili nekoliko korporacija upravlja ili kontroliše njihovu delatnost, najčešće opredeljuje i strategiju njihovog razvoja.

Grupe su pravno nezavisne kompanije koje objedinjuju svoje materijalne resurse i kapitale radi dostizanja opštih ekonomskih ciljeva.

U japanskom i nemačkom modelu postoji snažna veza između korporacije i njene osnovne banke. U anglo-američkom modelu, delatnost korporacije slede različiti institucionalni investitori i finansijski specijalisti, poput investicionih fondova, fondova rizičnog kapitala, agenture koje ocenjuju kreditnu sposobnost, fondovi koji se orjentišu na kompanije koje su pred bankrotom, odnosno posluju sa velikim gubicima i dr.

Kada je vlasništvo difuzno, što je tipično američkim i britanskim korporacijama, centralan konflikt interesa se odvija na relaciji akcionari - menadžeri (koji, inače, mogu da poseduju i značajan deo akcijskog kapitala), kojeg pravno iskazujemo relacijom principal - agent. Odnos principal - agent se udaljava zbog rastuće veličine firme i uloge finansijskih posrednika, odnosno, investitora.<sup>1</sup>

Kada je vlasništvo koncentrisano, najčešće je vlasnik koji ima najviše kapitala, onaj koji ujedno ostvaruje suštinsku kontrolu nad biznisom, i koji je ujedno i menadžer, odnosno, voljan je da nadgleda menadžment. U tim zemljama izraženiji je problem na relaciji većinski - manjinski akcionar, te je od ključnog značaja zaštita prava manjinskih akcionara.<sup>2</sup>

Grupe kompanija, odnosno, finansijski konglomerati na vrhu obično imaju banke (Nemačka) ili osiguravajuće kompanije (Japan). One najčešće nisu dovoljno transparentne u svom poslovanju i imaju manje jasne upravljačke strukture, što potencijalno može ugroziti korporativno upravljanje i, posebno, prava manjinskih akcionara.

U sistemu zaštite prava akcionara, prisutne su tendencije da je prilikom procesa koncentracije kapitala, prisutan širok sistem zaštite akcionara, što je u funkciji krupnih akcionara, dok se istovremeno prilikom maksimiziranja sredstava pravne zaštite manjinskih akcionara, instrumenti iste transformišu u sredstva korporativne ucene.<sup>3</sup>

Do osamdesetih - devedesetih godina prošlog veka, uloga akcionara je, načelno, bila veoma ograničena. Akcionari koji su imali većinu akcija, ostvarivali su pravo izbora u upravne odbore čime im je, dalje, omogućena gotovo potpuna kontrola nad biznisom. U Evropi, kontrolni „blok” akcija, generacijski se prenosio u okviru porodice, što je doprinosilo opstanku tzv. „porodičnih” biznisa. Cilj menadžmenta je bio da osiguraju kontinuitet biznisa i njegovu ekonomsku, tehničku i socijalnu strukturu. (Rast putem integracija i preuzimanja često je ograničavan od tzv. kontrolnih akcionara).

Rast interesovanja za finansijska tržišta, kao i rast potrebe za štednjom za stare dane, objašnjavaju porast tražnje za akcijama. Raste i broj ponuda za preuzimanje što vodi redefinisanoj ulozi malih akcionara.<sup>4</sup>

Apsorpcija ili preuzimanje je moguće opredeliti kao uzimanje jedne kompanije od strane druge pod svoju kontrolu, upravljanje njome sa sticanjem u potpunosti ili delimično prava svojine nad njom. Često se ostvaruje kupovinom svih akcija preduzeća na berzi, čime se označava preuzimanje te kompanije. U sledstvu preuzimanja, može doći do prodaje delova preduzeća - kćeri, kao i do izmene strukture sopstvenosti kompanije.<sup>5</sup>

1 Stijn C., (2003) Corporate Governance and Development, "Global Corporate Governance Forum", Focus I, Global Corporate Governance Donors Meeting, Hague, march 13, 2003

2 Stijn C., (2003) Corporate Governance and Development, "Global Corporate Governance Forum", Focus I, Global Corporate Governance Donors Meeting, Hague, march 13, 2003

3 Ivanova E.A., Šišikine L.V., (2007) Корпоративное управление, Rostov na Donu, Feniks

4 Wymeersch E., (2007) Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

5 Orehov S.A., Seleznev V.A., (2006) Основа корпоративного управления, Moskva, M. Market DS

Ciljevi preuzimanja mogu biti uvećanje blagostanja akcionara i postizanje konkurentskih prednosti na tržištu. Pri tome, korporacija bira između nekoliko strategija razvoja, u smislu jačanja osnovnih pravaca osnovne delatnosti, diverzifikacija delatnosti kada se vrše preuzimanja iz drugih segmenata tržišta radi smanjenja rizika u svojoj grani ili radi proširenja sfere svog prisustva. Na kraju, moguće je opredeliti se za prodaju nekih pravaca delatnosti.<sup>6</sup>

Međutim, pod neprijateljskim preuzimanjem (agresivna kupovina akcija) podrazumeva se dejstvo investitora radi sticanja kontrolnog paketa akcija akcionarskih društava od strane akcionara, bez saglasnosti menadžmenta. Ona vodi suštinskim izmenama u:

- sastavu akcionara;
- zameni personalnog sastava upravnog odbora i vodećih menadžera kompanije;
- finansijskoj politici kompanije, politike odnosa akcionara;
- osnovnim pravcima delatnosti akcionarskog društva.

U čemu se može izraziti ili kako se manifestuje agresivnost prilikom preuzimanja? Odgovore na ovo pitanje nalazimo u praksi, pre svega, kompanija na zapadnim tržištima i zaključivanjem o raznolikosti metoda poput podsticanja postupka bankrotstva kroz npr. stvaranje na veštački način ekonomskih poteškoća za delatnost preduzeća, poput, pritisaka na kreditore, kupovinom duga i pritiskom za vraćanje istog i sl. Vršanjem pritisaka na organe koji proveravaju rad kompanije (inspeksijski, poreski organi) čime se kompanije izlažu trajnijoj presiji uz proizvođenje straha da je njen rad eventualno neispravan.

Sa željom da se preuzme kompanija agresivno se mogu publikovati informacije o društvu sa negativnom konotacijom kako bi se uticalo na akcionare da se odluče na prodaju svojih akcija, ili se pristupa i direktnom obraćanju akcionarima sa zahtevom da prodaju pripadajuće im akcije.<sup>7</sup>

Novi institucionalni investitori menjaju odnose u dugoročnim aranžmanima korporativnog upravljanja. Kako bi se predupredili problemi u korporativnom upravljanju, finansijska tržišta, ali i ostala tržišta (radne snage, sirovina, poluproizvoda, energije, distribucije) treba dobro da funkcionišu. Sposobnost insajdera da ugroze manjinske akcionare, u velikoj meri zavisi od stepena konkurencije i tržišta.

Pravne norme, koje uključuju jasne regulative u vlasničkim odnosima, ali i u sferi računovodstva, finansijskog sektora i dr. od krucijalne su važnosti za veliki broj faktora koji vode većem ekonomskom rastu.

Investicioni fondovi - hedge fondovi i privatni investicioni fondovi, koji se razlikuju od tradicionalnih investicionih fondova (penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije koje su ulagale na dugi rok), pojavili su se poslednjih decenija, kao nova vrsta akcionara i agresivno interveniše u kompanijama. Ovo poslednje, naročito uz intenzivno korišćenje medija, pretnje menadžmentu, pokretanje javnih polemika i sudskih postupaka.<sup>8</sup>

Obrazac prema kome pojedinačni akcionar ulaže na dugi rok svoju uštedevinu zamenjen je novim, u skladu sa kojim se institucionalni investitor ponaša kao tržišni profesionalac, koji na osnovu sveukupne analize trguje akcijama. Štaviše, i individualni akcionari postaju profesionalniji, često sa direktnim elektronskim pristupom tržištu.

Osnovni problem koji nastaje u slučaju želje za agresivnim preuzimanjem je u zaštiti malih akcionara, jer je često svrha preuzimanja da se kompanija koja je predmet istog, „rasparča” i proda. U prethodnom periodu restuktuiranje se događalo pod vođstvom ponudioca, a ne blokholdera koji su prodavali svoj blok akcija. Kako bi se zaštitili manjinski akcionari, kupci blokova su morali da daju ponudu za preuzimanje svih preostalih akcija. To je poznato i tipično evropsko pravilo *obavezne ponude*.

6 Orehov S.A., Seleznev V.A., (2006) Основа корпоративног управленія, Moskva, M. Market DS

7 Ivanova E.A., Šišikine L.V., (2007) Корпоративное управление, Rostov na Donu, Feniks

8 Wymeersch E., (2007) Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

Tako, i u skladu sa našim Zakonom o privrednim društvima Republike Srbije iz 2004. godine (čl. 447 i 448), akcionar koji stekne 95% akcija drugog društva (postane većinski akcionar) u obavezi je da kupi akcije preostalih akcionara na njihov zahtev (manjinski akcionar), što se naziva *prinudna kupovina*. Sa druge strane, lice koje je u postupku preuzimanja javnom ponudom otkupilo najmanje 95% akcija ciljnog društva, u odnosu na ukupan broj akcija, ima pravo da kupi i akcije na koje se javna ponuda odnosila, od akcionara koji nisu prihvatili prodaju akcija po toj ponudi (kao nesaglasni akcionari), pod uslovima iz javne ponude, što jeste *prinudna prodaja*.

Za razliku od tradicionalnih institucionalnih investitora koji često rizik investiranja ne prenose direktno na svoje korisnike, investitori u privatnim i hedge investicionim fondovima imaju interes da budu informisani o tome kako su iskorišćena njihova prava glasa, jer neposredno snose rizik loših investicija.

Hedge fondovi često koriste fjučerse (*futures contract*) kao terminske standardizovane poslove o isporuci robe ili kupovini finansijskih instrumenata kod kojih je prodavac obavezan da preda robu po unapred određenoj ceni na određenoj lokaciji. Ovo jeste čvrst dogovor za razliku od opcija koje sadrže pravo na kupovinu odnosno prodaju, a oba instrumenta pomenuti fondovi koriste kao sredstva osiguranja rizika. Smisao njihovog poslovanja je da se investira u kompanije sa slabom performansom, da se utvrde uzroci iste, kao i da se oni otklone.

Insistiranje na usvajanju alternativnog biznis plana, na povećanju dobiti, deinvestiranju uz raspodelu i raspoloživih rezervi i na pozajmljivanju u cilju jačanja kapitala, metode su kojima se najčešće koriste hedge fondovi. Ukoliko pomenuti zahtevi od menadžera kompanije ne bi bili prihvaćeni, dijalog sa menadžmentom postaje žučniji, i prenosi se na skupštinu akcionara, zatim u medije, sve do pokretanja i sudskih sporova.

Hedge fondovi, najčešće, ulažu na kratak rok, te su manje zainteresovani za neposrednu kontrolu kompanije (ovo za razliku od privatnih investicionih fondova) i za dobrobit kompanije, a više za brži rast cena akcije, usled čega je prisutna opasnost i od eventualnih zloupotreba.

Nova vrsta akcionara (aktivan, do granica agresivnosti) menja odnose u korporativnom upravljanju, jer, često, iako manjinski oni presudno utiču na upravljačke odluke. Time oni, zapravo, koriguju položaj akcionara koji su uložili u korporaciju sa verom u određenu, tradicionalnu poslovnu politiku.

Pozitivnosti njihove pojave na tržištu svakako jesu u:

- porastu interesa za otkrivanjem: finansijskih informacija (posebno o naknadama menadžerima); transakcija između članova upravnog odbora; sukoba interesa i sl.
- doprinosu možda ne direktnom, već indirektnom, formulisanju i usvajanju etičkih kodeksa, te u insistiranju na strogoj primeni odredbi istih. U suprotnom, kad oni o tome ne bi vodili računa, potencijalno je moguće kršenje istih, a neetičko ponašanje bi moglo voditi sniženju reputacije kompanije i dalje, sniženju cena akcija, a time i do smanjenja ili gubitka profita.<sup>9</sup>

U SAD su hedge fondovi obično organizovani kao ograničena partnerstva (komanditna društva) i redovno investiraju u ime institucija i veoma bogatih pojedinaca. Menadžeri hedge fondova ostvaruju zaradu po principu „performance fees” (od 20%-50% profita fonda) pri čemu se često u ugovore sa njima uključuje klauzula da ne mogu ostvarivati zaradu dok fond ne ostvari izvestan viši iznos prihoda u odnosu na odnosni protekli period. Time su menadžeri maksimalno podstaknuti na preduzimanje svih aktivnosti u cilju povećanja vrednosti akcija.<sup>10</sup>

U Evropi je praksa korporativnog upravljanja najrazvijenija u Velikoj Britaniji, Francuskoj, Holandiji, a pokazuje naglo poboljšanje u Švajcarskoj, Španiji i Portugaliji. Trendovi koji su u ovim zemljama prisutni se mogu opisati:

<sup>9</sup> Wymeersch E., (2007) Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

<sup>10</sup> Schwarz K., Bisschop B.S., (2007) Piercing the Myth of Management Control. The Ius Commune of the Shareholders' and Stakeholders' Models, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

- uz i dalje egzistiranje dvoslojnog i jednoslojnog modela, povećanim profesionalizmom u radu odbora, o čemu zaključujemo kroz postojanje najvažnijih komiteta odbora (za naknade, za nominovanja i za reviziju) i njihovom češćem sazivanju, uz primedbu da u gotovo sedmini kompanija nema nezavisnih direktora;
- povećanim kompenzacijama za članove odbora, ali otkrivanje informacije o njima i dalje je najčešće obavljeno veom tajni;
- gotovo polovina odbora evropskih kompanija nema u svom sastavu žene, a oseća se blagi pad broja stranaca i spuštanje starosne granice direktora;
- u zemljama sa najboljom praksom korporativnog upravljanja broj članova upravnog odbora je tradicionalno mali što, očigledno, omogućuje lakše tj. efikasnije komunikacije u donošenju upravljačkih odluka.<sup>11</sup>

Pravo akcionara da zahteva angažovanje eksperata za verifikaciju knjiga i računa kompanije, odnosno, u našem pravu, pravo na uvid u informacije i dokumente, koja se u skladu sa zakonom, osnivačkim aktom ili statutom moraju učiniti dostupnim (čl. 43. ZPD RS i čl. 283. ZPD RS); zatim njihovo pravo da podižu derivativnu tužbu, pored prava na individualnu tužbu, u slučajevima nezadovoljstva upravljačkim odlukama upravnog odbora (čl. 40-42. ZPD RS); pravo zahtevati isključivanje člana DOO iz opravdanih i zakonom utemeljenih razloga (čl. 179. ZPD RS); pravo na postavljanje pitanja i zahtevanja odgovora od člana upravnog odbora (čl. 275. ZPD RS), uz korišćenje i zahteva za poštovanjem principa pravičnosti obligacionog prava, neki su od instrumenata kojima se u skladu sa našim pravom, ali i pravima u evropskim zemljama (npr. Belgije), mogu koristiti akcionari u borbi sa hedge fondovima i privatnim investicionim fondovima.

Tu treba dodati i:

- prava akcionara sa minimum 10% akcija sa pravom glasa da sazivaju vanrednu sednicu skupštine po pitanju predloženom za vanrednu sednicu skupštine (čl. 277 ZPD RS);
- pravo akcionara sa minimum 10% akcija sa pravom glasa za izbor upravnog odbora da mogu da predlože da se najviše dva pitanja uvrste u dnevni red skupštine akcionara (čl. 284 ZPD RS);
- akcionari sa minimum 10% akcija sa pravom glasa mogu zahtevati da se o određenim pitanjima, u skladu sa zakonom, glasa tajno na skupštini akcionara (čl. 297 ZPD RS);
- pravo iz sukoba interesa i zabrane konkurencije može ostvariti akcionar najmanje 5% osnovnog kapitala društva (čl. 37 ZPD RS);
- na kraju, akcionari koji poseduju minimum 20% osnovnog kapitala, mogu zahtevati da nadležni sud naloži prestanak AD u zakonom predviđenim slučajevima (čl. 345-346 ZPD RS).

Smatramo da bi poštovanje obaveznog prijavljivanja tj. evidentiranja svih akcionara u akcionarskim društvima moglo pomoći u pravovremenom upoznavanju i sa hedge fondovima, kao akcionarima određenih akcionarskih kompanija, kako bi ostali akcionari bili pravovremeno upoznati sa njihovim prisustvom i kako bi mogli, sa dozom opreza, da preduzmu potrebne i blagovremene aktivnosti na zaštiti sopstvenih interesa.

Uprkos ove obaveze po propisima npr. Austrije, pravilo se primenjuje, po pravilu, samo na akcionare sa više od 5% akcija. Tako, kako investicije hedge fondova obično ne prelaze taj procenat, kompanije i njen menadžment obično nisu upoznati sa prisustvom hedge fondova dok ne postanu aktivni. U Nemačkoj je, otuda, ovaj procenat smanjen na tri.<sup>12</sup> Tipičan metod za zadobijanje konačne kontrole i istiskivanje malih akcionara je javna ponuda akcionara za preuzimanje. Ako ponuda na skupštini akcionara bude prihvaćena i istiskivanje potom registrovano, manjinski akcionari dobijaju automatski kompenzaciju, čak i bez potrebe da zahtevaju plaćanje.

11 Albert-Roulhac C., Breen P., (2005) Corporate Governance in Europe: Current Status and future trends, "Journal of Business Strategy", Volume 26, No 6, Emerald Group Publishing Limited

12 Zottl T., (2007) Report from Austria, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

U borbi protiv agresivnog aktivizma hedge fondova i privatnih investicionih fondova, švedske kompanije imaju za preporuku Asocijacije akcionara iz 2007. godine da najveći akcionar ne bude istovremeno i član upravnog odbora tj. da ne učestvuje u ponudama za preuzimanje, niti ih može podržati. Od presudnog je značaja, smatra se, da kompanija prati politiku komuniciranja i da osigura da relevantne informacije stignu do onih čije interese tangiraju. Takođe, smatra se da kompanija treba da osigura da senior menadžment zadrži neformalni dijalog sa institucionalnim investitorima.<sup>13</sup>

Nakon kratkog pregleda mehanizama zaštite manjinskih akcionara u našem pravu, što ubuduće može da se odnosi i na zaštitu od privatnih investicionih fondova i hedge fondova, posebno, a ne samo od većinskih akcionara, načelno, ne možemo a da ne konstatujemo da je kod nas (kao npr. u Poljskoj) osnovni problem u primeni prava, te o sprovođenju istih pred nadležnim organima. U tom smislu, konstatujemo da sudski procesi (spram brzine trgovinskih transakcija i života, uopšte), dugo traju, a nivo iskustva sudija i subjekata prisutnih u procesima (advokata, veštaka) je nizak, jer oskudevaju u znanju vezanom za ekonomiju, finansije i računovodstvo. Smatramo da bi trebalo popularizovati i stručno komentarisati praksu, ostvarivanja dužnosti članova upravnog odbora prema kompaniji i raditi permanentno na edukaciji o pravilima u smislu približavanja istih onima na koje se odnose, a naročito o dužnosti pažnje, zabrane konkurencije, odavanja poslovne tajne, i lojalnosti. Isto treba, pre svega, da preventivno deluje, kako ne bi došlo do zaključivanja poslova u sukobu interesa, a uz, i na osnovu zloupotrebe pozicije, informacija, poslovnih prilika i imovine kompanije u sopstvenom interesu zastupnika, članova upravnog odbora, izvršnog odbora, nadzornog odbora, odbora revizora, internog revizora, te kontrolnih akcionara odnosno članova DOO.

Načini zaštite kompanije od preuzimanja koje ima atribut da je neprijateljsko, a koji se mogu preporučiti i našim kompanijama, bili bi sledeći:

- neophodno je pojasniti ko se javlja kao konačni sticalac akcija društva i sa kakvim ciljem on želi da stekne eventualnu kontrolu nad istom;
- postoji mogućnost zajedničkog otkupa akcija, pri čemu kupovinu može da organizuje sam emitent (stičući sopstvene akcije na svoj bilans, ili bilans organizacije - kéeri), akcionari emitenta ili prijateljski spoljni investitor;
- u slučaju donošenja odluke o konsolidaciji akcija, imaoći akcija bi postali vladaoći dela akcija (npr. 1/3, 1/4, 1/2 i sl.);
- isplata neugašenih, a dospelih dugova, kako ne bi agresivni investitor od društva stvorio dužnika;
- sprovođenje reorganizacije, bilo u vidu transformacija pravne forme (npr. u društvo sa ograničenom odgovornošću) ili u vidu donošenja na skupštini akcionara odluke o statusnim promenama (spajanje, podela, odvajanje, sve bilo radi pripajanja ili osnivanja novih subjekata). Posebno bi mogla biti zanimljiva podela, pri čemu svaki nastali deo ne bi bio zanimljiv potencijalnom nasilnom preuzimaocu (sticaocu);
- donošenje odluke o zatvorenim emisijama akcija koje su, u skladu sa našim propisima mogući kod zatvorenih, ali i kod otvorenih akcionarskih društava, pri čemu su tada akcije namenjene postojećim akcionarima, imaoćima varanata i zamenljivih obveznica, odnosno, posebnom krugu institucionalnih tzv. profesionalnih investitora, tipa penzionim fondovima i osiguravajućim kompanijama;
- kao prevencija od neprijateljskog preuzimanja, moguće je da se statutom ili aktom o osnivanju predvidi nekoliko odredbi u smislu proširenja odluka koje bi se donele po proceduri za velike poslove (znači ne od strane upravnog odbora, već na skupštini akcionara i to kvalifikovanom većinom). U nekim zapadnim zemljama taj procenat je viši od dve trećine većine, a egzistira u propisima i kao 95% većine glasova. Samo unošenje u ugovor sa menadžerom odredbe o obavezi plaćanja veoma velike odštete za slučaj da društvo raskine ugovor sa njim pre roka, preventivno može delovati, u smislu bilo kakvog „iskakanja”, u smislu zaključenja štetnog ugovora po kompaniju.

Na osnovu gore iznetog, pre svega sagledavajući iskustva zemalja u kojima je kompanijsko pravo sa mnogo dužom tradicijom koja prati razvijene ekonomske odnose, mogli bismo skromno sugerisati neke od pravaca

<sup>13</sup> Svernlöv C., Blomberg E.B., (2007) Report from Sweden, European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International

unapređenja odnosa u sferi korporativnog upravljanja. Tako, bilo bi celishodno da postoji neki državni ili nedržavni organ koji bi ostvarivao jedinstvenu politiku u oblasti korporativnog upravljanja i koji bi u tom domenu tesno saradivali. Nadalje, praksu donošenja sopstvenih kodeksa korporativnog upravljanja trebalo bi proširiti, kao i insistirati da u skladu sa zakonom, ali i dobrom praksom nezavisni direktori budu obavezni u strukturi upravnih odbora. Dividendnu politiku treba poboljšati, a preduslov za to jeste javnost u radu i dostupnost akata i informacija o finansijskom poslovanju svakom akcionaru. Smatramo da odredbe o mogućnostima akcionara da u vanparničnom postupku traže potrebnu dokumentaciju nisu dovoljne za zaštitu njihovih prava, već da u većoj meri treba insistirati na priznavanju prava da, ali o trošku kompanije koja im ne daje traženu dokumentaciju, mogu da u tom cilju angažuju nezavisne eksperte. Zatim, treba usavršavati odnos između menadžera i vlasnika - akcionara, a jedan od mogućih načina bi mogao biti i usavršavanje metoda kompenzacije, vezujući egzaktno performansu kompanije za rad menadžera.

Sa rastom, koji je nesumnjiv, internacionalnih finansijskih investicija susreću se različite kulture korporativnog upravljanja. Alokacija kapitala u okviru i među zemljama postala je složenija, kao i monitoring upotrebe kapitala. Razlozi za to leže u tehnološkom progresu, otvaranju finansijskih tržišta, liberalizaciji trgovine i sl.

Otuda je porasla i uloga finansijskih investitora. Sa druge strane, privatizacija je za sobom povukla pitanja korporativnog upravljanja u sektorima koji su ranije bili u rukama države. Firme odlaze na javna tržišta da traže kapital, a ortakluci i komanditna društva pretvaraju se u korporacije koje se nalaze na listama berzi.

Sve ovo, po našem mišljenju, neki su od razloga zašto smatramo naslovljenu temu nečim što zaslužuje dužnu pažnju stručne i šire javnosti.

## Literatura:

- [1] Albert-Roulhac C., Breen P., (2005) *Corporate Governance in Europe: Current Status and future trends*, "Journal of Business Strategy", Volume 26, No 6, Emerald Group Publishing Limited
- [2] Ivanova E.A., Šišikine L.V., (2007) *Корпоративное управление*, Rostov na Donu, Feniks
- [3] Orehov S.A., Seleznev V.A., (2006) *Основа корпоративного управления*, Moskva, M. Market DS
- [4] Schwarz K., (2007) *Editorial Curbing Aggressive Shareholders?*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [5] Schwarz K., Bisschop B.S., (2007) *Piercing the Myth of Management Control. The Ius Commune of the Shareholders' and Stakeholders' Models*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [6] Simons E., Tongelen W., (2007) *Report from Belgium*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [7] Stijn C., (2003) *Corporate Governance and Development*, "Global Corporate Governance Forum", Focus I, Global Corporate Governance Donors Meeting, Hague, march 13, 2003
- [8] Stroinski R., (2007) *Shareholder or Manager? On Corporate Governance in Private Equity Investee Companies in Poland*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [9] Svernlöv C., Blomberg E.B., (2007) *Report from Sweden*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [10] Wymeersch E., (2007) *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International
- [11] Zottl T., (2007) *Report from Austria*, "European Company Law", april, Volume 4, issue 2, Leiden, Kluwer Law International