

Проф. др Дијана Марковић Бајаловић

Правни факултет Универзитета у Источном Сарајеву

СЛОБОДА ПРИВРЕЂИВАЊА У СВЕТЛУ ИСТОРИЈСКОГ РАЗВОЈА КОМПАНИЈСКОГ ПРАВА

Компанијско право настаје на прелазу из Средњег у Нови век, када се јављају прва акционарска друштва и доносе први закони из те области. Законским регулисањем оснивања и рада акционарских друштава конкретизује се начело слободе предузетништва и постављају нужне границе његовог важења. Историјски развој компанијског законодавства указује на бројна питања која су суцесивно привлачила пажњу законодавца: услови и поступак оснивања акционарских друштава, заштита интереса улагача приликом издавања и трговине акцијама, управљање акционарским друштвом, однос управе и акционара, циљ(еви) друштва, остваривање и заштита интереса различитих интересних група у друштву. Аутор обрађује три питања: оснивање друштва, издавање акција и корпоративно управљање, указујући на историјске разлоге који су довели до њиховог регулисања у законодавству и судској пракси и изазвали интерес теорије за њих. Наведена питања нису само од историјског значаја, јер актуелно стање компанијског законодавства указује да она нису дефинитивно решена. У раду је спроведена анализа законодавства, судске праксе и теорије у САД, Великој Британији и Немачкој. Упркос разликама у друштвеним, економским и политичким приликама у тим земљама, који су водили различитој техници и методу регулисања, новије тенденције у развоју компанијског законодавства указују на могућност приближавања, иако не конвергенције посматраних правних система.

Кључне речи: Слобода привређивања; Компанијско право; Акционарска друштва; Корпоративно управљање; хартије од вредности.

1. УВОД

Француска буржоаска револуција прогласила је једну од основних људских слобода – слободу предузетништва. Она подразумева право сваког човека да учествује у промету робе и услуга. То право и данас представља темељ система тржишног привређивања, преовлађујућег у савременом свету. Свако је слободан да самостално одлучи да отпочне да се бави неком привредном активношћу, али зато самостално сноси ризик своје одлуке. Уколико изгуби у тржишној утакмици, бива истиснут са тржишта, а уложени капитал је неповратно изгубио. У суровој тржишној утакмици опстају само најефикаснији, они који успевају да са најмање трошкова понуде на тржишту производ који задовољава потребе купаца ценом, квалитетом или неком другом особином. На тај начин, потребе друштва бивају задовољене, а економски напредак подстакнут.

Начело слободе предузетништва трпи прва ограничења већ у XIX веку, као нужна последица принципа да је слобода сваког појединца ограничена слободама других. Права мера ограничења слободе предузетништва ни данас, после више од два века важења овог начела у развијеним земљама западне хемисфере, није нађена. Проблем је највише изражен у области права акционарских друштава, јер се у тим привредним друштвима приватни интереси чланова друштва – акционара, преплићу или сукобљавају са интересима трећих лица – запослених, поверилаца друштва и шире друштвене заједнице. У овом раду проблем је осветљен указивањем на неколико питања која су још увек отворена – оснивање акционарских друштава, издавање акција и других хартија од вредности и управљање друштвом, анализом законодавства, судске праксе и теорије САД, Немачке и Велике Британије.

2. ОСНИВАЊЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА

Прва акционарска друштва, облик привредних друштава који преовлађује у савременом свету, појавила су се на прелазу из Средњег у Нови век, у државама које су тада важиле за поморске силе – Холандији и Енглеској. С циљем финансирања трговине са удаљеним америчким и азијским земљама, трговци и поморци су удруживали капитал и у замену за њега добијали потврде (на холандском *aktie*), на основу којих су потраживали део добити остварене продајом робе у прекоморској трговини. Уколико пловидбени

подухват није успео, на пример, зато што је брод страдао у поморској несрећи или је био опљачкан, уложени капитал био би изгубљен.

Акционарска друштва брзо су постала предмет злоупотреба. Оснивачи – промотери користили су лаковерност и лакомот грађана и прикупљали од њих капитал за реализацију различитих фантастичних подухвата. Историја бележи примере оснивања акционарских друштава с циљем откривања *perpetum mobile*, предузимања подухвата који мора остати тајна, како конкуренција не би украла идеју, или исушивања Црвеног мора како би се пронашле драгоцености које су Јевреји изгубили када су у библијско доба бежали из Египта на Синајско полуострво.

Након скандала који је избио у вези са трговањем акцијама компаније „*South Sea Bubble*”, основане ради колонизације Јужног Пацифика, у Великој Британији се 1720. године доноси *Bubble Act*. Тим законом забрањено је оснивање компанија, проглашавајући издавање акција кривичним делом. Након тога, оснивање компанија у XVIII веку у Великој Британији било је могуће искључиво ако би краљ у парламенту донео повељу о оснивању компаније (*chartered companies*). Краљ је у правилу додељивао повеље за оснивање компанија ради остварења одређених политичких циљева: колонизације прекоморских територија, искоришћавања природних богатстава или развоја спољне трговине.¹

Поучене искуством Велике Британије и руковођене страхом од доминације енглеских колонијалних компанија, САД су на почетку XIX века такође примењивале рестриктиван систем законских концесија. Оснивање компанија било је једино могуће усвајањем закона у парламенту којим се одобравао статут компаније. За измене статута такође је био неопходан законски акт. Законом се ограничавала максимална висина капитала, рок трајања и делатност компанија. Компаније су се махом оснивале ради задовољења општих друштвених циљева: управљања градовима, изградње канала, мостова, путева и сл. Прве банке и осигуравајуће куће биле су основане на овај начин.² Компаније и њихови оснивачи сматрани су инструментом државе. Па, ипак, већ тада полако преовладава свест о приватном карактеру и уговорној основи ком-

¹ W. A. Klein, J. C. Coffee, *Business Organizations and Finance*, New York 2007, 112–113.

² *Ibid.*, 113.

панија. Прекретницу је означавала одлука Врховног суда САД којом је одрекао право законодавцу да својим актима мења својинска права успостављена у односима између компаније и њених оснивача.³ Врло брзо показале су се мане законског система оснивања. Појавила се корупција, што је природно, јер је за изгласавање закона о оснивању компаније у парламенту било неопходно лобирање. Компаније су могли да оснују само они који су могли да плате лобирање. Када је Врховни суд САД донео одлуку којом је утврдио право компаније основане у једној америчкој држави да обавља делатност на територији других америчких држава,⁴ и када су уставни америчких држава измењени тако да је оснивање компанија законским актом проглашено изузетком, а не правилом, развила се конкуренција законских форми међу државама чланицама америчке федерације.⁵ У већини држава доносе се општи закони о компанијама, применљиви на већину делатности, који су ублажили услове за оснивање компанија. Први такав закон донесен је у држави Њујорк још 1811. године, али је ограничавао трајање компаније на 20 година и величину капитала на 100.000 америчких долара. Већ након 1835. године усвајају се компанијски закони који су поступак оснивања сводили на регистрацију статута компаније код надлежног органа. Државе Њу Џерси, Мејн и Делавар, с циљем повећања прихода од такси за оснивање компанија, донеле су крајем XIX века законе на основу којих су компаније

³ *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 US (4 Wheat.) 518, 1819.

⁴ *Paul v. Virginia*, 75 US 168, 19 L.Ed. 357, 1868. Суд је стао на становиште да међудржавне трансакције међу компанијама потпадају под надлежност Конгреса да регулише међудржавну трговину. Према томе, држава чланица америчке федерације могла је да забрани компанији основаној у другој држави да обавља пословање на њеној територији, само ако се то пословање није могло подвести под појам међудржавне трговине, што је било изузетно, јер је појам међудржавне трговине већ у 19. веку добио веома широко значење.

⁵ Нешто слично догодило се читав век касније у Европи, након што је Суд правде у одлуци у случају *Centros Ltd/Erhvervs- og Selskabsstyrelsen Slg* (C-212/97, 1999, I-1459) стао на становиште да привредно друштво регистровано у једној држави чланици може да обавља делатност у другој држави чланици посредством свог огранка, без обавезе да у тој држави оснива зависно друштво и испуни законске услове у погледу минималне висине основног капитала и др. То је довело до конкуренције законодавстава о привредним друштвима у државама чланицама Европске заједнице, односно сељења капитала из држава са строжим условима оснивања привредних друштава, као што су Француска и Немачка, у државе где су ти услови блажи. – Вид. R. Geimer, *Gesellschaften und juristische Personen auf Wanderschaft in Europa*, Wien 2004.

могле да буду оснивачи других компанија, чиме је омогућено успостављање холдинга и односа матичног и зависног друштва. Године 1896, држава Њу Џерси усваја први модерни закон о компанијама који се заснива на пермисивном приступу. Закон је дозвољавао оснивачима да структуру компаније обликују према својим жељама, дао је широка овлашћења директорима и заштитио их од одговорности према акционарима.⁶ Након што је председник Вудроу Вилсон иницирао измену компанијског законодавства државе Њу Џерси, држава Делавар је постала држава избора за оснивање компаније од стране америчких, али и страних инвеститора.⁷

Трагови законског режима оснивања привредних друштава у законодавству САД видљиви су и данас. Они се уочавају у компанијским законима америчких држава који редовно прописују обавезу усаглашавања оснивачких аката са изменама законодавства извршеним након оснивања компаније.⁸

Законом о акционарским друштвима из 1844. године, Велика Британија либерализовала је оснивање акционарских друштава уводећи установу Регистра компанија, код које се уписују одређени подаци о компанијама, чиме постају доступни јавности. Овим законом уведена је и обавеза депоновања статута и годишњег обрачуна компанија у Регистру.

Први закони о акционарским друштвима немачких држава ослањали су се на систем дозволе. Закон из 1870. године уводи либералнији, нормативни систем. У том систему, суд или други државни орган води регистар привредних друштава. Приликом уписа у судски регистар суд само проверава испуњеност законских услова за оснивање друштава и не може да одбије упис оснивања друштва у регистар уколико су прописани услови испуњени.

Режим оснивања привредних друштава установљен у другој половини XIX века остао је у основи неизмењен до савременог доба, али уз значајне разлике које постоје између континенталноевропског и англосаксонског правног система. У Европи, минимални услови за оснивање отворених акционарских друштава

⁶ J. Cox, T. L. Hazen, *Corporations*, New York 2002, 32–33.

⁷ Од свих компанија у САД које одлуче да промене своје седиште, 90 % бира да се региструје у Делавару. – *Ibid.*, 35.

⁸ W. A. Klein, J. C. Coffee, 114.

прописани су Другом компанијском директивом,⁹ којом се прописује минимална садржина оснивачког акта, обавеза објављивања одређених информација о друштву које се оснива, минимална висина основног капитала, обавеза уплате 25 % основног капитала приликом оснивања и рок уплате остатка капитала, обавеза прибављања процене овлашћеног процењивача о вредности неновчаних улога¹⁰ и одговорност оснивача за обавезе преузете у име друштва у оснивању до прибављања дозволе надлежног органа, ако се друштво оснива у режиму дозволе. Одредбе Директиве су са одређеним разликама имплементиране у законодавство о привредним друштвима држава чланица ЕУ.

Тако, немачки Закон о акционарским друштвима¹¹ прописује да статут друштва мора имати минималну садржину прописану тим законом и бити оверен од стране нотара. Оснивачи закључују посебан уговор, којим се обавезују да откупе одређени број акција друштва и именују прве чланова надзорног одбора и ревизоре за прву фискалну годину. Тај уговор такође мора бити оверен код нотара. Оснивачи морају уплатити 25 % улога приликом оснивања, а остатак у року од пет година од оснивања. Када се уписане акције уплаћују у новцу, једна четвртина улога мора бити уплаћена приликом оснивања. Акције се морају платити по номиналној или већој вредности. Оне се могу издати и као квотне акције, односно без номиналне вредности. Надзорни одбор и оснивачи дужни су да саставе извештај о оснивању.¹² Независни ревизор израђује посебан извештај у случају да оснивачи уносе неновчане улоге, ако је

⁹ *Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent* OJ L 26, 31. 1. 1977, с. 1–13.

¹⁰ Изменама Друге компанијске директиве извршеним 2006. године (*Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital* OJ L 264, 25. 9. 2006, с. 32–36) укинута је обавеза прибављања процене овлашћеног процењивача о вредности неновчаних улога, када је вредност неновчаног улога претходно већ била утврђена од стране признатог независног експерта.

¹¹ *Aktiengesetz*, BGBl I 1089, 6. 9. 1965, последња измена BGBl I 1900, 9. 12. 2010. Даље: НЗАД.

¹² Члан 33 став 1 НЗАД.

неки од оснивача именован за члана управе, или ако оснивач у поступку оснивања прибавља материјалну корист. Након уношења улога подноси се пријава за упис у регистар регистарском суду. Суд проверава усклађеност одредаба статута са императивним одредбама НЗАД и вредност унетих улога.¹³ Уколико суд прихвати пријаву за регистрацију, регистрација се објављује у службеном гласилу и најмање једним дневним новинама. Доношењем решења којим се дозвољава упис у регистар, друштво стиче статус правног лица. Сличан поступак оснивања прописан је у европским државама које су своје законодавство о привредним друштвима уредиле по узору на немачко законодавство.¹⁴

У Великој Британији поступак оснивања компанија мање је формалан. Оснивачи су, такође, дужни да сачине два акта – статут компаније (*Articles of association*) и уговор о оснивању (*Memorandum of association*). Минимална садржина статута прописана је Законом о компанијама из 2006. године. Уколико оснивачи не искористе своје право да детаљно пропишу правила статута, на унутрашње односе у компанији примењују се одредбе модел статута које је донео државни секретар за привреду, предузећа и регулаторну реформу, на основу законског овлашћења.¹⁵ Законом из 2006. године укинута је обавеза одређивања циљева компаније у уговору оснивача, чиме је *ultra vires* доктрина у Великој Британији сасвим изгубила на значају. Законом се предвиђа да су „циљеви компаније неограничени, осим ако статут компаније не предвиђа другачије“.¹⁶ Уговором оснивачи изражавају вољу да оснују друштво, постану чланови друштва и да откупе најмање једну акцију друштва.¹⁷ Свођењем садржине оснивачког уговора на минимум

¹³ Члан 38 НЗАД.

¹⁴ Аустрија, Мађарска, Пољска, Литванија, Летонија, Данска, Шведска, Норвешка, Словенија, Хрватска

¹⁵ Члан 19 Закона о компанијама из 2006.

¹⁶ Важење доктрине било је ограничено већ Законом о компанијама из 1985. године. Према члану 35 тог закона, пословна способност компаније није ограничена одредбама статута, односно, правни посао предузет у прекорачењу статутарних ограничења обавезује компанију. Међутим, ово правило трпело је два важна ограничења. Сваки акционар је имао право да тражи издавање привремене мере у случају да директори компаније намеравају да предузму правни посао које је изван оквира статута. Друго, уговор закључен између директора и компаније изван циљева одређених статутом био је ништав. Вид. J. Dine, *Company Law*, London 2001, 46–60.

¹⁷ Члан 8 Закона о компанијама 2006.

елиминише се потреба за евентуалним накнадним изменама уговора. Након доношења статута и потписивања уговора о оснивању оснивачи подносе пријаву за упис у регистар Регистру компанија, који издаје сертификат о инкорпорацији, као доказ да је компанија „инкорпорисана“, што значи да је стекла правни субјективитет. Међутим, компанија не може почети да се бави привредном активношћу док не добије други сертификат, који потврђује да њен овлашћени капитал износи минимално 50.000 фунти и да је једна четвртина уплаћена у новцу.¹⁸ Регистру се морају пријавити и процена трошкова оснивања, сва плаћања оснивачима извршена у току оснивања и противчинидбе или давања за та плаћања. Регистар након тога издаје сертификат о трговању (*trading certificate*), који је доказ да компанија има способност да иступа у правном промету. Директори компаније солидарно одговарају за обавезе преузете у име компаније пре издавања сертификата о трговању.

Поступак оснивања компанија најједноставнији је у САД. Иако је компанијско законодавство у надлежности држава чланица, законодавство је хармонизовано и либерализовано, захваљујући чињеници да је већина држава преузела Модел закон о привредним корпорацијама (*Model Business Corporation Act*),¹⁹ који је прихватио либерални приступ зачет у Њу Џерсију и Делавару. Ревидирани Модел закон из 1984. године наставља процес либерализације и симплификације компанијског законодавства, али примат Делавара у том погледу остаје неупитан. У тој држави, довољно је да оснивачи поднесу сертификат о инкорпорацији који не мора бити оверен. Сертификат треба да има следећу минималну садржину: имена и адресе оснивача, назив и седиште компаније, као и њен циљ (који се може одредити уопштено, тако да је „компанији допуштено да се бави свим законитим пословима или

¹⁸ Наведено важи само у случају да се оснива јавна компанија ограничена акцијама (*public company*). Ако се оснива приватна компанија (*private company*) или компанија ограничена гаранцијама (*company limited by guarantees*) оснивачи немају обавезу уношења улога до почетка рада. – P. Davies, Gower and Davies` *Principles of Modern Company Law*, London 2008, 10.

¹⁹ Модел закон донео је Комитет за корпорацијско право Секције за привредно право Америчке адвокатске коморе 1950. год. Модел закон ревидиран је 1984. године. Усвојиле су га у неизмењеном облику као своје националне законе о корпорацијама 24 америчке државе.

делатностима“).²⁰ Потребно је још назначити класу овлашћених акција, њихов број и номиналну вредност (или изјаву да немају номиналну вредност ако се издају као квотне акције) и имена и адресу првих директора, ако овлашћења оснивача престају након инкорпорације.²¹ Ако издате акције имају номиналну вредност, вредност унетих улога мора одговарати номиналној вредности акција. Ово правило, међутим, у пракси нема готово никакав значај, јер акције могу бити издате као квотне акције и, друго, нема обавезе провере вредности унетих улога од стране независних процењивача. Процена борда директора у том погледу има кључну улогу,²² осим у случају преваре, што се мора доказивати судским путем. Оснивачи имају велику слободу да одреде унутрашњу структуру компаније и права и обавезе акционара и трећих лица. Држава, за разлику од британског законодавца, не прописује чак ни диспозитивна статутарна правила, која би важила у случају да их сами оснивачи не пропишу (*default* правила).

3. ЕМИТОВАЊЕ АКЦИЈА И ДРУГИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

Либерализација поступка оснивања спроведена током XIX века створила је могућност за нове злоупотребе. Оснивачи су прецењивали своје неновчане улоге и на основу тога прикупљали улоге од трећих лица, која нису имала никакву заштиту у случају да им улози пропадну кривицом оснивача. Издатим акцијама су трговале куће које нису сносиле одговорност према лицима којима су продавале акције. Због тога су крајем XIX века у Немачкој поштрена законска правила која се тичу одговорности оснивача, управе и самог друштва и прописана је обавеза објављивања одређених података о пословању акционарског друштва.²³ У исто

²⁰ Општи закон о корпорацијама (*General Corporation Law*) државе Делавар ипак предвиђа могућност поништавања статута компаније у случају злоупотребе или некоришћења статутарних овлашћења. Тако је суд државе Делавар прогласио ништавим статут компаније која је основана за обављање непрофитних делатности, јер се у пракси бавила профитним активностима, као и компаније која се бавила противзаконитим радњама. – A. Cahn, D. Donald, *Comparative Company Law*, Cambridge 2010, 145.

²¹ *Ibid.*, 137.

²² Члан 152 Општег закона о компанијама државе Делавар. Одговарајућу одредбу садржи и Модел закон (члан 6.216).

²³ R. Reinhardt, D. Schultz, *Gesellschaftsrecht*, Tübingen 1981, 176.

време, у Великој Британији доносе се закони којима се уводи одговорност директора за свој рад²⁴ и обавезна ревизија рачуноводствених извештаја компанија.²⁵

Већ крајем XIX века, а посебно након Првог светског рата, шири се пракса прикупљања капитала оснивањем компанија са веома великим бројем акционара. Појава се објашњава различитим узроцима. Амерички економисти Берле (*Berle*) и Минс (*Means*) сматрали су да је главни узрок технолошка револуција која је захтевала огромне инвестиције.²⁶ Мали улагачи нису смели да ризикују да читав свој капитал уложе у једну инвестицију, већ су се одлучивали за дисперзована улагања, чиме су умањивали свој удео у појединим компанијама и сводили на минимум могућност утицаја на управљање компанијама. По другим ауторима, велика дисперзија акција у америчким компанијама последица је развијеног секундарног тржишта хартијама од вредности. Тако се указује да у америчким државама Њујорк и Филадельфија секундарно тржиште настаје већ почетком XIX века. Велика ликвидност акција чинила их је примамљивом инвестицијом и, са аспекта управе, атрактивним начином финансирања компанија. То је имало за последицу веома дисперзовано власништво над компанијама, што је преовлађујућа одлика америчких компанија.²⁷

Процес је прекинут Великом светском економском кризом, која започиње 1929. године сломом њујоршке берзе и бројним банкротствима компанија која су уследила након тога. Сједињене Америчке Државе лек су потражиле у регулисању издавања и трговине хартијама од вредности федералним законодавством. Конгресу су понуђена три законска модела: 1) модел који је забрањивао превару у трговини хартијама од вредности; 2) модел у коме су емитери били овлашћени да издају и ризичне хартије, под условом да купцима дају довољно информација за доношење одлуке о куповини хартија; 3) модел у коме државни орган испитује квалитет хартије од вредности и забрањује ризичне трансакције.²⁸

²⁴ *Directors Liability Act 1890.*

²⁵ *Companies Act 1900.*

²⁶ A. Berle, G. Means, *Modern Corporation and Private Property*, New York, re-visited edition, 1968.

²⁷ S. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York 2002, 197.

²⁸ *Ibid.*, 17.

Амерички законодавац определио се за комбинацију прва два модела, доносећи сет од седам закона, од којих су најзначајнији Закон о хартијама од вредности²⁹ и Закон о трговини хартијама од вредности.³⁰ Први уређује издавање хартија од вредности – примарно тржиште, обавезујући емитере који продају акције путем јавне понуде да објаве све информације потребне инвеститорима за доношење одлуке о куповини или продаји хартија од вредности или одлуке о начину гласања, императивно прописујући садржину проспекта и утврђујући рок важења понуде емитера, који тече од дана подношења проспекта Комисији за хартије од вредности и који има циљ да омогући потенцијалним купцима да се обавесте о садржини проспекта. Током тог периода (*Waiting period*) забрањено је емитерима да продају акције. Став законодавца је да информисано тржиште само може да предупреди могуће злоупотребе приликом емисије акција,³¹ при чему обезбеђује купцима акција грађанскоправну заштиту у случајевима објављивања нетачних или пропуштања објављивања информација од значаја за куповину акција. Емитери у таквом случају одговарају купцима акција за штету. Купац акција остварује право на накнаду штете под олакшаним условима. Он не мора доказивати да се ослонио на садржину проспекта приликом доношења одлуке о куповини акција. Кривица емитера се претпоставља, односно на њему је терет доказа да није знао нити могао знати за нетачност информације или пропуштање објављивања одређених информација у проспекту.

Судска пракса је проширила значење законских норми у тој мери да су познати случајеви утврђивања одговорности компаније због нетачних информација објављених у штампи, иако компанија није непосредно учествовала у продаји и куповини својих акција.³²

Закон о трговини хартијама од вредности уређује трговину хартијама од вредности на берзама и другим организованим тржи-

²⁹ *Securities Act 1931.*

³⁰ *Securities Exchange Act 1934.*

³¹ Судија Врховног суда САД Брандајс објаснио је то на следећи начин: „Јавност се може искрено препоручити као лек за друштвене и привредне болести. Сунчева светлост је најбоље средство за дезинфекцију; електрично светло је најефикаснији полицајац.“ Наведено према: А. Licht, „International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence“, *Cardozo Law Review* 1/1998, 247.

³² W. A. Klein, J. C. Coffee, 214.

штима – секундарно тржиште и има циљ да спречи превару у трговини. Овим законом основана је Комисија за хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission – SEC*), која је задужена да доноси правила за трговину хартијама од вредности и врши надзор над учесницима у тој трговини. Закон прописује обавезну регистрацију и надзор над берзама хартија од вредности, регулише положај брокера, чланова берзе и дилера и надзор над њиховим радом, прописује услове за регистрацију хартија на берзи и обавезу извештавања листираних компанија, забрањује манипулације ценом хартија и коришћење привилегованих информација од стране инсајдера и низ других питања од значаја за трговину хартијама од вредности. Комисија за хартије од вредности врши управни надзор и има право да искључи из трговања учеснике који манипулишу ценом акција и врше друге преварне радње. Поред тога, овим законом су предвиђене кривичне и грађанске санкције.

Поједине државе чланице америчке федерације донеле су законе којима се органима задуженим за надзор над берзанском трговином даје већи степен овлашћења (*Blue Sky laws*). Осим што се старају да купци хартија буду информисани о свим битним чињеницама у вези са хартијама које су им понуђене на куповину, они су овлашћени да процењују да ли је конкретна трансакција „правична, оправдана и равноправна.“³³

Даље регулисање трговине хартијама од вредности у САД настављено је након Другог светског рата. Почетком шездесетих година јављају се први случајеви преузимања компанија на берзи путем јавне понуде за преузимање. Понуђачи су акционарима циљног друштва нудили цену која је била и до 50 % виша од берзанске. Понуда је била условљена откупом одређеног процента акција циљног друштва.³⁴ Код преузимања друштва јавном понудом настаје проблем равноправног третмана акционара. Ако понуђач стекне контролни пакет акција, тржишна вредност преосталих акција пада, па у поступку преузимања путем јавне понуде најбоље пролазе акционари који први прихвате понуђену цену. У случају непријатељског преузимања које се врши супротно вољи постојеће управе циљног друштва и контролних акционара, оправдано се

³³ *Ibid.*, 215.

³⁴ *Ibid.*, 218.

поставља и питање њихове могућности да спрече преузимање.³⁵ Наведени проблеми су подстакли америчког законодавца на доношење Вилијамсоновог закона,³⁶ којим је уведена обавеза објављивања информација о плану и мотивима преузимања, као и изворима финансирања понуђача. Законом је уведена и обавеза обавештавања о стицању 5 % акција са правом гласа, чиме се омогућава правовремено информисање акционара и управе циљног друштва о могућем преузимању. С циљем обезбеђења правичног третмана акционара и конкуренције међу понуђачима, Вилијамсоновим законом предвиђено је следеће: минимални рок важења понуде и рок за враћање акција које нису откупљене; дато је право акционарима да у одређеном року могу да повуку акције које су претходно већ депоновали код одређеног понуђача; понуђач је обавезан да откупи све акције по истој цени; акције морају бити откупљене *pro rata*, што значи да у случају вишка депонованих акција понуђач мора од сваког акционара откупити сразмеран број акција.

Скандал са компанијом Енрон, проузрокован фризирањем финансијских извештаја те компаније од стране управе, у сарадњи са независном ревизорском кућом задуженом за њихову ревизију, и банкротом те компаније који је уследио, изазвао је кризу финансијског тржишта у САД. Конгрес је одговорио Зербан-Окслијевим законом усвојеним 2002. године.³⁷ Тим законом уведен је надзор над ревизорским кућама које врше ревизију финансијских извештаја компанија листираних на берзи и прописана су правила којима се обезбеђује објективност ревизије: ревизори подносе извештај одбору за ревизију изабраном од стране скупштине друштва, а не, као до тада, управи друштва. Ревизори не смеју компанијама за које обављају ревизију пружати и друге услуге.³⁸ Законом су прописана и правила за понашање других лица која су у позицији да утичу на берзанску цену акција: берзанских аналитичара и правних заступника.

³⁵ Различити су разлози преузимања акционарског друштва: стварање синергијске добити, промена неефикасне управе, експлоатација циљног друштва; стварање империје и др. Вид. В. Радовић, *Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле*, Београд 2008, 24–30.

³⁶ *Williams Act* 1968.

³⁷ *Sarbanes Oxley Act* 2002.

³⁸ У случају Енрон необјективност ревизије била је проузрокована чињеницом да је ревизорска кућа истовремено пружала и консултантске услуге Енрону.

Насупрот САД, у Великој Британији су финансијска тржишта дуго времена била предмет саморегулације – учесници тржишта сами доносе правила, којих се затим придржавају. Предност саморегулације је у томе што правила постављају експерти. Тако донесена правила се поштују, јер је учесницима на финансијском тржишту стало да очувају његову репутацију. Мана саморегулисања је склоност постојећих учесника да затворе тржиште стварањем препрека за улазак нових учесника. Интернационализација финансијских тржишта, нови производи и технолошке иновације, као и неколико финансијских скандала, били су разлог да средином осамдесетих година прошлог века Велика Британија пређе на систем државног регулисања.³⁹ Законом о финансијским услугама из 1986. године⁴⁰ формиран је Одбор за хартије од вредности и инвестиције (*Securities and Investment Board – SIB*) са задатком да надзире финансијска тржишта. Надзорна улога државе ојачана је након што је Законом о финансијским услугама и тржиштима од 2000. године⁴¹ комплетна контрола финансијских услуга пренета на ново тело – Орган за финансијске услуге (*Financial Services Authority – FSA*). Задатак *FSA* је да створи и одржи поверење на финансијском тржишту, ојача свест јавности, штити потрошаче финансијских услуга и бори се против финансијског криминала.

Немачко тржиште хартијама од вредности је све до краја XX века било фрагментисано. Контролу над радом берзи и тржишта хартија од вредности спроводили су органи немачких покрајина. Истовремено је свака берза имала сопствена правила о пријему у берзанску котацију и трговини хартијама од вредности. Тек 1995. године формира се федерални орган задужен за надзор над трговином хартијама од вредности (*Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel – BAWe*), а од 2002. године успоставља се Савезни завод за надзор над финансијским услугама (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin*) који обједињује надзор над укупним финансијским услугама. Пословање берзи и даље је подвргнуто саморегулисању, уз обавезу да правила берзе буду одобрена од стране надлежног државног органа. Свака берза је дужна да фор-

³⁹ *Securities Market Regulation: International Approaches*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, јануар 2006, 44.

⁴⁰ *Financial Services Act 1986*.

⁴¹ *Financial Services and Markets Act 2000*.

мира орган за надзор, који надзире берзанску трговину и у случају потребе обавештава управу берзе и надлежни државни орган. Државна контрола берзи и даље се остварује на покрајинском нивоу, а контрола рада берзи представља хибрид саморегулације и државне контроле.⁴²

Европска унија безуспешно је настојала да хармонизује прописе држава чланица у области финансијских услуга с циљем стварања јединственог тржишта услуга све до краја ХХ века. Уместо тога, након усвајања Акционог плана за финансијске услуге 1999. године почело се са доношењем директива којима се обезбеђује минимална усаглашеност националних прописа у погледу услова за пријем хартија у берзанску котацију,⁴³ обавезе објављивања информација о емитентима⁴⁴ и садржине проспекта⁴⁵ и промовише сарадња држава чланица на спречавању злоупотребе поверљивих информација и манипулације тржишним ценама хартија.⁴⁶ Директиве нису у потпуности спроведене, јер нису усвојене све неопходне мере за њихову имплементацију. Европска унија обједињује надзор над радом финансијских тржишта формирањем европског Органа за хартије од вредности и тржишта, који почиње са радом 2011. године.

4. КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ

Појава диверсификованог акционарства запажа се и у Немачкој након Првог светског рата. Специфичност немачког акционарства тог доба била је јачање улоге банака као депозитара акција малих акционара и њихових комисионара, које су вршиле

⁴² *Securities Market Regulation*, 43.

⁴³ *Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities*, OJ L184, 6. 7. 2001.

⁴⁴ *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC*, OJ L 390, 31. 12. 2004.

⁴⁵ *Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC*, OJ L 345, 31. 12. 2003.

⁴⁶ *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, OJ L 96, 12. 4. 2003.

право гласа у скупштини у своје име, а за њихов рачун. Јавља се и установа плуралног вотума – да поједине акције носе вишеструк број гласова. Лажни процват немачке привреде, заснован на иностраним кредитима, врло брзо је довео до краха. Скандал *Favag*, изазван банкротом Франкфуртског друштва за осигурање (*Frankfurter Allgemeine VersicherungsAG*), покренуо је талас банкротстава у Немачкој, који је иницирао хитну реформу немачког законодавства.⁴⁷

За разлику од САД, Немачка је пошла путем реформе законодавства о акционарским друштвима, која се заснивала на изменама правила о корпоративном управљању и увођењу гаранција формирања и очувања основног капитала. Уредбом од 19. септембра 1931. уведене су прве измене: повећане су обавезе управе и надзорног одбора, ограничен је број чланова надзорног одбора, ограничено је стицање сопствених акција и нормирана је садржина рачуноводственог биланса и годишњег извештаја.

Доласком национал-социјалиста на власт мења се однос према акционарству и акционарским друштвима. Раширено је било уверење да су акционарска друштва „у својој најдубљој основи неспојива са национал-социјалистичком привредом“.⁴⁸ Реформа права о акционарским друштвима на политичком плану објашњавала се потребом да се акционарство прилагоди специфичностима национал-социјалистичког уређења привреде и друштва. Акционарско друштво више не треба искључиво да следи приватни циљ увећања профита, већ да испуњава укупне привредне и друштвене задатке. Јачање улоге управе у акционарском друштву објашњавано је фирерским принципом, који је по ставу тадашње политичке и правне теорије био неодвојиво повезан са интересима Рајха и општим добром. „Док политичко вођство ове задатке може непосредно да остварује, привредне вође то могу само посредно, најбољим могућим управљањем (*Führung*) повереног им предузећа, на опште добро народа и државе.“⁴⁹

⁴⁷ R. Reinhardt, D. Schultz, 176–177.

⁴⁸ P. Fischer, *Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft*, Berlin 1936, 49.

⁴⁹ Kisskalt, *ZAkDR*, 1934, 27. Наведено према: G. Spindler, *Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandels*, Hans Böckler Stiftung, <http://www.boeckler.de>, Oktober 2007, 6.

Практични разлози за реформу били су другачије природе. Управљање акционарским друштвом, како је било устројено Општим трговачким закоником из 1861. године, почивало је на ставу да је управа заступник акционара. У том систему скупштина је највиши орган у друштву, која слободно доноси статут, даје налоге управи, распоређује добит по својој вољи и бира орган који се стално стара за остваривање права акционара и надзор над управом – надзорни одбор. У стварности је управљање акционарским друштвом функционисало на сасвим другачији начин. Мали акционари често нису имали довољно новца ни да плате путне трошкове да би присуствовали седници скупштине. Скупштинске одлуке махом су биле договоране унапред, између неколицине већих акционара, представника банака и чланова управе, па се доношење одлука од стране скупштине акционара свело на пуку формалност.⁵⁰

Темељна реформа законодавства, извршена Законом о акционарским друштвима из 1937. године, стога је више била израз преке потребе да се рад управе акционарског друштва стави под контролу, него израз прилагођавања политичким приликама тога доба.

Законом из 1937. год., скупштина акционара је ослабљена, а улога управе ојачана. Министарство правде у свом објашњењу Нацрта закона о акционарским друштвима истиче да је ново устројство управљања у акционарском друштву „... последица модерног процеса концентрације, делимично због жеље да се омогући већа покретљивост снага датих на управљање. Циљ одвајања развоја предузећа у што је могуће већој мери од променљиве масе већинских акционара, могао се остварити једино слабљењем улоге скупштине и појединачних акционара.“⁵¹

Законом је било прописано да управа води друштво на сопствену одговорност. Садржина статута и надлежности скупштине законом су нормиране. Управа није везана одлукама скупштине, већ је дужна да води рачуна о интересима друштва у целини, као и интересима шире заједнице: „Управа је дужна да предузеће на сопствену одговорност води тако, како добро предузећа и његових радника и општа корист народа и Рајха то захтевају.“⁵² Управа за свој рад одговара надзорном одбору, који је и поставља.

⁵⁰ R. Reinhardt, D. Schultz, 176.

⁵¹ G. Spindler, 5.

⁵² Члан 70 став 1 Закона о акционарским друштвима из 1937.

Пооштрена су правила која се тичу формирања и очувања основног капитала с циљем заштите интереса поверилаца друштва. Уведена је обавеза оснивача на уплату минималне висине оснивачког капитала (500.000 Рајхсмарака). Норме о изради рачуноводствених биланса спречавале су прецењивање друштвене имовине. Уведена је обавеза формирања резерви капитала, што је онемогућавало скупштину да целокупну добит расподели акционарима у виду дивиденде. Ограничен је утицај анонимног капитала на рад друштва, сужавањем гласачких права банака – депозитара акција и могућности издавања акција са плуралним вотумом. Уведена је могућност издавања приоритетних акција без права гласа, што додатно погодновало јачању управе.⁵³

Одвајање управљачке од власничке структуре у акционарском друштву појава је коју бележи и америчка теорија тридесетих година прошлог века. У својој чувеној књизи *Модерна корпорација и приватна својина*,⁵⁴ амерички аутори Берле и Минс констатују да менаџмент у компанијама постаје аутономан у односу на акционаре. Њихови ставови се у већем делу америчке литературе тумаче као залагање за идеју да управа друштва треба искључиво да ради у интересу акционара (повећању њиховог профита).⁵⁵ У наведеном делу се, међутим, могу наћи корени теорије о друштвеној одговорности компанија. Берле и Минс указују да компанија не може да буде подвргнута искључиво интересима акционара: „Губећи контролу и одговорност над имовином, изгубили су право да се корпорацијом управља искључиво у њиховом интересу. (...) Ставили су заједницу у позицију да захтева да корпорација не служи искључиво власницима или контролној групи, већ читавом друштву“.⁵⁶ У различитим друштвеним околностима, идеја о друштвеној одговорности компанија јавља се у исто време у Немачкој и у САД.

Ова књига отворила је расправу у америчкој теорији између заступника и противника „менаџерског модела управљања“, непосредно пре и након Другог светског рата. Заступници тог модела

⁵³ G. Spindler, 177.

⁵⁴ Вид. горе, фуснота 28.

⁵⁵ S. Bainbridge, 205.

⁵⁶ A. Bearle, G. Means, 166–167.

били су Дод (*Dodd*),⁵⁷ Берле пред крај свог живота,⁵⁸ као и Џон Кенет Галбрајт (*J. K. Galbraith*).⁵⁹ У том моделу директори су технократе који управљају компанијама тако да воде рачуна о јавном интересу.

У америчкој литератури истиче се да је легислативни производ менаџерског модела управљања у САД био Вилијамсонов закон,⁶⁰ који је, како је напред описано, створио нормативну подлогу да управа акционарског друштва спречи преузимање друштва и своју смену.

Противници модела су истицали да менаџери великих компанија имају циљ раст компанија, уместо раст профита/дивиденде за њене акционаре, реинвестирајући остварену добит у даље ширење пословања, уместо да исплаћују дивиденде акционарима. То се објашњавало различитим разлозима. Величина компаније је у тесној вези са висином зарада које се исплаћују менаџерима. Раст компаније путем аквизиција других компанија омогућује даље напредовање на менаџерској лествици. Коришћењем сопствених средстава за финансирање ширења компаније, уместо да се средства прибављају на финансијском тржишту, избегава се контрола приватних и државних финансијских институција. Велика компанија је боље заштићена од непријатељског преузимања и стечаја. Коначно, ту су и не мање значајни психолошки разлози – углед који менаџер стиче уврштавањем његове компаније на листу „Форчун 500“.⁶¹ Осим тога, с правом је примећено да менаџери са

⁵⁷ Током тридесетих година Берле и Дод су водили теоријску расправу око проблема фидуцијарне дужности директора. Берле је заступао традиционални став да менаџери треба да буду заступници интереса акционара, док је Дод био мишљења да су менаџери заступници интереса шире друштвене заједнице. Вид. А. Berle, „Corporate Powers as a Powers in Trust“, *Harvard Law Review* 1931, 1041; Е. М. Dodd, „For Whom Corporate Managers are Trustees“, *Harvard Law Review* 1932, 1145; А. Berle, „For Whom Corporate Managers are Trustees? A Note“, *Harvard Law Review* 1932, 1365. Наведено према: Н. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, New York University Center for Law and Business, 2000, Working Paper CLB-99-013, 4.

⁵⁸ А. Berle, *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*, 1959. Наведено према: Н. Hansmann, R. Kraakman, 4.

⁵⁹ J. K. Galbraith, *New Industrial State*, Cambridge 1967. Вид. и збирку есеја на тему друштвене одговорности компанија: Е. Mason, *The Corporation in Modern Society*, New York 1959.

⁶⁰ Н. Hansmann, R. Kraakman, 4.

⁶¹ Вид. W. A. Klein, J. C. Coffee, 179–180.

великим дискреционим овлашћењима природно теже да их искористе ради остварења својих личних интереса (богаћења). Проналажење праве сразмере између дискреционих овлашћења управе, кључних за ефикасно руковођење, и њене одговорности власницима капитала, треба да буде централно питање за корпоративно право.⁶²

Теоријске расправе нису нашле одраза у америчкој судској пракси, која је остала на традиционалном становишту да је увећање профита акционара ултимативни циљ компаније.⁶³

Након Другог светског рата у Европи се јавља идеја о учешћу радника у управљању привредним друштвима. Међу земљама капитализма идеја је најплодније тле нашла у Немачкој, одређене за стварање социјалне правне државе. Реформа немачког акционарског права шездестих година прошлог века у фокусу је имала стварање нормативне подлоге за учешће радника у управљању. „У социјалној правној држави само по себи је разумљиво да акционарска друштва треба да се старају и о добробити својих радника...“⁶⁴ Већ 1952. године Законом о организацији предузећа⁶⁵ уведено је правило да једну трећину чланова надзорног одбора чине представници запослених. У стручној расправи која се водила приликом доношења Закона о акционарским друштвима из 1965. године преовладао је став да организациону структуру акционарског друштва не треба мењати, како би се оставила могућност ефикасног руковођења, али је као компромисно решење Законом о саодлучивању радника из 1976. године⁶⁶ уведено паритетно уче-

⁶² *Ibid.*, 207.

⁶³ Чувен је случај компаније Форд, коју су тужили мањински акционари, због тога што је престала да исплаћује специјалне дивиденде, како би своја финансијска средства искористила за ширење пословања. Суд је подржао тужиоце, истакавши да се „... привредна корпорација организује и њоме управља примарно ради профита акционара. Овлашћења директора се морају користити с тим циљем. Дискреција директора састоји се у избору средстава да се постигне тај циљ, а не проширује се на измену циља, смањење профита или на недељење профита акционарима како би се искористио у друге сврхе... Није у оквиру законских овлашћења одбора директора да обликује и води послове компаније за минорну добит акционара и у примарном циљу да се други окористе.“ – *Dodge v. Ford Motor Co.* 170 N.W, 668, 684 (Mich. 1919).

⁶⁴ Извештај парламентарног одбора уз Предлог Закона о акционарским друштвима из 1965. (*Ausschussbericht zu § 76*). Наведено према: G. Spindler, 8.

⁶⁵ *Betriebsverfassungsgesetz*. Наведено према: R. Reinhardt, D. Schultz, 178.

⁶⁶ *Gesetz über die Mistbestimmung der Arbeitnehmer*.

шће запослених у органима акционарских друштава са преко 2000 запослених. Блокада одлучивања онемогућена је правилом да се председавајући надзорног одбора бира уз сагласног представника капитала и да се глас председавајућег у случају поделе гласова рачуна двоструко. Упркос томе што је регулисало изузетне ситуације, наведено правило јасно је говорило да интерес капитала (акционара) у крајњем исходу ипак претеже.

Немачка је идеју о радничком саодлучивању покушала да пласира на европском нивоу кроз предлог Пете компанијске директиве.⁶⁷ Предлогом је било предвиђено да акционарска друштва са више од хиљаду запослених имају, алтернативно, надзорни одбор у коме једну трећину чине представници запослених, посебан орган састављен од представника запослених, кога управа извештава о одређеним питањима пословања друштва, или структуру саодлучивања какву договоре представници синдиката и послодаваца. Због противљења Велике Британије да прихвати такав модел управљања, предлог никада није усвојен.

Чак ни у немачкој правној и политичкој теорији, изворишту и перјаници идеје саодлучивања, интерес радника никада није добио примат над интересом акционара и другх конституената акционарског друштва. Седамдесетих и осамдесетих година прошлог века преовладало је мишљење да управа друштва треба да мири сукобљене интересе акционара, запослених, поверилаца и других интересних група, притом проналазећи и штитећи „интерес друштва“. Теорија је запала у ћорсокак када је нормативни циљ „интерес друштва“ требало конкретизовати кроз правила о обавезама и одговорностима управе.⁶⁸ Ако се интерес друштва определи као циљ, онда органи друштва у коме су заступљени акционари и, евентуално други конституенти (запослени), нису легитимисани да утврђују одговорност управе.

Крајем XX века, теорија о друштвеној одговорности компанија губи на значају, како у САД, тако и у Европи. Интерес акционара, изражен кроз увећање профита или увећање вредности њихових акција, поново задобија приоритет. Уступак теорији о друштвеној одговорности компанија огледа се у признавању права управи акционарског друштва да приликом доношења пословних

⁶⁷ O.J. C131 1971. Предлог је два пута мењан 1983. (O.J. C240) 1991. и (O.J. C7 C321), али никада није усвојен.

⁶⁸ G. Spindler, 9–10.

одлука узима у обзир и интересе других конституената, под условом да се и профит акционара тиме увећава или макар не умањује. Нобеловац Милтон Фридман наведено објашњава на следећи начин: „Друштвена одговорност бизниса је да увећа свој профит.“⁶⁹ У пројекту корпоративног управљања Америчког правног института, циљ корпорације дефинише се као „... вођење послова ради увећања профита корпорације и добити акционара. Чак, и ако се профит корпорације и добит акционара тиме не увећава, корпорација је у вођењу послова дужна, у истом обиму као и физичко лице, да поступа у границама постављеним законом; може да узме у обзир етичке чиниоце који се разумно сматрају одговарајућим за одговорно вођење послова; може да посвети разуман износ средстава за јавну добробит, хуманитарне, образовне и филантропске сврхе.“⁷⁰ На одговарајући начин улогу управе акционарског друштва види и немачка теорија.⁷¹

Законодавство Велике Британије, како је већ указано, пружа велику слободу акционарима у уређењу структуре органа компаније. Закон о компанијама се задовољава тиме да пропише да јавне компаније морају имати два директора, док приватне могу имати једног.⁷² Однос између акционара и управе друштва није законом дефинисан, већ је то предмет регулисања статута компаније. Британско право не напушта идеју о уговорној основи компанија, што има за консеквенцу да управа спроводи вољу акционара, односно служи њиховим интересима.⁷³ Али, крећући се у оквирима граница постављених статутом, управа је слободна у вођењу послова друштва. Према ставу британске судске праксе, статут компаније има конститутивно дејство и управа није дужна да спроводи одлуке скупштине које су донесене супротно одредбама статута.⁷⁴

5. ЗАКЉУЧАК

Историјски развој законодавства о акционарским друштвима одсликава два кључна проблема са којима се сусретао законодавац

⁶⁹ Наведено према: S. Bainbridge, 419.

⁷⁰ American Law Institute, *Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. Наведено према: J. Cox, T. L. Hazen, 71.

⁷¹ G. Spindler, 15–16.

⁷² Члан 154 Закона о компанијама 2006.

⁷³ P. Davies, 366.

⁷⁴ *Ibid.*, 368–371.

у земљама са тржишном привредом. Први је изналажење баланса између потребе да се омогући слободна привредна иницијатива и прикупљање капитала од трећих лица, с једне стране, и неопходности минималних гаранција за спречавање злоупотреба од стране оснивача, чланова и управе друштва, с друге стране. Други је проблем постављање граница слободи управљања привредним друштвом, нужном услову ефикасног привређивања, како би се спречио или разрешио сукоб интереса различитих конституената акционарског друштва: акционара, управе, запослених, поверилаца и шире друштвене заједнице.

Може се уочити да је законодавство посматраних земаља, решавајући наведене проблеме, ишло у два смера.

Један смер је креирање либералног законодавства о акционарским друштвима, чији су пример правни системи САД и Велике Британије. Ови системи остали су привржени постулатима слободе предузетништва, слободе уговарања и заштите приватне својине. Оснивачи имају велику слободу у оснивању компаније, одређивању њених циљева, начина финансирања, уређења организационе структуре, одређивања овлашћења директора и других органа и др. Заштита интереса трећих лица – поверилаца друштва, купаца акција и других, остварује се другим механизмима: судском заштитом и регулисањем тржишта хартија од вредности, било путем императивних прописа и надзором специјализованих државних органа или путем саморегулације, што је све до скора била одлика британског система.

Теорија о друштвеној одговорности компанија, иако је поникла на америчком тлу и имала велики број поборника, није пустила корене у америчком законодавству, јер имплицира снажење управе и слабљење акционара као власника капитала, чиме угрожава опстанак наведених постулата. Америчка теорија последњих деценија поново ставља у први план интерес акционара, што је став који америчко законодавство и јуриспруденција никада нису напустили, иако не потискује сасвим интересе других друштвених чинилаца.

Други смер је определило немачко законодавство и теорија, решавајући проблеме које рађа акционарство управо прописима о акционарским друштвима, детаљно регулишући поступак оснивања, гаранције формирања и очувања основног капитала, вредновања имовине друштва и заштите интереса различитих ин-

тересних група, кроз јачање улоге управе и прецизно одређивање надлежности органа друштва. Немачко законодавство је изузетно и по томе што артикулише интересе једне групе – запослених, у прописима о акционарским друштвима и поставља нормативни темељ теорији о друштвеној одговорности компанија.

Оцену о томе који законски систем даје боље резултате није могуће дати. Дугорочно посматрано, оба су подједнако успешна, што доказују показатељи привредног раста посматраних држава, које су деценијама у самом врху светске привреде, уз осцилације током појединих временских периода.

После више од два века од доношења првих закона о акционарским друштвима, компанијско законодавство ушло је у свој зенит. С једне стране, иако англосаксонско законодавство и судска пракса номинално не мењају одређење да је интерес акционара ултимативан циљ друштва, интересима других група у акционарском друштву и изван њега признаје се легитимитет кроз право управе да води рачуна и о тим интересима. С друге стране, немачко законодавство види интерес друштва као заједнички именик интереса његових конституената, али не може да пренебрегне интерес акционара као преовлађујући.

Наведено, говори да ће се законодавство о акционарским друштвима даље развијати. Може се претпоставити да ће развој ићи у правцу приближавања, иако не потпуне конвергенције, два система, које ће се огледати у признавању интереса акционара као приоритетног интереса, уз паралелно уважавање интереса других чинилаца.

Associate Professor Dr. Dijana Marković Bajalović

Faculty of Law University of East Sarajevo

FREEDOM OF TRADE IN THE CONTEXT OF COMPANY LAW DEVELOPMENT

Summary

The article deals with certain company law issues, such as forming the company, emission of securities and corporate governance, which have been of interest for lawmakers, courts and scholars for more than two hundred years. The main aim of company law is to set boundaries to the principle of freedom of trade, promulgated by the French revolution, to protect the interests of company's constituencies, namely shareholders, directors, creditors and employees and a society as a whole. The author examines company law legislature and courts' practice and legal and economic theory of Great Britain, US and Germany. These countries have found their specific ways to battle the problems of abuse of shareholders' capital and role of the company and its directors. While it is not possible to make final assessment as to which of the legal system was the most successful in solving those possible, certain trends towards defining common goals of company law can be noticed. This will make formulation of company law rules in the future easier.

Key words: *Freedom of trade; Company law; Stock company; Corporate management; Stocks.*