

PREVAZILAŽENJE PROSTORNIH PREPREKA U KOMPANIJSKOM PRAVU: PRIMER SKUPŠTINE AKCIONARSKOG DRUŠTVA¹

Apstrakt: Globalizacija je doprinela stvaranju mogućnosti za prekogranične investicije. Radi zaštite svojih interesa, neophodno je da se investitori u određenoj meri uključe u donošenje odluka na sednicama skupštine društva u kom poseduju kapital. Duskora je to predstavljalo krupan problem, jer je iziskivalo angažovanje često značajnih finansijskih sredstava i vremena za adekvatnu pripremu, a kasnije i učešće na sastanku. Ako ocene da je neisplativo, akcionari neće uzeti učešće u radu skupštine (fenomen tzv. „racionalne apatije“ akcionara), čime se njihov glasački uticaj gubi i omogućava prisutnim akcionarima da donose odluke samo u svom interesu. U cilju sprečavanja ovakvih situacija, stvoreni su različiti mehanizmi koji treba da omoguće da akcionari učestvuju u radu skupštine iako nisu fizički prisutni na samoj sednici. Na taj način se istovremeno podstiču i prekogranične investicije, jer se otklanjaju prostorne barijere kao značajan faktor generisanja troškova ulaganja. U eri tehnologije posebno je značajna primena elektronskih komunikacija koje olakšavaju položaj akcionara u svim aspektima - informisanje, rad u skupštini (rasprava) i glasanje. Ideja tehnologije u službi kompanijskog prava ide od davanja elektronskog punomoćja, preko pružanja mogućnosti akcionarima koji ne mogu lično da prisustvuju sednici da u njoj učestvuju elektronskim putem, do potpune zamene fizičke sednice komunikacijom akcionara (međusobno i sa upravom društva) elektronskim putem. Uvođenje ovih mehanizama zahteva rešavanje brojnih proceduralnih pitanja koja treba da omoguće da se uspostavi balans tako da dođu do punog izražaja sve prednosti, a da se istovremeno umanje svi potencijalni negativni efekti pomenutih mehanizama.

Ključne reči: prekogranične investicije, skupština akcionarskog društva, elektronske komunikacije, EU, SAD.

1 Ovaj rad je nastao kao rezultat rada na projektu Instituta za uporedno pravo „Srpsko i evropsko pravo – upoređivanje i usaglašavanje“ (evidencioni broj: 179031), koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja.

Nova slika korporativnog sveta

Konture tradicionalnog sveta sa menjaju sa protekom vremena i uplivom modernih tehnologija u svakodnevicu. Nove tendencije odražavaju se i na način na koji se organizuje korporativni život i odvija poslovanje kompanija – trgovanje akcijama, objavljivanje informacija o poslovnim rezultatima, komunikacija sa potrošačima, vršenje prava akcionara. Vremenom se i slika klasične sednice skupštine privrednog društva postepeno menja(la), što je rezultat delovanja tri faktora: globalizacije, digitalizacije i internacionalizacije. Globalizacija pokreće promene u nacionalnim pravima, dozvoljavajući akcionarima da vrše svoje pravo učešća na sednicama skupštine širom sveta, dok digitalizacija nudi rešenja za doskora nerešive logističke i troškovne probleme (Zetzsche, 2007: 11). Tehnologija danas dopušta varijacije tradicionalne sednice skupštine i otvara potpuno nove perspektive za učestvovanje akcionara u budućnosti (Baums and Wolfgang, 2000: 7). Zbog dalje integracije tržišta robe, usluga i informacija, interesi investitora se pomeraju od ulaganja na nacionalnim tržištima ka investicijama u različitim privrednim sektorima širom jedinstvenog evropskog tržišta (Winter, 2000: 3). Istraživanja su pokazala da se broj stranih investitora u periodu 1980-2007. učetvorostručio. Procenat stranog ulaganja u zemljama članicama EU varira između 10 i 58%, a u većini zemlja strane investicije čine oko 1/3 ukupnih ulaganja (Observatoire de l'Épargne Europeene and INSEAD OEE data services, 2013: 32-33).

Pasivnost akcionara

Sa internacionalizacijom ulaganja i finansijskom krizom koja se dogodila u mnogim delovima sveta, od akcionara se sve više očekuje da pažljivo prate korporativno upravljanje u kompanijama (Mallin, 2012: 178). Da bi zaštitili svoje interese, akcionari treba da uzmu učešća u radu sednice skupštine privrednog društva. Ovaj organ im omogućava da se informišu o radu kompanije (pre svega uprave), rasprave o aktuelnim pitanjima i da, ako je to potrebno, pozovu na odgovornost direktore zbog lošeg vođenja poslova društva.

Danas se sve veća vrednost pridaje glasačkim pravima akcionara, jer je shvaćeno da tržište korporativne kontrole² ne deluje u mnogim sluča-

2 Tržište korporativne kontrole je termin koji se odnosi na tržište kapitala na kome se vrši preuzimanje akcionarskih društava. Ono se posmatra kao spoljni mehanizam disciplinovanja uprave i uticaja na njihov dobar rad, jer predstavlja konstantnu pretnju da će akcionari svoje akcije prodati drugom licu koje će, kada preuzme kontrolu nad društvom, po pravilu zameniti postojeću upravu.

jevima, a i tamo gde funkcioniše, ne dovodi uvek do efikasnih rezultata. Takođe, „izlazna“ opcija nije uvek moguća, ili najpovoljnija za investitore (Winter, 2000: 4), a posebno kada je reč o malim akcionarima jer njihova odluka o prodaji ne utiče na upravu (Recalde Castells, 2007: 6). Izlazna opcija tj. prodaja akcija je karakteristična za institucionalne investitore (poput banaka i investicionih fondova) koji, vodeći se isključivo finansijskom logikom, ako ocene da je učešće u upravljanju kompanijom neisplativo, prodaju svoj deo (Zetsche, 2005: 38).

U praksi se ipak pokazalo da veliki broj akcionara ne prisustvuje sednicama i ne vrši svoje pravo glasa. Ovo se objašnjava činjenicom da se prisustvom za akcionare generišu preveliki troškovi (vremena, puta, informisanja i sl.), a da oni najčešće smatraju da će imati mali uticaj na tok i ishod sednice (Pemmelaar, 2008: 166). Glasanjem se doprinosi dobrom korporativnom upravljanju od koga svi akcionari imaju koristi, ali troškove snose samo oni akcionari koji učestvuju u aktivnostima korporativnog upravljanja (Strenger and Zetsche, 2013: 504). Mnogi akcionari se iz tog razloga odlučuju da ne učestvuju na sednici i donošenje odluka prepuštaju drugim akcionarima (tzv. fenomen slepog putnika (eng. *free rider*)). Podsticaji za učešće će postojati samo u slučaju da koristi koje bi akcionari imali od prisustva sednici prevazilaze troškove učešća (Strätling, 2003: 76). Kompanije kod kojih više akcionara prisustvuje sednicama skupštine izložene su manjem riziku od nastanka „slučajnih većina“ (Pemmelaar, 2008: 165). Ovaj fenomen (karakterističan za zemlje sa disperzovanim akcionarstvom koje ne poznaju kvorum za učešće u radu skupštine) podrazumeva da zbog neučešća akcionara na sednici i sa malim procentom kapitala može da se ostvari kontrola (Radović, 2012: 180) i donese odluka koja onda ne odražava volju (i interese) većine akcionara.

Situacija se dodatno komplikuje kada se umeša i međunarodni element, jer se prisustvo na sednicama skupštine smanjuje u proporciji sa porastom stranog vlasništva. Podaci ukazuju da većinu pasivnih akcionara čine strani investitori, a razlozi njihove pasivnosti dovode se u vezu sa problemima sa prekograničnim glasanjem (Zetsche, 2008: 295).³

Prepreke ostvarivanju prava akcionara

Iako se pravo glasa posmatra kao jedan od ključnih instrumenata unutrašnje kontrole nad radom kompanije (Recalde Castells, 2007: 30),

3 Za primer stanja u Nemačkoj i Finskoj videti (Santella, Baffi, Drago and Lattuca 2008: 57).

njegovo vršenje nije obaveza akcionara (Samat and Ali: 763). Racionalna apatija, asimetrija informacija i neadekvatno planiranje godišnjih sednica skupštine mogu negativno da se odraze na učešće i uključenosti akcionara u rad skupštine (Van der Krans, 2007: 32). Kontraintuitivno je da korporativno pravo zahteva okupljanje akcionara radi informisanja, komunikacije i donošenja odluka, dok istovremeno sprečava neke od njih da učestvuju na sednici (Zetzsche, 2008: 312). Ovo se pre svega odnosi na strane investitore koji se u ostvarivanju svojih prava (tj. prekograničnog glasanja) susreću sa brojim preprekama, koje možemo klasifikovati u dve velike celine. Prvi tip prepreka nastaje kao posledica različitih propisa i pravila u nacionalnim pravima u pogledu organizacije sednice, što rezultira time da iako su akcionari pravno ovlašćeni da glasaju, praktično su sprečeni da to čine (Schouten, 2009: 5). Često se sednice svih kompanija u kojima investitori imaju učešće odvijaju u isto vreme, ili u vrlo kratkom vremenskom razmaku pa oni ne mogu svi ma da prisustvuju. Takođe, situaciju komplikuju troškovi informisanja, prevođenja dokumenata, putovanja. Potom, brojna proceduralna pravila mogu sprečiti investitore da uzmu učešća na sednici, poput kratkog roka dostavljanja poziva ili zahteva da se deponuju akcije kao preduslov ostvarivanja glasačkih prava (Mallin, 2012: 194; Baums and Wolfgang 2000: 5; Radović 2012: 180-181; Winter 2000: 6-7; Zetzsche 2008: 311).⁴ Drugi tip prepreka prekograničnom glasanju čine izuzetno komplikovana pravila o držanju akcija koja između investitora i kompanije postavljaju brojne finansijske posrednike (Schouten, 2009: 5).

Ovakvo stanje dovodi do toga da položaj domaćih akcionara postaje znatno povoljniji, jer postoji razvijena efikasna infrastruktura za vršenje njihovih glasačkih prava, dok kod prekograničnog glasanja to nije slučaj. Zbog toga strani investitori postaju mnogo pasivniji i njihov uticaj slabi (Zetzsche, 2008: 312), čime faktički raste vrednost domaćeg glasa (Zetzsche, 2005: 21). Sednica skupštine akcionarskog društva kao telo koje donosi odluke može da postoji u međunarodnom kontekstu samo ako postoje pravila koja pružaju mogućnost prostorno udaljenim akcionarima da učestvuju (Noack, 2008: 15).⁵ Pritisak tržišta će na dugi rok

4 Pre nekoliko godina sprovedeno je istraživanje koje je trebalo da ispita glasanje investitora na sednicama skupštine u javnim društvima. Utvrđeno je da se veliki broj zemalja Zapadne Evrope nalazi na dnu liste po učešću akcionara na sednicama. To se objašnjava kombinacijom dve karakteristike – visokog procenta stranog vlasništva akcija i postojanja različitih pravila i pristupa u održavanju sednica skupštine koji su često služili kao barijere učešću stranih akcionara na sednicama (Hewitt, 2011: 16).

5 Tom logikom se rukovode OECD principi korporativnog upravljanja koji naglašavaju da okvir korporativnog upravljanja treba da štiti i olakša vršenje prava akcionara i osigura jednak tretman

pomoći da se eliminišu regulatorne, pravne i neformalne prepreke prekograničnom ulaganju. U prelaznom periodu, međutim, dok god postoje barijere, to znači slabije učešće stranih akcionara, manje prisustvo na sednicama, veće troškove kapitala za kompanije (Baums and Wolfgang, 2000: 6).

Upotreba elektronskih komunikacija za otklanjanje prepreka

Vrlo brzo je postalo jasno da postojeće prepreke mogu prouzrokovati negativne posledice, pre svega dovesti do još veće pasivnosti stranih akcionara, kao i do prodaje akcija u stranim kompanijama i ulaganja u domaće kompanije (Radović, 2012: 180). Pasivnost akcionara je primarno posledica troškova odlučivanja i procedure (vršenja prava) (Zetsche, 2008: 296). Internacionalizacija vlasništva nad akcijama čini informisanje i komunikaciju sa (drugim) akcionarima, glasanje i vršenje prava mnogo komplikovanim i skupljim (Baums and Wolfgang, 2000: 2-3). U onoj meri u kojoj informisanje, komunikacija, glasanje i vršenje nadzora postaju manje skupi, možemo očekivati da poraste aktivizam akcionara (Zetsche, 2005: 41). Da bi se izbegle negativne posledice pasivnosti, stvarani su mehanizmi koji će omogućiti veće prisustvo akcionara na sednicama skupštine, olakšavajući im vršenje njihovih prava. Stoga, postepeno dolazi do liberalizacije pravila koja se odnose na fizičko prisustvo na sednicama skupštine kroz omogućavanje da se glasa u odsustvu (eng. *voting in absentia*) putem mehanizama glasanja preko punomoćnika, glasanja pisanim putem i glasanja elektronskim putem (Radović, 2012: 200-201). Istorijski posmatrano, glasanje preko punomoćnika je prvo našlo svoje mesto u korporativnoj sferi, dok je učešće u radu skupštine elektronskim putem relativno nov model koji se pojavio sa razvojem tehnologije.

Neugodnosti u vezi sa prisustvovanjem sednici koje su nastale kao posledica moderne strukture vlasništva mogu se prevazići sa napretkom u informatičkoj tehnologiji. Ona nudi svet bez granica gde se ljudi mogu susretati, bez potrebe da svi zaista budu na jednom mestu, pomažući time i akcionarima i kompaniji da smanje troškove (Samat and Ali 2015: 766-767). Ipak, upotreba tehnologije u organizovanju sednica skupštine ne znači samo praćenje trendova, već zahteva planiranje i uzimanje u

svim akcionarima, uključujući i strane akcionare - II princip (OECD 2015: 19). Razrađujući dalje ovu ideju, ističe se da akcionarima treba pružiti mogućnost da glasaju u odsustvu – princip C.5 (OECD 2015: 23-24) i da treba ukloniti prepreke prekograničnom glasanju – princip C.6 (OECD 2015: 24).

obzir mnogih faktora (Samat and Ali 2015: 768). U suprotnom, ako ne postoje adekvatni mehanizmi, vršenje prava akcionara putem elektronskih sredstava se pretvara u još jedan instrument koji stoji na raspolaganju organu upravljanja da ojača svoju moć i oslabi ili neutrališe stvarnu kontrolu akcionara kroz sednicu skupštine (Flores Doña, 2009: 9).

Generalno, države koje su prihvatile upotrebu tehnologije u organizovanju sednica, rešavaju ovo pitanje na jedan od dva načina - omogućavajući akcionarima da učestvuju u fizičkim sednicama putem elektronskih komunikacija, ili omogućavajući kompanijama da održavaju sednice isključivo putem elektronskih medija, umesto u fizičkoj sredini (Fairfax, 2010: 1368).

Učešće na sednici elektronskim putem se može odvijati u nekoliko oblika: a) sednice koje se održavaju na više mesta, b) *on line* sednice i c) virtuelne sednice (Von der Crone, 2003: 156-167; Recalde Castells, 2007: 16-20). Svaki od ovih modela organizovanja sednice zahteva ispunjenost određenih preduslova i sa sobom pored koristi, nosi i određene nedostatke.

Sednice koje se održavaju na više mesta (multilokalne sednice)⁶ se, kako im samo ime kaže, održavaju na više lokacija u isto vreme. Akcionari su fizički prisutni na jednoj od njih, a posredstvom ekrana mogu da prate šta se događa na drugoj lokaciji. Da bi se ostvarila svrha sednice, komunikacija mora biti dvosmerna (Recalde Castells, 2007: 17).⁷

On line sednica je sednica na kojoj postoji mogućnost da se učestvuje putem interneta. Ovo znači da postoji regularna fizička sednica, a da pored toga akcionari mogu da prate sastanak putem interneta ili da glasaju elektronskim putem. Učešće može biti indirektno (kada akcionar elektronskim putem daje instrukcije punomoćniku koji je prisutan na sednici) i direktno (kada akcionar glasa sam elektronskim putem, bez prisustva njegovog predstavnika na sednici) (Von der Crone, 2003: 159-161). Smatra se da je kombinovanje fizičke sednice sa učešćem putem interneta najpogodniji način organizovanja sednice, jer akcionarima pruža veću fleksibilnost (Beuthel, 2006: 95). Ipak, potrebno je voditi računa o određenim okolnostima. Prevažodno, neophodno je posvetiti veliku pažnju organizaciji, jer nedostaci u proceduri mogu učiniti donete od-

6 Neki autori ovu vrstu sednica nazivaju tele-sednice (Beuthel 2006: 43).

7 Tako je, na primer, kompanija ABB koja je imala investitore u Švajcarskoj i Švedskoj održala ovaj tip sednice kako bi inostranim akcionarima omogućila učešće. Razlog je bio to što se veliki broj akcionara nalazio u inostranstvu i bilo bi preskupo, kao i nezgodno za male akcionare da putuju na lokaciju u drugoj zemlji. Sprovedenjem sednice na dve povezane lokacije u isto vreme, kompanija se nadala da će više akcionara moći da učestvuje na sednici (Beuthel 2006: 43).

luke nepunovažnim. Takođe, direktno učešće akcionara zahteva da se proširi značenje pojma „sednica“ – od tradicionalnog poimanja fizičkog okupljanja do toga da se lice koje učestvuje putem interneta (a fizički je odsutno) ipak smatra prisutnim na sednici (Zetzsche 2005: 24; Samat and Ali, 2015: 767).

Virtuelne sednice se u celosti sprovode putem savremenih tehnologija bez održavanja fizičke sednice. Postoje dva načina kako one mogu biti organizovane: a) putem četa i b) upotrebom slike i zvuka. U prvoj opciji, sednica se sprovodi pisanim putem, jer se odvija u sobi za čet (eng. *chat room*) gde učesnici mogu da ostavljaju svoje komentare. U drugom slučaju, akcionari mogu da vide i čuju članove uprave i da komuniciraju sa njima, kao i sa drugim akcionarima, putem mejla ili četa (Von der Crone, 2003: 165-166). Danas se razvijaju posebne platforme na kojima se održavaju virtuelne sednice.⁸ Veruje se da bi virtuelna sednica skupštine mogla da doprinese brzom, efikasnom i iznad svega jeftinom vidu komunikacije između kompanije i akcionara i stoga ukloni negativne efekte prostorne udaljenosti (Pemmelaar, 2008: 164). Ona može da podstakne akcionare da učestvuju, pružajući im mogućnost da bez obzira u kojoj se zemlji nalaze mogu da se priključe sastanku na relativno jeftin način. Više neće biti zahteva da svaki akcionar bude na mreži u isto vreme, jer ove sednice mogu trajati nekoliko dana ili čak i celu nedelju. Virtuelna sednica skupštine akcionarima ne nudi nova prava, ali im omogućava, putem povećane distribucije informacija i snažnije mogućnosti kolektivne akcije da poboljšaju vršenje postojećih prava (Van der Krans, 2007: 33).

Uprkos prednostima, izražene su određene kritike na račun organizovanja virtuelnih sednica. U početnom stadijumu upotrebe elektronskih komunikacija, kada je tehnologija još uvek bila u povoju, osnovne zamerke su bile vezane za utvrđivanje identiteta akcionara i obezbeđivanje sigurnosti komunikacija (Flores Doña, 2009: 12-13). Kada je tehnološki napredak omogućio prevazilaženje ovih problema, pojavile su se debate na višem nivou, usmerene ka potrebi da se uprkos upotrebi savremenih sredstava komunikacije, očuvaju osnovne vrednosti i prednosti koje je sa sobom nosila fizička sednica. Iako je priznato da virtuelne sednice mogu dovesti do značajno nižih troškova u poređenju sa velikim fizičkim sednicama, izražena je briga da one ne nude priliku za direktnu razmenu informacija i sučeljavanje između akcionara i uprave kompanije, što može smanjiti moć akcionara da kontrolišu i pozivaju na odgovornost

8 Najpoznatija je platforma američke kompanije Broadridge (<http://www.broadridge.com>).

upravu (Beuthel, 2006: 95; Strätling, 2003: 79; Boros, 2004: 270, Fairfax, 2010: 1392-1393).⁹ Takođe, ako postoji veliki broj učesnika javljaju se pitanja njihove koordinacije (Beuthel, 2006: 96; Recalde Castells, 2007: 19). Neki autori smatraju da se mnoge prednosti koje govore u prilog virtualnim sednicama olako uzimaju i da ne postoje empirijski dokazi da su one isključivi uzročnik poboljšanja kvaliteta korporativnog upravljanja (Pemmelaar, 2008: 176-180).

Troškovna strana ne ide u potpunosti u korist upotrebe elektronskih komunikacija u ovom segmentu korporativnog života. Iako troškovi koje akcionari imaju mogu biti smanjeni, stvaranje odgovarajućih uslova za održavanje ovih sednica nije jeftino. Kratkoročno, kompanije koje koriste *on line* glasanje i sastanke će imati više posla i više troškova. Srednjeročno i dugoročno, moguće je da će se učešće akcionara prebaciti sa fizičke na *on line* sednicu, što bi u krajnjem ishodu moglo dovesti do uštede troškova i manjih administrativnih opterećenja (Beuthel, 2006: 60). Treba ipak naglasiti da ušteda troškova vremena i putovanja na sednicu, iako značajna, neće u potpunosti ukloniti trošak vršenja prava za akcionare. Naime, ostaju i dalje troškovi procene informacija i prikupljanja podrške drugih akcionara za postizanje određenog glasačkog ishoda. Samo glasanje možda postaje jeftinije, ali donošenje dobre odluke i dalje ostaje skupo (Zetzche, 2005: 43-44).¹⁰

*

Na komunitarnom planu rešavanje problema učešća akcionara na sednici skupštine postiže se upravo korišćenjem različitih mehanizama glasanja u odsustvu. Direktiva o pravima akcionara je prepoznala značaj prekograničnih investicija i naglasila potrebu da se uklone sve prepreke koje stranim akcionarima onemogućavaju vršenje njihovih prava.

Direktiva u članu 8 reguliše pitanje „učešća u radu skupštine elektronskim putem“, predviđajući (ali ne ograničavajući se na) određene modalitete učešća akcionara: prenos sednice u stvarnom vremenu, dvosmerna komunikacija u stvarnom vremenu koja omogućava akcionarima obraćanje sa udaljenog mesta i mehanizam glasanja (pre i tokom sednice) bez potrebe da se imenuje punomoćnik.

Upotreba elektronskih sredstava kojima se odsutnim akcionarima omogućava učešće na skupštini može se usloviti i ograničiti samo onim merama koje je potrebno preduzeti kako bi se utvrdio identitet akcionara i obezbedila sigurnost elektronske komunikacije i to samo u onoj meri u kojoj je to srazmerno potrebno radi ostvarenja cilja.

9 Ovo je stanovište koje zauzimaju i mnoge kompanije i stoga se (ako već koriste elektronske komunikacije) opredeljuju za *on line* sednice. Vid. (McGregor (March 17, 2015)).

10 Takvo stanovište zauzima i Recalde Castells (Recalde Castells, 2007: 15, 30).

Odredba člana 8 se odnosi na učešće u fizičkim sednicama akcionara i ne sadrži upućivanje na potpuno virtuelne sednice skupštine (Zetzsche, 2008: 325). Međutim, direktiva ovlašćuje države da dalje razviju pravila o učešću elektronski putem u korporativnom procesu donošenja odluka. Naime, ovim aktom predviđeni su minimalni standardi u pogledu upotrebe elektronskih sredstava i dat je podsticaj kompanijama da pronađu idealan nivo (maksimalni standard) upotrebe interneta (Zetzsche, 2008: 331).

U pravu SAD Delaver je bio prva država koja je krenula u korak sa modernim tendencijama i omogućila najsofisticiraniji oblik upotrebe elektronskih komunikacija u kompanijskom pravu – održavanje virtuelne sednice skupštine.¹¹ Druge države su u manjoj ili većoj meri sledile taj primer, tako da danas 32 države poznaju neki vid sednice na kojoj akcionari učestvuju posredstvom elektronskih komunikacija (Fairfax, 2010: 1368).¹²

Zaključna razmatranja

Savremena poslovna logika donosi potpuno novu strukturu korporativnog sveta. Od lokalnog poslovanja i okupljanja svih akcionara na jednom mestu, dolazi se do posedovanja akcija u brojnim privrednim društvima širom sveta i vršenju vlasničkih prava na prostoru brojnih država. Nova stvarnost nametnula je potrebu da se odgovori na zahteve užurbanog poslovnog života i da se pronađu načini da se prevaziđu brojne logističke prepreke na putu uspešnog ostvarivanja akcionarskih prava. Tokom godina postepeno su se razvijali mehanizmi koji će omogućiti

11 Kompanija *Inforte* je bila prva američka kompanija koja je održala potpuno virtuelnu sednicu u aprilu 2001. godine. Iako je mnogim kompanijama bila pružena ova mogućnost, one se dugo vremena nisu odvažavale na ovaj korak. Postepeno se situacija promenila tako da su u 2014. godini 53 kompanije održale virtuelnu sednicu (naspram 21, koliko ih je bilo samo tri godine ranije) (McGregor (March 17, 2015)).

12 Autorka je izdvojila nekoliko modela zakonodavnog regulisanja elektronskih sednica u pravu SAD: 1) *Delaver model - elektronska sednica sa određenim procedurama*: a) moraju se preduzeti razumne mere da bi se verifikovali oni koji imaju pravo glasa; b) kompanije moraju da obezbede da su uvedene razumne mere koje će osigurati da svi akcionari imaju priliku da učestvuju; 2) *Kolorado model - elektronske sednice bez specifičnih procedura*. Države dozvoljavaju elektronske sednice, ali ne zahtevaju da kompanije ispune bilo kakve procedure osim onih koje osiguravaju da akcionari imaju mogućnost da čuju jedni druge; 3) *Masačusets/Montana model – ograničenja za javna društva* – javna društva mogu da održavaju samo sednice sa elektronskim učešćem akcionara, a ne i potpuno virtuelne sednice; 4) *Njujork model – obavezno učešće akcionara* – zahteva od određenih kompanija da dozvole učešće na daljinu; 5) *Merilend/Kalifornija model – odluka akcionara* – omogućavaju akcionarima da igraju ulogu u određivanju da li kompanija može da održi elektronsku sednicu; 6) *Illinois model – nema isključivo elektronskih sednica* (Fairfax, 2010: 1370-1379).

akcionarima da ostvaruju svoja prava iako ne mogu fizički da budu prisutni prilikom njihovog vršenja. Ovo se pre svega odnosi na pravo glasa, kao ključno vlasničko pravo.

Tehnologija je omogućila da se izbrišu vremenske i prostorne granice i omogući akcionarima brzo i efikasno informisanje, komunikacija sa drugim akcionarima i upravom, što je nužan preduslov kvalitetnog donošenja odluka. Ono što je još uvek ostalo sporno jeste u kojoj meri treba raskinuti sa tradicionalnim modelima organizovanja sednica skupštine i dopustiti da tehnologija preuzme primat u ovom domenu. Početna skepsa u vezi sa sigurnošću elektronskih komunikacija je postepeno prevaziđena daljim tehnološkim razvojem, pa se rasprava o opravdanosti upotrebe savremenih tehnologija u korporativnom životu okrenula ka pitanju njihovog uticaja na kvalitet korporativnog upravljanja. Iako tehnološke inovacije nesumnjivo doprinose većem prisustvu akcionara i time (makar u teorijskom smislu) ostvarivanju kontrolne uloge skupštine akcionarskog društva, kakva je njihova stvarna korist za kompaniju, ne može se *a priori* oceniti. Konačni odgovor zavisi od spleta kvaliteta zakonskog rešenja i konkretne primene od strane samog privrednog društva.

Literatura:

- Baums, T. and Wolfgang, J. (2000). „General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities“. Pristupljeno: 31. jula 2015, URL: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1931816.pdf>>.
- Beuthel, B. (2006). „Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany“. Pristupljeno: 21. avgusta 2015, URL: <<http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByldentifier/3195/SFILE/dis3195.pdf>>.
- Boros, E. (2004). Virtual shareholder meetings: who decides how companies make decisions?. *Melbourne University Law Review*, 28: 265-289.
- 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, OJ L 184, 14.7.2007, p. 17–24.
- Fairfax, L.M. (2010). Virtual Shareholder Meetings Reconsidered. *Seton Hall Law Review*, 40: 1367-1432.
- Flores Doña, M. (2009). „Garantías al ejercicio de los derechos del accionista por medios electrónicos“. Pristupljeno: 6. septembra 2015, URL: < http://eprints.ucm.es/9192/1/Flores_Do%C3%B1a_UCM.pdf

- >
- Hewitt, P. (2011). The Exercise of Shareholder Rights: Country Comparison of Turnout and Dissent. *OECD Corporate Governance Working Papers*, 3: 1-44.
- Mallin, C. (2012). Institutional investors: the vote as a tool of governance. *Journal of Management & Governance*, 16 (2): 177-196.
- McGregor, J. (March 17, 2015). „More companies are going virtual for their annual shareholder meetings“. Pristupljeno: 14. septembra 2015. URL: < <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/03/17/more-companies-are-going-virtual-for-their-annual-shareholder-meetings/>>.
- Noack, U. (2008). „The Shareholder Rights Directive (Die Aktionärsrechte -Richtlinie)“. Pristupljeno: 12. septembra 2015, URL: < <http://ssrn.com/abstract=1138735>>
- Observatoire de l'Épargne Européenne and INSEAD OEE data services (2013). „Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012“. Pristupljeno: 10. septembra 2015, URL: < http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/1308-report-who-owns-european-economy_en.pdf>
- OECD (2015). „G20/OECD Principles of Corporate Governance“. Pristupljeno: 11. septembra 2015, URL: <<http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>>
- Pemmelaar, W.M. (2008). Towards a Virtual General Meeting: 'I accept' or 'I decline'. *Utrecht Law Review*, 4 (3): 163-187.
- Radović, V. (2012). Prava akcionara, u *Kompanijsko parvo Evropske unije*, Vasiljević, M., Radović. V i Jevremović-Petrović T. (Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu Centar za izdavaštvo i informisanje): 179-213.
- Recalde Castells, A. (2007). „Incidencia de las Tecnologías de la Información y Comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas“. Pristupljeno: 7. septembra 2015, URL: < http://www.indret.com/pdf/467_es.pdf>
- Samat, N.H.A. and Ali, H.M. (2015). A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 172: 762-769.
- Santella, P., Baffi, E., Drago. C. and Lattuca, D. (2008). „A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US“. Pristupljeno: 11. septembra 2015, URL: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/8929/1/MPRA_paper_8929.pdf>
- Schouten, M. (2009). The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe. *Columbia Journal of European Law*, 16: 1-36.
- Strätling, R. (2003). General Meetings: a dispensable tool for corporate

- governance of listed companies?. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (1): 74–82.
- Strenger, C. and Zetsche, D. (2013). Corporate Governance, Cross-Border Voting and the (Draft) Principles of the European Securities Law Legislation—Enhancing Investor Engagement Through Standardisation. *Journal of Corporate Law Studies*, 13 (2), 503-552.
- Van der Krans, A. (2007). The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work?. *Journal of International Commercial Law and Technology*, 2 (1): 32-37.
- Von der Crone, H. C. (2003). „Die Internet-Generalversammlung“. Pristupljeno: 7. septembra 2015, URL: < http://www.rwi.uzh.ch/lehreforschung/alphabetisch/vdc/cont/Internet_Generalversammlung.pdf>.
- Winter, J. (2000). „Cross-border voting in Europe“. Pristupljeno: 23. avgusta 2015, URL: <<http://ssrn.com/abstract=249625>>.
- Zetsche D. (2005). „Corporate Governance in Cyberspace – A Blueprint for Virtual Shareholder Meetings“. Pristupljeno: 2. juna 2015, URL: <<http://ssrn.com/abstract=747347>>.
- Zetsche D. (2007). „Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive – Challenges and Opportunities “. Pristupljeno: 30. juna 2015, URL: < <http://ssrn.com/abstract=996434>>.
- Zetsche D. (2008). Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive. *Journal of Corporate Law Studies*, 8 (2): 289-336.

Aleksandra D. Višekruna

**OVERCOMING OF SPATIAL OBSTACLES IN COMPANY LAW:
A CASE OF SHAREHOLDER MEETING**

Summary: Globalization contributed to creating opportunities for cross-border investments. In order to protect their financial interests, investors have to participate in shareholder meetings. Until recently, this represented major issue because it required substantial financial means and time for adequate preparation and latter participation in the meeting. If they deem that participation in the meeting is unprofitable, investors won't participate (so-called 'rational apathy' of shareholders), which subsequently diminishes voting powers of absent investors and allows for present shareholders to vote solely in their own interest. In order to prevent these situations, certain mechanisms were created to allow for shareholders to participate in the meetings without the need to be physically present. At the same time, this instigates cross-border investments as it removes spatial obstacles which create significant investment cost. In the era of technology, the use of electronic communications is crucial for improvement of position of shareholders from aspects of information, communication and voting. The idea of technology in service of company law goes from electronic proxies, through giving the opportunity to absent investors to participate in the meeting via electronic communications, to complete substitution of physical meetings with virtual shareholder meetings. Application of these mechanisms requires solving numerous procedural issues in order to strike balance which will enhance the benefits and reduce any potentially negative implications of said mechanisms.

Key words: cross-border investment, shareholder meeting, electronic communications, EU, USA.