

*Др Миодраг Мишовић,
професор Правног факултета, Крагујевац*

Тржиште акција и право прече куповине акција

1. Тржиште ефеката

Тржиште ефеката представља специјализовано тржиште на коме се сусреће понуда и тражња за дугорочним финансијским инструментима (акције, дугорочне хартије од вредности, финансијски деривати). Оно се састоји од примарног (емисионог) тржишта (на њему се одвијају операције које су везане за емисију хартија од вредности и њихов први откуп од стране купца; односи се на тзв. куповину из прве руке) и секундарног тржишта (односи се на даљу куповину и продају хартија од вредности, на тзв. куповину из друге руке).

С обзиром на место на коме се обављају трансакције са ефектима разликује се берзански промет (остварује се за берзанским пултом, између овлашћених лица, поводом материјала који је примљен на званични листинг берзе) и ванберзански промет (трансакције се реализују ван берзанског пулта, поводом материјала који се налази или не налази на званичном листингу берзе, с тим што се оне могу остварити у оквиру берзанског пословног простора, али ван службеног дела берзе, преко банака, у слободном промету, у директним и непосредним односима, ван берзе и банака, између учесника на тржишту ефеката).¹⁾

Када се ради о акцијама, ефикасно тржиште ефеката не може да се замисли, нити да постоји, без берзи и берзанског промета акција (ово важи и за финансијске деривате на акције, с тим што се они могу појавити само ако на тржишту постоје "квалитетне" акције). Захваљујући берзи инвеститори и емитенти акција, чи-

1. Ристић, Ж., Тржиште капитала, Београд, 1990, стр. 20.

ји се ефекти котирају на берзи, остварују низ погодности. Континуираним пружањем информација о емитентима, о успешности њиховог пословања, цени акција, инвеститори добијају потребне сигнале о томе да ли и у које акције да уложе капитал, а ако су га већ уложили да повуку капитал, ако прети опасност од његовог пропадања. Уз помоћ берзе емитенти котираних акција лакше продају нове емисије акција, на основу берзанске цене акција лакше одређују цену нових емисија акција, стичу бољи кредитни рејтинг и лакши приступ новчаном тржишту.²⁾ На макро плану берза утиче на повећање штедње; омогућава рационалну, тржишну алокацију средстава, уместо дистрибутивне (државне) алокације; утиче на побољшање финансијске структуре предузећа (уместо да се настанак и пословање предузећа финансира из кредита, хартије од вредности омогућавају дугорочно власничко финансирање предузећа); доприноси остварењу власничке демократије (у САД и Јапану сваки пети становник је индивидуални акционар, у Великој Британији и Канади сваки шести, у Француској сваки десети; са окончањем процеса приватизације рачуна се да ће у Србији бити четири милиона акционара).³⁾

Уочавајући значај берзе за успешно спровођење процеса приватизације, као и могућност да се преко финансијског тржишта анимира штедња, која се налази код становништва, а у циљу обезбеђења потребних средстава за дефицитарни сектор привреду,⁴⁾ законодавац одређује да се акције издате по основу приватизације стављају у промет путем берзанских посредника преко финансијске берзе (чл. 20. ст. 3. и чл. 27. ст. 1. и 2. Закона о својинској трансформацији,⁵⁾ "Сл. гласник", бр. 32/97). У складу са наведеним опредељењем и Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште је заузела одговарајуће ставове. Тако, Комисија препоручује емитентима, ради обезбеђења принципа објективности и јавности, а имајући у виду значај развоја финансијског тржишта, да одређени број акција продају на берзи. Такође, Комисија сматра да оснивање и пословање "интерних берзи" није правно могуће, те да су послови куповине акције преко "интерне берзе" ништави.⁶⁾ Преко оваквих решења и ставова настоји се да се формира централизовано, ефикасно и транспарентно тржиште акција, да се спрече нелегалне трансакције и да се постигне тржишна цена акција које су издате по основу приватизације.

Међутим, и поред исказаних опредељења, берза ефеката, код нас, не функционише. На нашем финансијском тржишту углавном се тргује краткорочним новча-

2. Ђосић, Б., Јоргић, Б., Пујић, Д., Берза хартије од вредности и берзанско пословање, Београд, 1991, стр. 39.

3. Вукотић, В., Развој финансијског тржишта и реструктурирање привреде, друго Милочерско саветовање: Финансијско тржиште у периоду транзиције, Београд, 1994, стр. 222.

4. Васиљевић, М., Ђурић, Д., Познанић, Д., Водич за примену Закона о својинској трансформацији, Београд, 1997, стр. 9.

5. У даљем тексту ЗОСТ.

6. Ставови Комисије заузети на 35. седници од 25.2.1998.г. и 50. седници од 25.11.1998.г., Билтен Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, бр. 4/99, стр. 23. и 34.

ним инструментима. Акције, као берзански материјал, који би се котирао и са којим би се трговало на берзи, наше тржиште капитала практично не познаје. Узроци оваквог стања проистичу, пре свега из неповољног макроекономског амбијента. Ту се могу убројати: привредна и политичка нестабилност, инфлаторна кретања, висок степен неликвидности привреде, спорост у спровођењу својинске трансформације. У оваквој ситуацији нереално је очекивати појаву адекватног берзанског материја, "квалитетних" акција са којима би се могло трговати на берзи.

Осим макроекономског оркужења, и решења усвојена у постојећим прописима могу да буду сметња развоју тржишта акција. Неспорно је да право прече куповине акционара може да омета развој таквог тржишта. Зато је потребно извршити анализу одредби о праву прече куповине да би се утврдило да ли су, евентуално, прешироко постављене тако да онемогућују да се испуне услови за котацију акција на берзи, а тиме и развој берзанске трговине. Да би се о томе добила јасна слика неопходно је претходно изложити услове који морају бити испуњени за берзанску котацију акција.

2. Услови за котацију акција

Да би са акцијама могло да се тргује у оквиру берзанског режима, на званичном берзанском тржишту, акције морају да буду, одлуком надлежног берзанског органа, примљене на званични листинг берзе. До тога може да дође само ако се стекне низ услова. Постављањем услова за пријем акција на листинг настоји се да се обезбеди квалитетан материјал, а тиме и сигурност за оне који купују акције, као и да се заштите инвеститори од непроверених информација.

Услови који се траже за пријем акција на листинг берзе могу да се поделе у две групе.⁷⁾ Једни се тичу издаваоца, а други се тичу акција. Што се тиче издаваоца, он мора да буде основан у складу са законом, да располаже са одговарајућим капиталом, да поднесе билансне показатеље о свом пословању током прописаног минималног броја пословних година, које претходе захтеву за пријем акција у котацију (код нас, у Француској, Немачкој, извештај се подноси за последње три године, у Јапану за последњих пет година).⁸⁾ Акције морају да буду издате у складу са важећим прописима (доказује се подношењем одлуке о емисији, решењем над-

7. Наше берзанско право готово да о томе не садржи правила. Ова питања су посебно разрађена у Директивама ЕУ: Директива бр. 79/279 и 82/148 о усклађивању услова за пријем ефеката на званични берзански листинг; Директива бр. 82/121 и 82/148 о информацијама које компаније морају редовно објављивати уколико су њихове акције укључене на званични берзански листинг; Директива бр. 80/390, 82/148, 87/345, 90/211 о координирању услова за састављање, контролу и објављивање проспекта за хартије од вредности које се нуде тржишту; Директива бр. 89/298 о координирању услова за састављање, контролу и објављивање проспекта за хартије од вредности које се нуде тржишту. О томе: Јовановић, Н., Право Европске заједнице и наше право о котирању ефеката, Право и привреда, бр. 5-8/96, стр. 478; Васиљевић, М., Привредна друштва – домаће и упоредно право, Београд, 1999, стр. 261.

лежног органа о одобрењу емисије); вредност емисије мора да се креће у висини прописаног минималног износа; акције морају да буду слободно преносиве (одступања се дозвољавају ако постоји одговарајући споразум о томе између берзе и емитента); акције чије се котирање тражи морају да буду распрострањене међу становништвом у довољном броју (сматра се да је овај услов задовољен ако је барем 25 процената дистрибуирано, али је прихватљив и мањи проценат ако су акције емитоване у великом броју, тако да је део који поседује становништво довољан за нормално функционисање тржишта); захтев за котацију мора да се односи на све хартије од вредности исте врсте које је издавалац емитовао, с тим што је могуће изузети блокове акција који обезбеђују контролу над компанијом; емитент је дужан да објави прописане податке (врши се путем проспекта, а на основу одобрења берзе која је овлашћена да контролише тачност датих информација) о себи и акцијама, како би улагачима омогућио да стекну потпуну и истиниту представу о њиховој вредности.

Ако се имају у виду наведени услови јасно је да највећи број емисија код нас не би могао да испуни услове за пријем акција на листинг берзе. То би значило да се са њима може трговати на берзи у оквиру ванберзанског режима,⁹⁾ те у том смислу треба схватити и одредбу ЗОСТ да се акције стављају у промет преко финансијске берзе.¹⁰⁾ По истеку одређеног периода времена надлежни берзански орган би могао да донесе одлуку, на основу процене о испуњености одређених услова, да са таквим акцијама почне трговање у оквиру берзанског режима.¹¹⁾

8. Кад пријем у котацију тражи јавноправно лице (држава, територијално-политичке јединице, полудржавне установе, међународне организације) тада се не захтева да наведени услови буду испуњени. То се образлаже чињеницом да се ради о лицима која се сматрају најсигурнијим дужницима и платишама. О томе: Јовановић, Н., нав. чланак, стр. 482.
9. Београдска берза је у својим правилима отворила могућност за формирање посебног тржишта за акције из својинске трансформације, односно за акције које не испуњавају стандардне услове берзе, при чему би се користила постојећа технолошка подлога берзе. О томе: Зечевић, П., Улога берзе у процесу својинске трансформације предузећа, Зборник радова: Трансформација предузећа и финансијска тржишта, Београд, 2000, стр. 133.
10. О овом питању у теорији постоје и другачија схватања. Сматра се да је законодавац појам "финансијска берза" употребио не у смислу трговања на берзи већ трговања у складу са берзанским правилима на уређеном тржишту унутар самих субјеката својинске трансформације. О томе: Васиљевић, М., Законска инфраструктура и тржиште акција из својинске трансформације, Право и привреда, бр. 11 – 12/99, стр. 8.
11. У Француској се за ефекте којима се тргује на секундарном берзанском тржишту, јер не испуњавају услове за трговину на званичном (првом) тржишту, прописује да савет, по протеклу одређеног времена, одлучује о пријему таквих ефеката на званични листинг берзе, о томе да ће се са њима и убудуће трговати на секундарном тржишту или о њиховом брисању са листинга секундарног тржишта и пребацивању на треће тржиште – тржиште изван котације. Осим тога, Француска је у последње три година развила ново тржиште на коме се тргује ефектима младих предузећа, за које се процењује да имају велики економски потенцијал. О овоме: Delebecque, P., Germain, M., *Traite de droit commercial*, t. 2, Paris, 1996, стр. 82.

3. Примарно тржиште и право прече куповине

На примарном тржишту акције могу да се пласирају на различите начине: путем јавне продаје, тендера, директним пласманом емисије преко великих институционалних инвеститора, преко ефектне берзе.¹²⁾ Један од тих начина је и откуп акција путем права прече куповине.

Правни оквир за остварење права прече куповине постављен је у ЗОСТ, Закону о хартијама од вредности /"Сл. лист СРЈ", бр. 26/95) и Закону о предузећима ("Сл. лист СРЈ", бр. 29/96). У ЗОСТ право прече куповине је регулисано као законско императивно право, а у друга два закона регулисано је као диспозитивно право које се одлуком о повећању основног капитала може искључити или ограничити.

ЗОСТ признаје право првенства акционарима на први откуп акција (чл. 14. ст. 2, чл. 22. ст. 7, чл. 27. ст. 5), под одређеним условима, а на основу учешћа у стварању друштвеног, односно државног капитала, као и право прече куповине акција које се после откупа први пут продају, а сразмерно номиналној вредности акција које су стекли (чл. 20. ст. 4). Према Закону о предузећима и Закону о хартијама од вредности право прече куповине може да се оствари у случају располагању акцијама (чл. 233. ЗОП) и стицања акција нових емисија (чл. 22. ЗХОВ, чл. 284. ЗОП).

Право располагања ограничено правом прече куповине. – У принципу, акције се могу слободно преносити. Ипак, пренос акција се може ограничити (временски,¹³⁾ или условити давањем сагласности) на основу закона, статута или уговора.¹⁴⁾

Када се ради о акцијама које гласе на име, а не котирају се на берзи, статутом се може прописати да акционари или друштво имају право прече куповине на акције које се излажу продаји (чл. 233. ЗОП). Осим статутарног ограничења, могуће је законски, на императиван начин, ограничити право располагања акцијама путем права прече куповине, као што је то учињено у ЗОСТ. На овај начин се омогућава постојећим акционарима приоритетно стицање акција које се продају у циљу повећања њиховог учешћа у капиталу друштва. Али, истовремено се ограничава ширење круга акционара.

Према ставу Комисије за хартије од вредности, ако се статутом ограничи пренос акција на име, такво ограничење се неће примењивати на акције чија се куповина или продаја врши на берзи.¹⁵⁾ Овакав став Комисије доводи у питање оправданост постојања законског императивног права прече куповине, које је установ-

12. О томе: Ристић, Ж., нав. дело, стр. 140; Ћосић, Б., Јоргић, Б., Пујић, Д., нав. дело, стр. 40.

13. У упоредном праву (немачко, француско, енглеско, америчко, швајцарско, холандско, белгијско право) преовлађује становиште да се не може трајно ограничити пренос акција. О томе Голубовић, Д., Правни положај акционарског друштва, Нови Сад, 1992, стр. 132.

14. О могућим начинима ограничења права располагања акционара видети: Васиљевић, М., нав. дело, стр. 307–309.

15. Став Комисије заузет на 41. седници која је одржана 30.6.1998., Билтен Савезне комисије за хартије од вредности, бр. 4/99, стр. 26.

љено у ЗОСТ, с обзиром на одредбу према којој се акције стављају у промет преко финансијске берзе (чл. 20. ст. 3).

Нове емисије акција и право прече куповине. – Правом прече куповине акција из нових емисија штите се права постојећих акционара, одржава равнотежа у погледу унетог капитала.¹⁶⁾ То се постиже тако што се акционарима (пре акционара, право прече куповине могу да остваре имаоци заменљивих обвезница, које дају право приоритета у куповини акција), на основу закона, статута или одлуке о емисији акција, даје приоритетно право на куповину акција сразмерно номиналној вредности акција које поседују. Тако, ако друштво, чији капитал износи 1.000.000 динара, а подељен је на 1.000 акција чија вредност износи 1.000 динара, одлучи да повећа капитал 50 посто издајући 500 акција вредности 1.000 динара, онда ће сваки акционар имати приоритетно право на једној новој акцији за две старе. Овим се акционарима омогућује да очувају пропорционално исто учешће у капиталу друштва, да и после нове емисије задрже иста права која су имали и пре нове емисије. Тиме се на најбољи начин штити право постојећих акционара на активу друштва, створене резерве, на чији би део, у супротном, право полагали нови акционари.¹⁷⁾

Приоритетно право куповине новоемитованих акција, тзв. "младица", представља једно од најважнијих имовинских права акционара. Ако се ради о добром друштву, које има брз развој и успешне програме, ово право може постојећим акционарима донети значајну корист. Непосредна корист од прече куповине огледа се у томе што акционари, по правилу стичу акције уз одговарајуће финансијске олакшице, по дисконтним ценама које су ниже од емисионог или тржишног курса акција исте врсте.¹⁸⁾

Осим акционара, одређене погодности од права прече куповине има и акционарско друштво. На тај начин се смањују трошкови продаје акција трећим лицима, скраћују се рокови продаје акција, избегава се плаћање провизије другима за продају акција, унапред се осигуравају потенцијални купци акција. Истовремено, друштво се мора суочити са негативним странама овог права: одсуство тржишних информација о вредности акција, ограничавање круга потенцијалних купаца акција, нужност обавештавања акционара и праћење њихових одговора у вези са прихватањем или неприхватањем коришћења права прече куповине.¹⁹⁾

Правила о праву прече куповине акција примењују се када се капитал друштва повећава из екстерних извора, а уплата акција врши у новчаном облику. Правила о приоритету се не примењују када се капитал повећава из интерних извора (нераспоређена добит и резерве друштва). Када се ради о овлашћеном капиталу (управа на основу овлашћења из статута, односно одлуке скупштине повећава

16. Лукић, М., Споразум акционара, Право и привреда, бр. 1 – 2/98, стр. 83.

17. Germain, M., Vogel, L., *Traite de droit commercial*, t. 1, Paris, 1998, стр. 1186.

18. Ђосић, Б., Јоргић, Б., Пујић, Д., нав. дело, стр. 45; Ристић, Ж., нав. дело, стр. 78; Албанезе, Ж., Право на пречу куповину акција у нашем законодавству и пракси, Берза, бр. 4/97, стр. 53.

19. Албанезе, Ж., нав. чланак, стр. 57.

основни капитал – чл. 291. ЗОП). присутан је став да акционари имају право на приоритетни упис акција, које управа може да ограничи или искључи само на основу одлуке скупштине или одредбе садржане у статуту.²⁰⁾

Као индивидуално право,²¹⁾ право прече куповине може да се промеће,²²⁾ осим ако законом није другачије одређено.²³⁾ Генерално, присутно је одређење да се правом прече куповине може располагати *inter vivos* и *mortis causa*. Оваква могућност би била у складу са правном природом акција, за које је везано право приоритета, као и са чињеницом да право прече куповине у прописима и није изричито утврђено као лично и непреносиво право.²⁴⁾ Право преноса се успоставља одвајањем права приоритета од преносиве акције. То се чини одвајањем купона, који репрезентује право, од акције, или вирманским путем, ако је извршена дематеријализација.²⁵⁾ На Париској берзи се одвијају специјалне котације поводом права приоритета, са којим се тргује на исти начин као и са хартијама.²⁶⁾ Ипак, степен располагања права прече куповине зависи од тога у којој мери акционар може слободно да располаже својим акцијама. Ако је пренос акција условљен сагласношћу скупштине или управе, тада се таква сагласност захтева и за пренос овог права.²⁷⁾

За акционаре не постоји обавеза коришћења права прече куповине.²⁸⁾ По објављивању позива за куповину акција (у службеним новинама или, када се ради о акцијама које гласе на име, тако што се писменим путем обавести сваки акционар), акционари могу да искористе право приоритета у одређеном року.²⁹⁾ При томе, пре него што протекне рок, акционари могу да се одрекну, путем препорученог писма које достављају друштву, права прече куповине. У Француској, када се акције друштва не котирају на званичном нити на секундарном берзанском тржишту, одрицање од права приоритета може да се изврши у корист одређене особе чији се прихват права доставља уз препоручено писмо. А, када се акције котирају на берзи онда се одрицање не може извршити у корист одређене особе.³⁰⁾

Ако у остављеном року акционари не покажу довољан интерес за куповину акција, услед чега део акција остане непродат, може се редукovati повећање капи-

20. Арсић, З., Повећање основног капитала акционарског друштва, Право и привреда, бр. 1-2/98, стр. 5.

21. Merle, Ph., Droit commercial, Paris, 1998, стр. 521.

22. Стражњицки, М., Предавања из Трговачког права, Загреб, 1926, стр. 127. и 130.

23. Присутан је став да ЗОСТ право прече куповине везује за личност, те да се оно не може ни отуђити ни наследити. О томе: Васиљевић, М., нав. чланак, стр. 7.

24. О томе: Васиљевић, М., нав. дело, стр. 314.

25. Germain, M., Vogel, L., нав. дело, стр. 1416; Merle, Ph., нав. дело, стр. 523.

26. Germain, M., Vogel, L., нав. дело, стр. 1416.

27. Исто, стр. 1417.

28. Merle, Ph., нав. дело, стр. 522; Албанезе, Ж., нав. чланак, стр. 53.

29. Прва директива одређује да тај рок не може бити краћи од четрнаест дана. У Француској рок не може бити краћи од десет дана. О томе: Васиљевић, М., нав. дело, стр. 526; Germain, M., Vogel, L., нав. дело, стр. 1418.

30. Merle, Ph., нав. дело, стр. 526.

тала под условом да је барем три четвртине иницијално одређеног повећања капитала купљено, или се може учинити јавни позив за куповину акција; ако остане мање од три процента непродатих акција управа може да оконча поступак тако што ће повећање капитала лимитирати на износ који је уписан (решења прихваћена у Француској).³¹⁾

Индивидуални интереси акционара могу да се подреде колективном интересу друштва. То је разлог што су у пракси све бројнији случајеви да се врши повећање капитала, а да се акционарима не признаје право прече куповине. На овај начин, између осталог, диверзификује се састав акционара, што је један од услова за берзански режим промета акција. Ипак, ради заштите права акционара, у свету се одређује да до искључења права прече куповине може доћи само под одређеним условима. Одлуку о томе, по правилу, доноси, на образложен предлог управе, скупштина,³²⁾ с тим што се статутом то право може дати и управи друштва.³³⁾ У супротном, повреда права прече куповине повлачи ништавост одлуке о повећању капитала и одговорност компаније за штету која настане услед тога што је прекршено право прече куповине.³⁴⁾

4. Право прече куповине као један од ограничавајућих фактора за берзански промет акција

Доношењем одређених прописа (Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима), као и оних који ће бити донети (Закон о тржишту хартија од вредности, Закон о инвестиционим фондовима), ствара се неопходан правни миље за развој секундарног тржишта акција. Међутим, развој тржишта акција ометају различити фактори. Ако се остави по страни неповољно макроекономско одружење, може се уочити да на развој тржишта акција неповољно утичу и одређена ограничења која проистичу из донетих прописа.³⁵⁾

Према постојећим прописима, промет акција на берзи ограничава се на два начина: протеком одређеног времена и правом прече куповине. Тако, на пример, акције које се стичу уписом, као поклон, могу да се ставе у промет тек по њиховом издавању, које се врши постепено у периоду од пет година и то: десет одсто по истеку прве године, двадесет одсто по истеку друге и треће године, двадесет пет одсто по истеку четврте и пете године (чл. 20. ст. 1. ЗОСТ). Овакво сукцесивно издавање акција и могућност њиховог пуштања у промет се образлаже потребом

31. Исто, стр. 527.

32. Germain, M., Vogel, L., нав. дело, стр. 1414; Merle, Ph., нав. дело, 524.

33. Васиљевић, М., нав. дело, стр. 526.

34. Germain, M., Vogel, L., нав. дело, стр. 1186; Васиљевић, М., нав. дело, стр. 314.

35. Зато се сматра да регулативу о својинској трансформацији треба доградити у правцу укидања ограничења на промет акција. О томе: Јанковић, М., Финансијско тржиште: могућности и ограничења развоја, Зборник радова: Трансформација предузећа и финансијска тржишта, Београд, 2000, стр. 79.

развоја акционарске културе и коришћења ефеката преструктурирања, потребом да се задржи поверење у акционарство, као и да се избегне слом тржишта акција.³⁶⁾ На овај начин не могу да се заштите акционари, као ни тржиште акција (једино може да се успори његов развој). Имовински положај акционара штите "квалитетне" акције. Такође, тржиште акција од краха штите услови који морају да буду испуњени да би се могло са одређеним материјалима трговати, као и начин на који се тргује, а не протек рока након кога би могло да се тргује са акцијама.

Да би са акцијама могло да се тргује на секундарном тржишту, пре свега у оквиру берзанског режима, између осталог, потребно је да се ради о акцијама које су слободно преносиве и да су распрострањене у довољном броју међу становништвом, без чијег се активнијег укључивања у трансакције на ефектном тржишту не може очекивати његова експанзија.³⁷⁾ Очигледно да се право прече куповине појављује као сметња за слободан промет акција и њихову ширу дисперзију међу становништвом, а тиме и за секундарни, односно берзански промет акција.

Право приоритета може да угрози ефикасност, сигурност и стабилност берзанског промета акција. Зато органи берзе могу имати могућност да својом одлуком искључе ово право за акције компаније које се котирају на берзи.³⁸⁾

Начин на који је уређено право приоритета у нашем праву не одговара настојањима да се успостави и развије берзански промет акција. Ово нарочито ако се имају у виду одредбе ЗОСТ којима се на широк и императиван начин уређује право прече куповине. С обзиром да се данас све чешће искључује (ограничава) право прече куповине, то би у циљу поспешивања берзанског промета акција требало размислити о оправданости ограничења права располагања акцијама и постојања права приоритета, које ЗОСТ признаје постојећим акционарима, приликом њихове прве продаје (чл. 20. ст. 4), односно приликом њиховог стављања у промет од стране акцијског фонда (чл. 27. ст. 5).

36. Васиљевић, М., Ђуричанин, Д., Познанић, Д., нав. дело, стр. 19; Васиљевић М., нав. чланак, стр. 9.

37. Келечевић, Л., Нови нормативни садржаји за функционисање финансијских тржишта у СРЈ, Берза, бр. 10-12/99, стр. 16.

38. Васиљевић, М., нав. дело, стр. 314.