

*Проф. др Мирко Васиљевић,
Правни факултет, Београд*

UDK 336.76:347.7

Маргиналије о неким општим питањима заштите права акционара у контексту закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената

Резиме

У овом чланку аутор критички анализира недавно усвојени Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, посебно следећа питања: критеријуми разграничења отворених (јавних) и затворених (приватних) друштва, са констатацијом да је појам јавних друштва повлађен превише широко; природа акционарског друштва и статус акција из приватизације; право прече куповине акција (са констатацијом да оно може постојати на основу уговора о куповини акција или статуса, ако је укинуто законом за акције из приватизације, али само код неколираних друштва); преузимање акционарских друштва и заштитна права акционара (са констатацијом да је ово питање површно уређено у закону посебно са становишта интереса мањинских акционара и заштите њихових права) и, најзад, питање односа државне регулативе и саморегулативе акционарског друштва. У закључку аутор констатије да је наша струковна и пословна јавност очекивала више од овог пројекта, посебно имајући у виду чињеницу да је припреман веома дуго, уз поруку да је потребно доносити промене на транспарентнији начин, уз институционалне укључивање шире струковне и пословне јавности у расправу током доношења.

Кључне речи: *јавна друштва, затворена друштва, преузимање акционарског друштва, акције, право прече куповине акција, саморегулатива.*

1. Уместо увода

Поверење акционара у државну регулативу уопште, посебно у регулативу акционарског друштва као типичног друштва капитала, као и поверење акционара у аутономну регулативу самог акционарског друштва основ је стабилности функционисања и развоја ове правне форме привредних друштава. Ово подједнако важи како за уређење статике (оснивање, статус, управа) овог друштва, тако и за уређење динамике овог друштва (тржиште акција). Бројна су правна питања која обезбеђују цео корпус правног института заштите права акционара, при чему ћемо за ову прилику учинити посебан осврт на следећа:

- разграничење отворених (јавних) и затворених (приватних) друштава,
- природа акционарског друштва и статус акција из приватизације,
- право прече куповине акција,
- преузимање и заштита права акционара, и
- однос државне регулативе и саморегулативе овог друштва.

Разматрање ових питања биће овом приликом учињено посебно у контексту постојећег Закона о предузећима¹, Закона о приватизацији² и Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената³, који посебно уређује динамику ових друштава и њиховог акцијског капитала и то далеко обухватније и са становишта правне сигурности прихватљивије од тренутно још важећих закона у овој области (Закон о хартијама од вредности и Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима), који по свему судећи одлазе у историју (у временском смислу а не у вредносном смислу) и на које се овде нећемо посебно освртати.

2. Разграничење отворених (јавних) и затворених (приватних) акционарских друштава

Важећи Закон о предузећима разграничење отворених (јавних) и затворених (приватних) акционарских друштава учинио је на основици разграничења начина оснивања, тако да затвореним друштвом третира оно које се оснива тзв. симултаним путем од стране самих оснивача без упућивања јавног позива (или и јавне понуде) за упис и уплату акција, док отвореним друштвом третира оно које се оснива тзв. сукцесивним путем упућивањем јавног позива од стране оснивача трећим лицима за упис и уплату акција (или и јавне понуде).⁴ Ово разграничење свакако се не може сматрати довољним, а и вокација овог закона, као што је то и случај са другим законима сличне природе у упоредном праву, није да чини ово разграничење детаљнијим, већ је то управо вокација закона који уређују динамику ових

1. Службени лист СРЈ, бр. 29/96.

2. Службени гласник РС, бр. 38/2001.

3. Службени лист СРЈ, бр. 65/2002.

4. Закон о предузећима (даље: ЗОП), чл. 189.

друштва, што су по правилу закони о тржишту хартија од вредности. Ово управо и чини Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената прописујући да је "јавно друштво правно лице које хартије од вредности издаје јавном понудом на организованом тржишту, над чијим пословањем у вези хартија од вредности надзор врши Комисија за хартије од вредности и које је обавезно да обавештава јавност о свом пословању у складу са овим законом";⁵⁾ односно прописујући да је "затворено друштво правно лице које хартије од вредности није издало јавном понудом на основу проспекта за дистрибуцију хартија од вредности, односно које их је издало али су све повучене или им је истекао рок доспећа."⁶⁾ Истовремено овај Закон одређује да је "јавна понуда хартија од вредности понуда упућена неодређеном броју лица ради уписа и уплате хартија од вредности приликом њихове дистрибуције односно свака понуда за куповину или продају хартија од вредности упућена приликом трговине хартијама од вредности на организованом тржишту".⁷⁾ При том, овај Закон под "дистрибуцијом" подразумева емисију хартија од вредности (продаја од емитента или покровитеља емисије и то јавном понудом), а под "трговином" препродају хартија од вредности од стране акционара – тзв. секундарна продаја.⁸⁾ Јавна понуда хартија од вредности по овом закону "може се вршити само по претходно прибављеном решењу о одобрењу проспекта за дистрибуцију хартија од вредности, које доноси Комисија за хартије од вредности".⁹⁾ Под "организованим тржиштем" пак овај Закон подразумева "тржиште на коме се трговина хартијама од вредности и другим финансијским инструментима издатим у складу са овим законом одвија на начин и под условима утврђеним тим законом, актима комисије за хартије од вредности и правилима пословања овлашћених учесника на организованом тржишту над којима Комисија за хартије од вредности врши надзор."¹⁰⁾ Закон отвара озбиљну правну дилему да ли је "организовано тржиште" само "берзанско тржиште" и "слободно берзанско тржиште" или то може бити и неко друго тржиште које испуни услове из овог закона.¹¹⁾

Са становишта заштите права акционара и инвеститора у хартије од вредности уопште ова решења имају значајних предности у односу на постојећа и унапредитије без сумње њихову правну сигурност. Ипак, у контексту ових решења отвориће се бројна правна питања на која ће пракса морати дати одговоре, али који ни у ком случају не могу учинити ову сигурност задовољавајућом или узорном, каква би свакако могла бити да су ова законска решења припремана у једној широкој струковној и пословној расправи. За инвеститоре у хартије од вредности је свакако изузетно значајно да нема јавне понуде ни акција ни дужничких хартија од вредно-

5. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (даље: Закон о тржишту ...), чл. 5. тач. 12.
6. Закон о тржишту..., чл. 5. тач. 13.
7. Закон о тржишту..., чл. 5. тач. 1.
8. Закон о тржишту..., чл. 5. тач. 2. и 4.
9. Закон о тржишту..., чл. 17. ст. 5.
10. Закон о тржишту..., чл. 5. тач. 5.
11. Упореди: одредба чл. 5. тач. 5. и 15. и одредбе чл. 167. и 170.

сти без одобрења Комисије за хартије од вредности на основици приложене прописане документације. С друге стране, ово решење закона отвара питање правног режима затворених акционарских друштава која се оснивају симултаним путем без јавне понуде, будући да овај закон каже да "ако је у питању оснивање правног лица – акционарског друштва које намерава да дистрибуира акције, оснивачи тог друштва дужни су да о томе припреме проспекат за дистрибуцију хартија од вредности и да Комисији за хартије од вредности поднесу документе..."¹²⁾. Свако акционарско друштво, наиме, дистрибуира акције, с тим што отворено то чини јавним путем, а затворено нејавним путем међу оснивачима чији број по Закону о предузећима не може бити већи од 50 и за то му није потребан проспекат, нити обраћање Комисији за хартије од вредности. Такође, овај закон није уопште разграничио основе када за емисију хартија од вредности није потребна јавна понуда¹³⁾ од основа када за емисију хартија од вредности није потребно одобрење проспекта Комисије за хартије од вредности, будући да говори само о изузецима од обавезе одобрења проспекта за јавну понуду (изузети према врсти хартија од вредности и издаваоцу, изузеци према врсти инвеститора и изузеци према разлогу за издавање хартија од вредности).¹⁴⁾ Ово разграничење је иначе уобичајено у упоредном праву.¹⁵⁾ Постављајући правило да се хартијама од вредности може трговати само јавном понудом на "организованом тржишту" и изузетак да се само "дужничким хартијама од вредности може трговати ван берзе ако се понуда за куповину, односно продају врши без јавног оглашавања...", овај закон оставља бројна отворена питања, што нарушава правну сигурност инвеститора, попут: да ли се акцијама емитованим нејавним путем може трговати ван организованих тржишта (мислимо да једино тако мора), да ли поред државе, Народне банке и професионалних инвеститора чији број не може прећи 50 и друга правна лица могу да емитују дужничке хартије од вредности без "јавног оглашавања" (ваљда без јавне понуде) и слично?

Најзад, посебно ризично је решење норме из прелазних и завршних одредби овог закона које предвиђа да се "акције које су издате до дана примене овог закона сматрају акцијама издатим јавном понудом".¹⁶⁾ Како по одредбама овог закона берза укључује хартије од вредности на слободно берзанско тржиште и по службеној дужности, кад су за то испуњени услови утврђени овим законом о укључи-

12. Закона о тржишту..., чл. 17. ст 3.

13. Предлог овог закона не разграничава ни тзв. иницијалну јавну понуду и тзв. накнадне јавне понуде истог емитента, што може да буде изузетно значајно, посебно са становишта њиховог садржаја, услова за допуштеност и поступка. Ово разграничење се редовно чини у упоредном праву и теорији. Види: Н. Јовановић, Емисија вредносних папира, Грмеч-Привредни преглед, Београд, 2001, стр. 117-122.

14. Закон о тржишту..., чл. 43-49.

15. Види више: Gower, Principles of Modern Company Law, London, 1992, str. 311-353; Pennington, Company Law, London, 1995, str. 315-366; М. Васиљевић, Привредна друштва, Удружење правника у привреди Југославије, Београд, 1999, стр. 229-230; Н. Јовановић, нав. дело, стр. 95 и даље.

16. Закон о тржишту..., чл. 260. ст. 2.

вању хартија од вредности на организовано тржиште, а који се практично састоје у емитованој јавној понуди за откуп при емисији или трговини акцијама, то практично значи да ће скоро сва постојећа акционарска друштва, па и приватизована у следству посебних прописа, постати отворена (јавна) друштва у смислу овог закона, са обавезама јавне трговине акцијама и дужничким хартијама од вредности и са обавезом извештавања јавности о битним догађајима, обавезом објављивања извода из годишњег рачуна и годишњег извештаја о пословању и обавезом достављања рачуноводствених извештаја и извештаја о ревизији Комисији за хартије од вредности.¹⁷⁾ Без сумње, чак и без обзира на карактер овог решења, чињеница је да се овим практично промовише у овом изузетно важном сегменту принцип ретроактивности, који је за правну сигурност инвеститора на тржишту хартија од вредности посебно опасан и неприхватљив.

3. Природа акционаског друштва и статус акција из приватизације

У тражењу одговора на питање да ли приватизована акционарска друштва у следству свих режима прописа о приватизацији постају отворена (јавна) друштва у смислу овог закона мора се поћи од његових одредби и одредби Закона о предузећима и Закона о приватизацији. Према Закону о приватизацији "промет акција емитованих у поступку приватизације слободан је на секундарном тржишту и одвија се преко финансијске берзе". Ово се односи на све досадашње приватизационе савезне и републичке законе.¹⁸⁾ Према Закону о предузећима акционарско друштво које се оснива симултаним путем може имати и више од 50 акционара, ако акције стичу запослени под повлашћеним условима предвиђеним приватизационим законима.¹⁹⁾ Најзад, према Закону о тржишту хартија од вредности "одобрење проспекта за дистрибуцију хартија од вредности није обавезно у следећим случајевима: 1) када јавно предузеће дистрибуира акције у поступку приватизације, односно када се акције дистрибуирају у поступку приватизације капитала чији је власник држава; 2) када друштвено предузеће дистрибуира акције у поступку приватизације, односно када се акције дистрибуирају у поступку приватизације друштвеног капитала." Овај закон додаје да се овим "хартијама од вредности може трговати на организованом тржишту само ако проспект на основу којег се врши јавна понуда тих хартија садржи све податке утврђене актом Комисије за хартије од вредности за проспект за дистрибуцију хартија од вредности."²⁰⁾ Уз то, као што је речено, овај закон је додао да "акције које су издате до дана примене овог закона сматрају се акцијама издатим јавном понудом".²¹⁾

17. Закон о тржишту..., чл. 54 -58.

18. Закон о приватизацији, чл. 59. у вези чл. 73.

19. ЗОП, чл. 197. ст. 2.

20. Закон о тржишту..., чл. 43.

21. Закон о тржишту..., чл. 260. ст. 2.

Ако се акције које су издате, па и у следству приватизације, сматрају акцијама издатим јавном понудом, те ако се овим акцијама у смислу овог закона тргује на организованим тржиштима, онда је без сумње реч о отвореним (јавним) друштвима. Ипак, сам овај закон, контрадикторно овом решењу каже да претварање ових друштава у отворена (јавна) ипак није аутоматско и да ће то зависити од карактера њиховог проспекта, те ако је садржај приватизационог проспекта идентичан садржају проспекта који пропише Комисија за хартије од вредности онда ће ова друштва постати отворена (јавна), а у противном не.²²⁾ Највероватније садржај приватизационог проспекта из Закона о приватизацији и одговарајућег подзаконског акта²³⁾ и садржај проспекта из овог закона који ће у складу с њим прописати Комисија за хартије од вредности²⁴⁾ неће бити идентичан, што значи да нема у контексту овог закона аутоматског укључења акција из приватизације на организована тржишта. С друге стране, важећи Закон о приватизацији, као што је речено, нема условљавања трговања овим акцијама на организованим тржиштима (што је и слободно берзанско тржиште) већ се њима тргује по самом закону и безусловно "преко финансијске берзе". Кад се овом дода да и према важећем Закону о предузећима затворено акционарско друштво у следству приватизације може имати и више од 50 акционара и да док остаје у том статусу не може трговати својим акцијама (као и његови акционари) јавном понудом, онда смо доиста у присуству озбиљних законских контрадикција, како и унутар истог закона, тако и међу различитим законима савезног и републичког нивоа, што свакако није пожељно за правну сигурност и заштиту права инвеститора у акције и хартије од вредности уопште.

4. Право прече куповине акција

4.1. Појам

Право прече куповине акција је имовинско право акционара на основу закона (тзв. законско право прече куповине – уводи се законом и укида законом)²⁵⁾ или статута (или одлуке о емисији акција или конкретног уговора о куповини акција – тзв. уговорно право прече куповине које се уводи уговором, статутом или одлуком о емисији акција и тако се и укида)²⁶⁾ на куповину акција од постојећих акционара у случају располагања акцијама или на куповину акција од друштва при новим емисијама акција и то сразмерно постојећем учешћу у капиталу друштва.²⁷⁾ Ста-

22. У упоредном праву се у овом случају говори о тзв. приватизационом (скраћени-мини) проспекту, који служи за потребе приватизације и чији садржај је по правилу знатно краћи од садржаја тзв. редовног-потпуног проспекта. Види: М.Васиљевић, нав. дело, стр. 231; Н. Јовановић, нав. дело, стр. 270.

23. Закон о приватизацији, чл. 18. и Правилник о обрасцу проспекта, Службени гласник РС, бр. 44-2001.

24. Закон о тржишту..., чл. 43.ст. 3.

25. Пример Закон о својинској трансформацији и Закон о приватизацији.

тутарно односно уговорно право прече куповине предвиђао је и Закон о предузећима²⁸⁾, који је у овом делу недавно делимично промењен, изменом једне одредбе која је предвиђала могућност статутарног увођења права прече куповине акција, али и без промена друге одредбе истоветног смисла, што је зачуђујуће.²⁹⁾ Дилеме које су после овог настале око могућности односно немогућности постојања права прече куповине акција из приватизације или својинске трансформације су по нама вештачке и у основи израз неразумевања и нестручности. Пошто овај промењени закон у овом делу ступа на снагу наредног дана од дана објављивања (дакле од 4. јула 2002. године) то се он ни у ком случају не може примењивати ретроактивно на донете и усвојене статуте и закључене уговоре о куповини акција из својинске трансформације или приватизације, који су установили ово право. Дакле, основ постојања овог права је уговор и статут, који су били у складу са тада важећим законима. Могло би се чак аргументовати да основ за ово право може постојати и за нове уговоре и статуте према Закону о облигационим односима, па и после промене у овом делу Закона о предузећима и посебно у контексту евентуалне доминације става, у присуству контрадикторног решења у самом Закону о тржишту хартија од вредности, да се акцијама из приватизације у смислу овог закона не може аутоматски трговати на организованим тржиштима, односно да њихово трговање

26. Закон о облигационим односима: "Уговорном одредбом о праву прече куповине (подвукао М.В.) обавезује се купац да извести продавца о намераваној продаји ствари одређеном лицу, као и о условима те продаје, и да му понуди да он ствар купи за исту цену" (Чл. 527.). "Продавац је дужан обавестити купца на поуздан начин о својој одлуци да се користи правом прече куповине у року од месец дана, рачунајући од дана кад га је купац обавестио о намераваној продаји трећем лицу. Истовремено са изјавом да он купује ствар, продавац је дужан исплатити цену договорену са трећим лицем, или је положити код суда. Ако је у уговору са трећим лицем предвиђен рок за исплату цене, продавац се може користити тим роком само ако пружи довољно обезбеђење" (Чл. 528.). "Ако је купац продао ствар и пренео својину на трећег не обавештавајући продавца, и ако је трећем било познато или му није могло остати непознато да продавац има право прече куповине, продавац може, у року од шест месеци рачунајући од дана кад је сазнао за овај пренос, захтевати да се пренос поништи и да се ствар њему уступи под истим условима. Ако је купац нетачно обавестио продавца о условима продаје трећем, и ако је трећем то било познато или му није могло остати непознато, овај рок од шест месеци почиње тећи од дана кад је продавац сазнао за тачне услове уговора. Право прече куповине престаје у сваком случају по протеку пет година од преноса својине ствари на трећег." (Чл. 532.).
27. Закон о хартијама од вредности, чл. 22; Закон о својинској трансформацији, чл. 20. ст. 4; француски Закон о трговачким друштвима (1966, 1978), чл. 183; *Companie Act* 1985, с. 85-96; италијански Трговачки законик (1942), чл. 2441; чешки Трговачки закон (1991), чл. 204. ст. 2; мађарски Закон о привредним друштвима (1988), пар. 303. и 305; бугарски Трговачки закон (1991), чл. 194; словеначки Закон о трговачким друштвима (1993), чл. 313; хрватски Закон о трговачким друштвима (1993), чл. 308; Друга Директива ЕУ (бр. 77/91), чл. 29.
28. Закон о предузећима, чл. 228. ст. 1. и чл. 233.
29. Закон о изменама и допунама Закона о предузећима (Сл. лист СРЈ, 36/2002, чл. 7.), који мења члан 228., али не и чл. 233.

на "финансијској берзи" у смислу Закона о приватизацији не значи у смислу овог закона аутоматско стицање својства отвореног друштва са хартијама од вредности којима се у смислу испуњености услова тргује на организованим тржиштима. Ово би без сумње могло да води закључку да се искључење Законом о предузећима могућности увођења ограничења у промету акција (сагласност управе, право прече куповине других акционара и право прече куповине од стране друштва) које се "купују и продају на берзи"³⁰⁾ не односи на акције из приватизације, већ само на остале акције које у смислу и овог закона испуњавају све услове за трговину на овом организованом тржишту хартија од вредности. У сваком случају за раније донете статуте и закључене уговоре то не може бити спорно ни у ком случају, осим у логици "револуционарног права".

4.2. Ограничења

Право прече куповине, уколико није реч о законском императивном праву (што код приватизације више није случај), може бити ограничено или и укинито. Ограничења права прече куповине су: прописивање преклузивног рока у коме се оно може остварити (закон, статут, одлука о емисији, уговор); обим права везан је за номинални износ поседованих акција; ово право остварују акционари само унутар класе акција коју поседују и то сразмерно номиналном износу тих акција, а између класа само ако преостане акција након искоришћења права од стране акционара те класе акција;³¹⁾ ово право се по правилу не примењује код акција које се откупљују за улоге у природи, код акција које се добијају по основу размене за акције друге компаније, за сопствене акције друштва, за одобрене а неиздате акције, за акције по основу фузије, за акције које се издају по основу услуга (право САД), за акције које се издају по основу конверзије или коришћења права опције на куповину акција, за акције издате по основу плана реструктурирања и реорганизације инсолвентне компаније по одобрењу суда, за акције које се издају запосленима у друштву за подстицај акционарства запослених.

4.3. Искључења

Право прече куповине акција може бити и искључено (ако није законско императивно право) изменом статута (ако је уведено статутом) или одлукама о емисији (ако није уведено статутом). Ово право може бити укинито и само у појединим одлукама о емисији акција, када би било сметња ефикасном упису нових акција од стране нових релевантних инвеститора. Ово право може бити укинито и правилима организованих тржишта хартија од вредности код компанија које котирају своје акције на берзи, будући да може бити сметња ефикасности продаје (практично постављено као услов за котацију акција).³²⁾

30. ЗОП, чл. 233.

31. *Hamilton*, *The Law of Corporations*, Minnesota, 1993, стр. 147-152; *Gower*, нав. дело, стр. 367; Друга Директива ЕУ, чл. 29.

4.4. Располагање правом прече куповине

У англосаксонској пракси прихваћено је решење да се правом прече куповине може располагати.³³⁾ Наше право нема изричитог решења овог питања, те чини се да с обзиром на правну природу акција за које је везано ово право, а како ово право није изричито утврђено као лично и непреносиво право, да би требало заузети став о могућности располагања и *inter vivos* и *mortis causa*.

4.5. Правна заштита

У англосаксонској пракси прихваћено је становиште да повреда права прече куповине рађа право на накнаду штете од компаније која прекрши правило о праву прече куповине постојећих акционара. Судска пракса је заузела становиште да се продавац од момента закључења уговора о продаји ствари до његовог извршења у односу на купца налази у позицији повереника - trustee. Поставља се ипак питање може ли купац који је био несавестан (знао је да постоји право прече куповине других лица) да ужива правну заштиту? Иако на први поглед изгледа да се он тада не може позвати на установу труста јер је био несавестан, због common law принципа да стварна права имају релативно дејство (однос између уговорних страна), то је судска пракса заузела став да купац хартије од вредности не мора да истражује да ли је пренос акција у складу са правилима компаније.³⁴⁾ Наша пракса нема још одговора на ово питање, мада је чини се склона да призна поред права на накнаду штете акционарима којима је прекршено право прече куповине и релативну ништавост (побијање) уговора о стицању таквих акција (треће лице стицалац таквих акција, због проглашења уговора ништавим, имало би право на накнаду штете од прекршиоца - акционарског друштва). Правна теорија је склона да прихвати овакву опцију,³⁵⁾ мада нам се чини да би право прече куповине могло да има дејство *erga omnes* само ако је установљено законом (када би биле прихватљиве санкције побојности уговора и накнаде штете), али не и ако је установљено статутом или одлуком о емисији акција, када се не би могло супротставити савесном стицаоцу акција према општим правилима дејства општих аката према трећим лицима, макар и депонованим у судском регистру (када би се требало задовољити са санкцијом накнаде штете).

4.6. Право прече куповине акција и друга ограничења промета акција и тржиште акција

Организовано тржиште хартија од вредности по правилу је у функцији два општа услова: законито издавање (поступак јавне понуде и објаве проспекта) и сло-

32. Farrar, Company Law, London i Edinburg, 1988, стр. 151.

33. Gower, нав. дело, стр. 368.

34. Farrar, нав. дело, стр. 152.

35. Слијепчевић, Правне последице непоштовања уговорне одредбе о праву прече куповине деоница банака, Правни живот, 9-10/93, стр. 1075 - 1081.

бодна преносивост. Највиши степен овог тржишта – берзанско тржиште, по правилу, претпоставља и неке посебне услове – котиране хартије од вредности. Посебни берзанско правни услови за котацију хартија од вредности имају за циљ да обезбеде њихов квалитет, како би се заштитили инвеститори у те хартије. Ако има више берзанских тржишта онда су ови услови најстрожи кад се ради о главном берзанском тржишту, а најблажи ако се ради о тзв. трећем тржишту. У циљу усаглашавања услова за берзанске котације на нивоу ЕУ донете су четири Директиве које се односе на ову материју, тако да су услови за котирање хартија од вредности у чланицама максимално хармонизовани.³⁶⁾ Кад је реч о условима за котирање хартија од вредности државе чланице ЕУ могу националним прописима предвидети само строжије услове а никако блаже.³⁷⁾

Закон о тржишту хартија од вредности оставља берзанском правилнику о листингу и котацији утврђивање услова за пријем на листинг, без икаквих ближих прецизирања, док кад је реч о слободном берзанском тржишту, законска формула је да се на ово тржиште могу примити хартије од вредности које не испуњавају услове за листинг и котацију хартија од вредности на берзи, "а које су у целини уплаћене и које могу бити предмет јавне понуде на организованом тржишту".³⁸⁾

Према одговарајућим директивама ЕУ разликују се берзански услови за котацију хартија од вредности који се односе на емитента и берзански услови за котацију који се односе на саме хартије од вредности. Услови који се тичу емитента су: законски статус, минимални капитал – од овог услова се може одступити ако берза оцени да ће те хартије имати довољно тржиште и објава годишњег рачуна три године пре подношења захтева за котацију – и од овог услова се може одступити ако берза оцени да је то у интересу компаније или инвеститора и кад се оцени да инвеститори имају довољно информација о тој компанији да би донели инвестициону одлуку. Последња два услова се не траже за дужничке хартије од вредности и никакви услови се не траже ако су емитенти јавноправни субјекти. Услови који се тичу самих хартија од вредности су: законитост издавања хартија од вредности, осим ако су емитенти јавноправни субјекти; слободна преносивост (дозвољено је ипак одступање од овог правила и кад акције нису у потпуности плаћене и кад је предвиђено ограничење типа сагласности управе или права прече куповине, кад је

36. а) Директива бр. 79/279 и 82/148 о усклађивању услова за пријем ефеката у званичну берзанску котацију;

б) Директива бр. 82/121 о информацијама које се објављују од стране компаније на регуларној основи о акцијама примљеним на званични берзански листинг;

ц) Директива бр.80/390, 82/148, 87/345, 90/211 о координирању услова за састављање, контролу и објављивање проспекта за пријем хартија од вредности на званични берзански листинг;

д) Директива бр. 89/298 о координирању услова за састављање, контролу и објављивање проспекта за хартије од вредности које се нуде тржишту.

37. Види: Н. Јовановић, Право Европске заједнице и наше право о котирању ефеката, Право и привреда, 5-8/96, стр. 478-485.

38. Закон о тржишту..., чл. 168. и 171.

склопљен такав споразум између берзе и емитента и кад су инвеститори снабдевени са релевантним информацијама, односно кад надлежни орган оцени да то не ремети тржиште тих акција) и дисперзија акција, чије се котирање тражи, међу становништвом и то по правилу најмање 25% (или и мање ако су акције емитоване у великом броју, тако да је део који поседује становништво довољан за нормално функционисање тржишта), чиме се по правилу обезбеђује стабилност курса.³⁹⁾

Препуштање аутономном берзанском праву одређења услова за котирање хартија од вредности на берзанском тржишту, као и услова за пријем на слободно берзанско тржиште, без икаквих ограничења, носи у себи вишеструке ризике за акционаре и инвеститоре у друге хартије од вредности. Чини се да код нас постоји извесни анимозитет у погледу одређених ограничења у промету хартија од вредности и њихове компатибилности са котирањем на берзанском тржишту, па и слободном берзанском тржишту. Ако се такав анимозитет и може у извесној мери разумети кад је реч о берзанском тржишту, онда он није разумљив и није ни прихватљив кад се ради о слободном берзанском тржишту и евентуалним другим организованим тржиштима, а уосталом такав прилаз није ни у складу са решењима у цитираним европским директивама, које ограничења у трговини хартијама од вредности и организована берзанска тржишта не сматрају инкомпатибилним. Кад се овом додају и контроверзе око правног статуса права прече куповине акција у нашем праву, контроверзе око статуса акција емитованих нејавним путем у погледу модалитета трговине, као и контроверзе око трговине акцијама из приватизације и слично, онда је разумљиво да се акционари и потенцијални инвеститори у друге хартије од вредности не могу још увек осећати да се код нас налазе у дефинисаним и стабилним правним оквирима.

5. Преузимање акционарских друштава и заштита права акционара

Преузимање отворених (јавних) акционарских друштава (take over) није до сада било код нас уређено на задовољавајућој основи. Подрегулисаност овог института произилази из чињенице да му је Закон о предузећима посветио само један члан са осам ставова.⁴⁰⁾ Нажалост, ни Закон о тржишту хартија од вредности, с обзиром на потенцијални значај овог института за заштиту права акционара, у условима глобализације тржишта хартија од вредности, не посвећује му довољну пажњу.⁴¹⁾ У ЕУ јединствена основна решења овог института садржаће тзв. Тринаеста директива.⁴²⁾ И у чланицама ЕУ (као и неким другим земљама) није са становишта закона регулатива овог института баш завидна⁴³⁾, тако да је корпус ове регулативе у домену аутономног права (саморегулатива).⁴⁴⁾ Највећи недостатак

39. Више: М. Васиљевић, нав. дело, стр. 260-265.

40. ЗОП, чл. 411.

41. Закон о тржишту..., чл. 66-82.

42. Коментар Предлога види код: Stedman, Takeovers, London, 1993.

нашег Закона о тржишту хартија... управо се налази у чињеници што не упућује на доношење посебног акта у сфери саморегулације.

Закон о тржишту хартија од вредности... говори о "понуди за преузимање акција акционарског друштва", тако да испада да се правила овог института односе и на јавно (отворено) и на нејавно (затворено) акционарско друштво, а у ствари правила овог института могу се односити само на јавно акционарско друштво. У овом закону недостаје уређење врло значајних питања овог института, попут: објаве намере да се учини јавна понуда за преузимање (са преузимањем обавезе објаве јавне понуде за преузимање у одређеном року и са предуговорном одговорношћу), обавештења комисије надлежне за монополе (са антимонополским овлашћењима), понашања током важности понуде, понашања након евентуално неуспеле понуде (у ком року се може дати нова понуда и слично), тзв. обавезне понуде, контрапонуде, изузеци од обавезе објаве јавне понуде, заједничко деловање у циљу преузимања, обавезе управе емитента, посебне врсте преузимања (поједностављена процедура), заштите мањинских акционара по преузимању, уписа преузимања контроле у регистар, објаве преузимања контроле, надзор и слично.⁴⁵⁾

Посебно осетљиво питање код преузимања контроле је питање тзв. одбрамбених мера које "циљно" акционарско друштво може предузимати да би одвратило "нападача", о чему у овом закону нема ни речи.⁴⁶⁾ У упоредном акцијском праву у овом погледу постоји тенденција сужавања легалитета класичних одбрамбених мера, тако да неке мере које су се некад сматрале дозвољеним данас се сматрају недозвољеним. Код нас је ово питање посебно осетљиво због бројних контроверзи око допуштености или недопуштености неких ограничења у промету акција (попут права прече куповине и сагласности управе, привременог ограничења располагања акцијама на уговорној или статутарној основи, максимизирања права гласа без обзира на степен капитал учешћа и слично, о чему је за потребе овог рада било напред речи), због сукоба закона у времену, као и сукоба закона различите правне снаге и бројних правних празнина у законској регулативи и недостајућој аутономној регулативи. Ако је и код нас тренд отварање акционарских друштава, што се промовише и кроз овај закон, ни у ком случају се не може спорити право тих друштава да у оквиру постојеће регулативе (али само ње а не и тумачења или "циркулар" ресорних министарстава необавезујуће правне снаге која у основи и немају законску подлогу или су крајње сумњиве законске валидности) и опредељења својих акционара и акционарских скупштина креирају своју одбрамбену

43. Закони или аутономни кодекси постоје у следећим земљама: Аустрија: Закон о преузимању из 1999. године; Словенија: Закон о преузимању из 1999. године; Република Српска: Закон о преузимању из 2002. године; Енглеска: City Code on Takeovers and Mergers из 1968. године, са статусом добровољног кодекса; Немачка: Кодекс о преузимању из 1995. године, итд.

44. О неким искуствима види код: Петрикић, Одбрамбене стратегије предузећа против тзв. "непријатељског преузимања", Правни живот, 11/2000, стр. 353-366.

45. О свим овим питањима више код: М. Васиљевић, нав. дело, стр. 482-492.

46. О одбрамбеним мерама види код: Stedman, нав. дело, стр. 395-431; М. Васиљевић, нав. дело, стр. 487-488; Петрикић, нав. рад, стр. 355-360.

стратегију, руковођени само интересом свог друштва и његових поверилаца, као и интересом својих акционара. Ово наравно важи и за акционарска друштва настала приватизацијом, посебно она која немају управљачки друштвени или државни капитал и којима држава више не може управљати "циркуларима" или телефонима, већ само законима и на њима заснованим одлукама. У противном, свесно или несвесно васкрсава време које је ружна прошлост.

6. Однос државне регулативе и саморегулативе акционарског друштва

Основни корпус уређења акционарских друштава код нас чини Закон о предузећима, Закон о приватизацији и Закон о тржишту хартија од вредности. У основи се може рећи да ови прописи одражавају тренд упоредног законодавства да се ова друштва и у својој статистици и у својој динамици регулишу императивним законским нормама, као доминантним, због заштите права акционара. С друге стране, постоји снажан тренд у европској регулативи акционарских друштава да се бројна питања статуса и функционисања ових друштава регулишу аутономном регулативом тзв. саморегулаторних организација, разних привредних асоцијација или међународних организација. Такав је посебно случај управо са бројним питањима из сфере тржишта хартија од вредности (где у основи и Закон о тржишту хартија од вредности... оставља довољно простора за аутономну регулативу Комисије за хартије од вредности, организованих тржишта хартија од вредности, удружења брокерско-дилерских друштава и слично), као и из сфере управљања и надзора у акционарским друштвима, где постојећу и делом ревидирану регулативу морају комплетирати аутономни кодекси.⁴⁷⁾ Чак и тамо где закони нису оставили изричито упугом простор за аутономну регулативу, не би било супротно ни слову ни духу закона доношење допунских пословних (аутономних) кодекса (такав је типичан случај код нас са институтом преузимања акционарских друштава, који је сасвим недовољно регулисан и у Закону о тржишту хартија од вредности... и биће потребе за посебним кодексом). Само на овој основи комплетираће се регулатива статике и динамике ових друштава у мери која је са становишта заштите права акционара потребна.

Посебно, тржиште хартија од вредности, па и управљање акционарским друштвима, имају изузетну осетљивост на правне празнине и захтевају потпуну регулацију, сарадњом државне и аутономне регулативе, како се не би оставило мно-

47. У Немачкој је крајем јуна 2002. године донет Corporate Governance кодекс; у Француској су последњих година донета три Corporate Governance кодекс – Vienot I Report, Hellebuycq Commission Recommendations, Viennot II Report и New York Stock Exchange је управо најавила нову и оштрију регулативу Corporate Governance. Недавно је OECD промовисао Начела Corporate Governance. У Пољској, Чешкој и Мађарској се управо ради на Corporate Governance кодексима на начелима OECD-а. Види: Christa Jessel-Holst, New Developments in the Field of Corporate Governance, Право и привреда, 9-12/2002, стр. 3-10.

го простора за тзв. тумачење права, као субјективну категорију непримерену потребама стабилности овог тржишта и ових друштава као "својеврсних машина за прављење новца" и концентрацију капитала несвојствену било којој другој форми привредних друштава. Регулатива тржишта хартија од вредности је као и регулатива менице – не допушта правне празнине, не допушта тумачење, тражи прецизност, јасност, комплетност, стабилност, унифицираност. Не себе ради већ инвеститора у акције ради.

7. Уместо закључка

У мору инвестиционих алтернатива избор улагања у хартије од вредности добија приоритет само у условима респектабилне заштите права њихових инвеститора, посебно инвеститора у акције. Сентименталност је на овом терену давно рекла "лаку ноћ" и уступила је место рационалности. Без сумње за успешну заштиту инвеститора у хартије од вредности потребно је много више од добрих прописа, али за то "више" адресе се не налазе баш много на страни правне и економске струке. Овој константи раме уз раме стоји и друга константа да нема успешне заштите инвеститора у хартије од вредности без добрих прописа, а за добре прописе одговорност пре свега сноси правна и делом економска струка. Нема сумње да су управо ове струке Законом о тржишту хартија од вредности... подигле у доброј мери стандарде ове заштите у односу на постојећи правни оквир. Ипак, без икакве зловоље мора се закључити да је инвестициона јавност од овог пројекта у струковном смислу очекивала много више. Овај пројект је дуго припреман, изгледа на више одвојених колосека. Тако су се и иначе наше оскудне струковне снаге распале, уместо да се концентришу. Уместо стратегије утркивања ко ће од ових колосека први прогурати свој пројекат до законодавца, за земљу би било далеко боље да су се ти пројекти у једној фази срели, укрстили и интегрисали. Тако се код нас наставља лоша пракса прављења прописа далеко од очију шире струковне јавности, далеко од очију разних струковних асоцијација, без значајније струковне јавне расправе, под будним оком налогодаваца чије намере иако у основи нису ни близу злонамерности, чак су ближе зони добронамерности, али скоро редовно дају краткорочан производ. То је управо случај и са овим законским пројектом, који пати од бројних правних празнина, контроверзи и струковних полурешења, што ће све отворити бројна отворена питања у његовој примени, што већ само по себи води правној несигурности.

Најзад, наше је чврсто уверење да овај законски пројект, иако је то званична државна стратегија, није у потребној мери хармонизован са директивама ЕУ из сфере финансијског тржишта, што је управо требало да буде његова основна филозофија. На размеђима две правне цивилизације и две правне културе, континенталној и англосаксонској, које у овој сфери више него у било којој другој траже тачке спајања, чини се да је овај законски пројект отишао корак даље од континенталне правне школе и тиме корак ближе англосаксонској правној школи. Када

би то била и официјелна државна стратегија онда бих то некако и разумели, овако остаје нам да покушамо да схватимо шта се заправо дешава.

Ph.D. Mirko Vasiljević,
Professor at the Faculty of Law in Belgrade

Considerations on Some General Issues of Shareholders Protection in Connection with the Securities and Other Financial Instruments Act

Summary

In this article the author critically analyses the Securities and Other Financial Instruments Act, which is recently enacted, especially viewing to following questions: criteria for distinguishing the public and private companies, concluding that the notion of public companies is too large; nature of a company limited by shares and the status of shares issued in privatization; pre-emption right to shares, with conclusion that it can be grounded on the contract of sale of shares or on the articles of association, in spite of the fact that it is repealed by the law for the shares in privatization, but only if the issuer is a non-listed company; take-over of companies limited by shares and shareholders protection, with conclusion that this question is superficially regulated in the Act especially from the minority shareholders point of view, and, finally, the question of relationship between state regulation and self-regulation of companies limited by shares. The writer concludes that our professional and business public expected more from the Act, having in mind especially the fact that the Act was preparing very long time. The author's message is that procedure of drafting important regulation should be more transparent, with inclusion of wider professional and business public in debate.

Key words: public companies; private companies; take-over; shares; pre-emption right to shares; self-regulation.