

*Др Горан Коевски,  
доцент Правног факултета „Јустинијан Први“, Скопје*

## **Акционарски уговори и акционарска удружења као инструменти за развој акционарске демократије - искуства Републике Македоније -**

### **Резиме**

*У свом чланку аутор др Коевски разрађује улогу акционарских уговора у развоју акционарске демократије у тржиштима капитала у развоју у Централној и Југоисточној Европи. Он појаснива улогу ових уговора у заштити права мањинских акционара. Ова заштита може бити анализирана на више нивоа: оперативни и управљачки ниво; ниво које се бави начинима издавања и преноса акција између акционара појединца уговора („права прече кувине“ или „права првенственог одбијања“).*

*Аутор сугерише увођење поделе акционарских друштва у три групе: коширане компаније са чијим акцијама се активно тргује на официјелном тржишту; отворене компаније са чијим акцијама се може али се још увек не тргује; и затворене компаније. Аутор сматра да су акционарски уговори најбољи правни инструменти за заштиту мањинских акционара само код затворених компанија.*

*Коначно, др Коевски даје преглед (зло)употребе ових уговора у македонској акционарској пракси са истовременом упоредбом са позитивним немачким искуством у овој области.*

**Кључне речи:** *акционарски уговор, акционарска удружења, затворена компанија, отворена компанија, коширана компанија, заштита мањинских акционара, право прече кувине, право првенственог одбијања.*

### Појам акционарског уговора

У савременој пословној пракси, доста често, може се чути за постојање акционарских удружења или за закључивање акционарских уговора и слично.

Одмах се намећу питања типа: која су та акционарска удружења; који је правни основ за њихово настајање; да ли постоји законска обавеза за њихов упис у неком јавном регистру или у самом друштву итд.

Укратко, акционарски уговор је инструмент путем којег се групи малих акционара, који индивидуални држе релативно мали број акција са правом гласа, даје могућност да иступају и преузимају одређена дејства заједнички и координовано и на тај начин могу створити ефективну већину или барем утицајни гласачки блок у скупштини друштва.<sup>1)</sup>

### Подела на затворена и отворена акционарска друштва

У компаративном праву може се срести подела акционарских друштава на уска, односно приватна („closely held corporations“ или „private limited companies“) и јавна или отворена („publicly held corporations or companies“ или „public limited companies - plcs“) акционарска друштва.

Мала или затворена акционарска друштва су карактеристична по томе што имају мали број акционара (без обзира колика је реална имовина друштва, односно она се могу јавити као веома богате породичне династије), и због тога код ових друштва је могуће уговарање такозваних „винкулационих клаузула“ путем којих се забрањује пренос акција на трећа лица, било правна или физичка, изван друштва без претходне сагласности других, постојећих акционара или самог друштва. Затим, код затворених акционарских друштава постоје разноврзне олакшице у погледу начина управљања и руковођења (на пример, мањи број чланова у органима управљања),<sup>2)</sup> у погледу вођења годишњих рачуна, обавезе објављивања релевантних података, и слично.

1. Тако, на пример, у компаративној пракси је позната такозвана „негативна већина“. Ради се о случају када одређена група малих акционара поседује и удружи у јединственом гласачком блоку само онолико обичних акција колико је потребно да се онемогући доношење одређене одлуке са потребном, обично квалификованом, већином на скупштини друштва. Тако, ако је за усвајање одређене одлуке на скупштини потребна 3/4 или 75% већина од укупног броја гласова, гласачки блок од само 26% од укупног броја гласова биће довољан да се онемогући усвајање те одлуке или ће барем иницирати процес преговарања и договарања са већинским, доминантним акционаром.
2. Тако, члан 374, став 2 Предлога закона о трговачким друштвима од 2004 године предвиђа један битан изузетак од општих правила, а то је да акционарска друштва која имају акционарски капитал мањи од 150.000 еура у двостепеном систему управљања (са надзорним и управним одбором) могу уместо управног одбора именовати управитеља, који би као иноколни орган имао сва права и обавезе управног одбора.

Постојање наведених олакшица за мала акционарска друштва се оправдава тиме што се код њих ради о малом броју акционара и слабо дисперзоване акционарске својине, тако да се на њих не могу наметати веома ригидна правила које је законодавац и регулатор тржишта капитала утврдио за велика акционарска друштва.

Код малих акционарских друштава важи претпоставка да се акционари добро познају између себе или се барем познају, за разлику од великих друштава где постоји више хиљада акционара и због тога се сматра да је имперсоналност главна карактеристика ових великих друштава капитала.

Управо зато, код малих акционарских друштава се доста често срећу такозвани „акционарски уговори“ путем којих се уређују питања од велике практичне важности за акционаре који су иницијално потписали те уговоре или су накнадно приступили. Понекад, ови уговори служе као инструменти за мењање или допрецизирање диспозитивних законских правила, а посебно оних који се односе на гласање на акционарској скупштини или у вези са управљањем и руковођењем друштвом.

Садржај ових уговора, правно се може уредити на више начина: а) путем имплементирања одредбе акционарског уговора у сам статут друштва или да уговор, као анекс статуту, буде саставни део статута; или б) постојање засебног писменог уговора, који ће бити потписан од акционара који желе бити подложни примени одредби тог уговора (потписи могу бити оверени ког нотара или надлежног суда), с тим да постојање акционарског уговора мора бити назначено у свакој акционарској исправи или, уколико је дошло до потпуне дематеријализације акција, код институције где се води акционарска књига у електронском облику (у Републици Македонији то је Централни депозитар за хартије од вредности, са чијим правилима је утврђена обавеза за упис свих оптерећења у вези са преносом акција).

Акционарским уговором најчешће се забрањује продаја, односно други пренос и располагање са акцијама. Прецизније, са овим уговорима се омогућује не сметани пренос акција: између самих потписника уговора; или између акционара потписника и чланова органа управљања; или између акционара потписника и оних који нису приступили уговору; или између акционара потписника уговора и чланова њихових ужих породица; или, у крајњој линији између акционара и самог друштва у граници допуштеног стицања властитих акција од стране друштва. То је оно право које се у компаративној пракси назива „правом прече куповине“ („preemptive right“) или „правом првенственог одбијања“ („first refusal right“) од стране лица која су тачно прецизирана и наведена у акционарском уговору. Ово право у македонском позитивном праву је предвиђено у Закону о трговачким друштвима од 1996.<sup>3)</sup> године у делу друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>4)</sup> Обавеза првенственог нуђења акција самом друштву или осталим акционарима може бити и ек-

3. Види: „Службен весник на Република Македонија“, бр. 28/96, 7/97, 21/98, 37/98, 63/98, 39/99, 81/99, 37/00, 31/01, 50/01, 6/02, 61/02 и 51/03 - у даљем тексту: „ЗТД од 1996. године.“

4. Види: чланови 146 и 147 ЗТД-а од 1996. године.

стензивније постављена у акционарском уговору. Наиме, таква обавеза може бити утврђена и у случају смрти, стечаја, губљењем пословне способности физичког лица - акционара или престанком радног односа у друштву где је акционар био истовремено и запослен. По нашем мишљењу, ради се о сасвим оправданим решењима за мала акционарска друштва где су лични односи и поверење између чланова од велике важности, па свака могућност за „улажење варвара на мала врата“ мора бити спречена или барем неутрализована. Поново, нешто слично, је уређено македонским Законом о трговачким друштвима од 1996. године у делу друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>5)</sup>

Друга област која се често уређује посебним акционарским уговорима је коначно одобравање од стране акционара - потписника уговора сваке статусне или организационе промене друштва (спајања, поделе или припајања) или пак располагања са значајним делом имовине или средстава друштва или располагање са делом или целим предузећем.<sup>6)</sup> Акционарским уговором може се утврдити обавеза да се одлука о статусној промени донесе консензусом.<sup>7)</sup> а посебно када предлог о статусној промени даје доминантни акционар. У таквом случају, постиже се да се већински и мањински акционари „ценкају“ у вези са евентуалним спајањем са другом компанијом или ако се ради о преузимању, да мањински акционари постигну исту цену за своје акције као и већински акционар. Једногласно доношење одлука свих акционара се може везати и за одлуке као што је добровољни престанак друштва (добровољна ликвидација) или подела остварене добити и друго.

Акционарским уговором могу се тачно одредити случајеви када може доћи до активирања такозваних опцијских уговора. Наиме, неке акције могу бити емитоване као откупљиве од стране друштва („redeemable shares“) након истека одређеног времена од њиховог издавања. И поред тога што постоје законска ограничења

5. Тако, у члану 150. став (2) ЗТД-а од 1996. године предвиђа се следеће: „За прелаз удела путем наслеђивања од стране других лица (...) члана, као и за стицање било које имовине као целине може се са уговором друштва одредити да је прибавитељ дужан да удео пренесе на неког од чланова друштва или на лице које ће друштво одредити и то, ако се странке не договоре другачије, по цени која одговара вредности удела према задњем билансу. Ако друштво не позове то лице да пренесе свој удео у року од 30 дана од када је сазнало, обавеза за пренос престаје.“
6. У Македонији, статусне промене су у искључивој надлежности скупштине акционарског друштва (чланови 161 и 349. став 1. тачка 10. ЗТД-а од 1996 године), док располагање са компанијским средствима је различито постављено код акционарских и друштава са ограниченом одговорношћу. Наиме, код акционарских друштава пренос предузећа или његовог дела је у надлежности одбора директора као целине (укључујући и неизвршене и извршене директоре), односно у надлежности управног одбора са претходном сагласношћу надзорног одбора - члан 317. став 1. тачка 1. или члан 331. став 1. тачка 1. ЗТД-а од 1996. године, док код друштва са ограниченом одговорношћу то право је у искључивој надлежности скупа чланова друштва - члан 161. од ЗТД-а од 1996. године.
7. Поново бисмо упутили на члан 161. став 2 ЗТД-а од 1996. године, где се даје могућност да се уговором друштва са ограниченом одговорношћу утврде сва питања за која ће бити потребна једногласна одлука свих чланова на скупу чланова друштва.

у погледу могућности друштва за стицање властитих акција.<sup>8)</sup> скоро сва компанијска права дају могућност за емитовање откупљивих акција<sup>9)</sup> и то најчешће када постоји интерес друштва за привлачење страних улагача, који без прецизно утврђене могућности за брзи излазак из земље са високим политичким некомерцијалним ризиком, уопште не би улагали у друштва у таквим земљама. При томе, у акционарским уговорима је унапред утврђена методологија за утврђивање цене по којој ће бити извршен откуп властитих акција.

Следећи важни проблем за успешно функционисање акционарских друштава, а који се решава путем акционарског уговора, је питање решавања спорова који могу настати између акционара потписника уговора, између акционара и друштва, између органа управљања и друштва, између органа управљања и акционара, и слично. При томе, акционарски уговор не улази у право сваке заинтересоване стране да тражи заштиту својих права судским путем. Ова питања се уређују акционарским уговорима са циљем да се заобиђу дуготрајни и често веома неизвесни судски спорови. Тако, акционарским уговором се предвиђа да акционар (најчешће најстарији оснивач и акционар друштва) или пак да независна трећа лица изван друштва (ревизори, проценитељи и друга стручна лица) реше настале спорове. Други начин решавања спорова између акционара је да се акционарским уговором утврди поступак међусобног откупљивања (истовремено давање конкурентских понуда за откуп акција између супротстављених страна) при чему, страна која да бољу и већу понуду мора да у одређеном року плати акције друге стране, по цени која је утврђена у сагласности са уговором, и тиме ће доћи до елегантног решавања спора између акционара.

Акционарским уговорима се често уређује и питање кумулативног гласања акционара приликом избора чланова управе. Помоћу ове врсте гласања, мањински акционари мултиплицирају своје право гласа и тиме добијају могућност за избор свог представника у органима управљања.

У Сједињеним Америчким Државама, већина федералних држава признаје постојање и бенефиције акционарских уговора и даје им одговарајуће место у националној легислативи.

### **Акционарски уговори и удружења према македонском праву трговачких друштава**

Акционарски уговори и удружења нису непознаница у македонском праву. Тако, члан 292 ЗТД-а од 1996. године гласи:

8. Македонски ЗТД од 1996 године предвиђа да акционарско друштво може стећи највише 10% од својих издатих и додељених акција - члан 29.3 ЗТД-а од 1996 године.
9. Види: члан 420. став 1 ЗТД-а од 1996. године или члан 338. Предлога закона о трговачким друштвима од 2004. године.

„(1) **Акционари могу између себе да закључе уговор** са којим ће за одређено време вршење свих или извесних права од својих акција поверити једном или више представника. Уговор се закључује у писменој форми и оверава код нотара.

(2) Ако је уговором предвиђено продужавање уговора, сваки уговарач може своје учешће отказати шест месеци пре истека рока.

(3) Заступник мора најмање једном у шест месеци да обавештава потписнике уговора за свој рад. Уговором се може предвидети и краћи рок.

(4) Сваки уговарач може без отказног рока иступити ако други уговарач или заступник повреди неку суштинску одредбу уговора.“

У члану 354. став 1 ЗТД-а од 1996. године, експлицитно је предвиђено да:

„Извршни чланови одбора директора, односно управни одбор, у року од 10 дана од дана објаве за сазивање скупштине су дужни да саопште финансијским институцијама или **удружењима акционара која су на задњој скупштини гласала у име акционара** или су тражили његово сазивање, (...)“

Значи, према режиму ЗТД-а од 1996. године, могуће је стварање акционарских удружења, путем потписивања писменог уговора овереног код надлежног суда, односно нотара. И поред тога што законодавац није ништа рекао у погледу транспарентности и упознавања трећих савесних лица са постојањем оваквог уговора, сматрамо да би се уговор морао депоновати код председника скупштине, односно код извршних чланова одбора директора или код председника управног одбора у сагласности са цитираном законском обавезом из члана 354 о обавештавању постојећих акционарских удружења за сазивање скупштине. Свако заинтересовано лице би могло тражити увид или копију овог уговора у друштву.<sup>10)</sup> Исто тако, не видимо зашто примерак акционарског уговора не би био депонован у трговачком регистру. Акционарски уговор, у сваком случају, би се морао депоновати и пријавити у Централном депозитару за хартије од вредности. Дилему коју овде имамо је да ли се ова удружења морају регистровати као удружења грађана сагласно легислативи о овим удружењима. Садашња пракса захтева такву регистрацију, али тада, на основу законских императивних норми, у њима могу бити чланови само физичка, а не и правна лица. Са друге стране, Закон о удружењима грађана и фондацијама од 1998. године изричито каже да се грађани могу удруживати и због заштите економских права и интереса.

Која је досадашња пракса примене ових законских одредби? И поред тога што у овим законским одредбама стоји да се вршење права може поверити једном или више представника (нигде не стоји обавеза да то морају бити акционари у друштву), у пракси, скоро без изузетака, ово је право додељивано члановима органа управљања или ранијим генералним директорима. Са друге стране, ЗТД од 1996. године је јасно предвидео да је ништаван сваки уговор са којим се акционар обавезује да своје право гласа врши према упутствима друштва, одбора директора,

---

10. Предлог закона о трговачким друштвима од 2004. године тачно прецизира који се акти и документи морају чувати у друштву и која лица имају право на увид у тим исправама - чланови 319. и 320. Предлог закона.

односно управног или надзорног одбора.<sup>11)</sup> Тако, у пракси је дошло до масовне злоупотребе акционарских уговора и до њихове трансформације од инструмената који би требао штитити мањинске акционаре у инструменте за њихову масовну дискриминацију и дискредитацију.<sup>12)</sup> Ако се на ово дода и недовољно обучени и неефикасни судски систем, онда је ситуација још катастрофалнија.

Прави концепт постојања акционарских удружења је да се вршење гласачких права додели лицу или лицима изван друштва, а не постојећим акционарима или члановима управе у самом друштву.

Илустрације ради, послужићемо се примером немачког „Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.-DSW“. DSW је најстарије немачко удружење приватних улагача, са седиштем у Дизелдорфу. Основано је 1947. године и има више од 28000 чланова. Још више, DSW председава са око 7000 инвестицијских клубова у Немачкој, који са своје стране имају уложено приближно око 500 милиона еура капитала. На крају, DSW заступа у гласању своје чланове у око 800 акционарских скупштина годишње.<sup>13)</sup> Овај пример нам јасно показује да је права природа и циљ акционарских удружења да трећа стручна лица преузму у своје руке вршење гласачких права у име и за рачун малих и недовољно информисаних акционара.

Нови македонски закон о трговачким друштвима, који се очекује да буде усвојен од стране парламента у мају 2004. године, посебно не уређује питање акционарских уговора. То значи да ће ови уговори из категорије именованих уговора са ЗТД-ом од 1996. године прећи у категорију неименованих уговора, на чији ће се режим примењивати општа правила облигационог права. Оно што, барем у македонској пракси, остаје нерешено је питање једностраног раскида ових уговора. Наиме, да ли да се једнострано раскид ових уговора остави суду или да се то може учинити једностраном изјавом код нотара. За сада преовладава схватање да се раскид уговора мора констатовати код надлежног суда.

Наша препорука би била да се акционарски уговори израде веома исцрпно и детаљно, тако да би у случају спора суд требао само констатовати раскид уговора на основу закона. Свако материјално расправљање од стране суда да ли је повређена нека суштинска одредба уговора и која је била стварна воља уговорних страна би само одуговлачило процес. Ако се томе дода већ поменута недовољна обученост судија за заштиту права мањинских акционара, онда постаје сасвим јасно зашто преферишемо декларативне уместо конститутивне судске одлуке.

У Македонији сада постоји само једно активно акционарско удружење - „Акционер“, које је регистровано као удружење грађана. Нажалост, доста често ово удружење је предмет утицаја који су изван изворних економских интереса акционара у друштву или самог друштва.

11. Види: члан 368. став 3. ЗТД-а од 1996. године.

12. Тако, у највећем броју акционарских друштва једно лице (најчешће генерални директор) је вршило 90% гласачких права у скупштини друштва и тако је долазило до апсурдних ситуација да то лице самом себи одобри извештај за рад у претходној години.

13. Види више: <http://www.dsw-info.de>

У доскорашњој пракси Републике Македоније није постојала подела акционарских друштава на јавна - отворена и приватна - затворена.

Изменама и допунама Закона о хартијама од вредности<sup>14)</sup> од 2002. године у Македонији је уведена обавезна котација хартија од вредности свих издавача дуго-рочних хартија од вредности који испуњавају услове предвиђене правилима берзе за котацију. Са најновијим изменама Закона о хартијама од вредности од 2003. године уводи се подела акционарских друштава на друштва која се воде у регистру Комисије за хартије од вредности и она која се не записују у том регистру. Услове које једно друштво мора испунити да би се записало у регистру Комисије су: да је након оснивања издало хартије од вредности путем јавне понуде; да је број акционара изнад сто и да је основна акционарска главница изнад један милион евра<sup>15)</sup>.

Овде се сасвим оправдано поставља питање да ли се јавноправним мерама може постићи или достићи нешто што има свој вековни природно-приватни развој, а то је оригинерни развој тржишта капитала. Мишљења експерата у вези са обавезном котацијом су била да је добро да се у иницијалном периоду одређеној новој појави на тржишту капитала да законски приоритет. То је, у крајњој линији, требало допринети стварању тржишта капитала, развоју брокерске делатности и друго. Али пракса да се рок обавезне котације стално продужава са једне, а де се могућност за излажење акционарских друштава из тог круга континуирано сужава са друге стране, је као повратни ефекат допринело ка стварању нових негативних појава.

У задњих месеци у Македонији неколико великих акционарских друштава, да би се спасили од могућег преузимања, приступили су закључивању акционарских уговора и поред тога што су формалноправно испуњавали све услове за котацију на официјелном тржишту на берзи. Ова пракса није одговарала учесницима на тржишту капитала (берзи и брокерским кућама) због могућег ограничавања и затварања тржишта, па су они одмах затражили од Комисије за хартије од вредности да поништи ове уговоре и да се у међувремену забрани упис свих новонасталих оптерећења за пренос акција у Централном депозитару за хартије од вредности.

Македонска берза, са своје стране, је у незахвалној позицији да одлучи да ли да донесе одлуку за скидање акција ових друштава са официјелне котације, зато што оправдано страхује да ти преседани не покрену лавину таквих уговора, чиме би се тржиште капитала потпуно затворило.

Све ово је створило само велику правну несигурност, пре свега за стране улагаче, који су остали у недоумици која је правна снага ових акционарских уговора, односно да ли се аутономне уговорне одредбе могу ставити изнад императивних законских норми у вези са преузимањем акционарских друштава.

---

14. Види: „Службен весник на Република Македонија“, бр. 63/00, 34/01, 4/02, 37/02 и 85/03.

15. Оно што се оправдано може замерити овој законској одредби је да је правно веома непрецизна и у пракси се не зна да ли су ови услови постављени алтернативно или кумулативно.

### Отворене дилеме даљег развоја акционарских уговора

Пре него што отворимо постојеће дилеме, поновићемо да је добро што су се у пракси појавили акционарски уговори, било на основу закона, било на основу аутономне воље акционара.

Ипак, потенцираћемо да су акционарски уговори карактеристични само за мала акционарска друштва. У великим друштвима, првенствено са великим бројем акционара, екстензивно постављена права у акционарском уговору би само ограничила негоцијабилност акција, што свакако није циљ земље која жели развити своје властито тржиште капитала.

Оно што је сада битно, је јасна дистинкција између малих - затворених и отворених акционарских друштава.

Најновије светске тенденције у погледу поделе акционарских друштава су да се акционарска друштва требају поделити на три врсте: затворене компаније; отворене компаније са чијим акцијама се може али се још увек не тргује; и котиране компаније са чијим акцијама се активно тргује на официјелном тржишту.<sup>16)</sup> На тај начин би се омогућио поступни, природни прелазак једног акционарског друштва из једног на други ниво, до коначне котације и трговања са акцијама тих друштава на берзи, што са своје стране подразумева највећу контролу, надзор и транспарентност у пословању.

Сасвим логично, може се поставити питање зашто уопште да постоје мала акционарска друштва, када се елементи персоналности, карактеристични за мала акционарска друштва, могу постићи и путем оснивања друштва са ограниченом одговорношћу. Ова логика би била сасвим исправна уколико се ради о земљи са стабилним и дуготрајним пословним окружењем.

Ипак, у већини земаља централне, источне и југоисточне Европе радило се или се још увек ради о транзитивним економијама, које су прошле процес приватизације. У процесу приватизације није било неких посебних ограничења у погледу избора пословно-правне форме вођења предузећа, тако да и мала предузећа су изабрала акционарско друштво као најоптималнију форму свог даљег пословања.

Исто тако, у македонском компанијском законодавству је, у начелу, прихваћен критеријум неутралности („criterion of neutrality“) приликом оснивања нових трговачких друштава. То значи да су предузимачи потпуно слободни у погледу избора форме трговачког друштва путем којег ће водити свој пословни подухват. Насупрот критеријума неутралности, у компаративном праву се могу срести и критеријум величине „criterion of size“ (Немачка) где пословна форма подухвата зависи од величине друштва, а величина се одређује на основу разноразних рачуноводствених критеријума (просечан број запослених, укупни годишњи приход или просечна вредност активе) или критеријум форме или димензије „form or di-

16. Види: „Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe - Winter's Report“, Brussels, 4. новембар 2002., стр. 4 и 6.

mension criterion“ (Шпанија) када форма друштва зависи од броја чланова друштва или износа оснивачког капитала.

Мишљења смо да је форма малог акционарског друштва најпогоднија за компаније које у неком иницијалном периоду желе да остану затворене, али да се припремају за излазак у јавност, односно да постану отворена акционарска друштва поступно прихватајући добре праксе корпоративног управљања. Ове мале компаније можда не желе да се оснују као друштва са органиченом одговорношћу, да би се касније подвргла процесу трансформације у акционарска друштва, већ желе да се само отворе јавности у погледу дисперзовања акционарске својине и да се пријаве на котацију на официјелном тржишту капитала. Ту углавном лежи и суштина концепта постојања једноперсоналних акционарских друштава, где се као јединствени акционар може јавити било правно или физичко лице. Још више, једноперсонална акционарска друштва су идеални облик за приватизацију великих државних, јавних предузећа. Прва фаза приватизације би био њихов преображај од јавних предузећа у акционарска друштва путем капитализације њихове имовине и са државом као јединственим акционаром, да би се на крају, сагласно вољи државе, нашао стратегијски улагач који би купио доминантни пакет акција или би се упутио јавни позив да се преко берзе изврши масовна куповина акција од стране неограниченог броја малих, индивидуалних улагача.

**Goran Koevski, Ph.D.**  
Assistant Professor at Faculty of Law, Skopje, Macedonia

### **The Shareholders' Agreements and Association of Shareholders as Tools for Development of Shareholders Democracy - the Case of The Republic of Macedonia -**

#### **Summary**

*In his Article, the author dr Koevski deals with the role of the shareholders' agreements in the development of the shareholders democracy in the emerging capital markets in Central and Southeast Europe. He emphasises the role of these agreements in protection of minority shareholders rights. This protection can be analysed on several levels: operational and management level; the level that deals with the ways shares are to be issued and transferred between the shareholders that signed the agreement ("pre-emptive rights" or "first refusal rights"); etc.*

*The author suggests that three basic types of joint stock companies should be introduced: listed companies whose shares are regularly traded; open companies whose shares could be but aren't regularly traded and closed companies. He sees that the shareholders' agreements as the best legal tools for protection of minority shareholders only in the small, closed joint stock companies.*

*Finally, dr Koevski gives a review of the (mis)use of these agreements in the Macedonian shareholders' practice with simultaneous comparison with the German positive experience in this matter.*

**Key words:** *shareholders' agreement, association of shareholders, closed company, open company, listed company, protection of minority shareholders, pre-emptive right, first refusal right.*