

Mr Владимир Марјански
асистент-педогог, Правни факултет, Нови Сад

Право пречег стицања новоиздатих акција

Резиме

Право пречег стицања новоиздатих акција је субјективно имовинско право акционара које има изузетан значај. Његовим вршењем постојећи акционари могу да сирече евенуалну штету узроковану издавањем нових акција испод тржишне вредности "старих".¹⁾ Исто тако, вршење овог права омогућава акционарима да сирече "разводњавање" њиховог доладашњег учешћа у основном капиталу друштва до кога може доћи због повећања основног капитала уисом новоиздатих акција од сиране лица ван друштва.

У овом чланку аутор је прво одредио појам, садржину и значај овог права, да би након тога прешао на питања која се односе на области његове примене, правну природу и предуслове под којима оно може бити искључено. Упоредујући постојећа уредноправна решења и одредбе нашег закона аутор је указао на извесне слабости присујне у Закону о привредним друштвима, када је регулсање овог права у питању. Његове мањкавости су систематски изложене у оквиру закључних размислања.

Кључне речи: право пречег стицања, новоиздате акције, повећање основног капитала, сојствене акције, преносивост и искључење права.

1. Ипак, члан 240. Закона о привредним друштвима "Сл. Гласник РС" бр.125/04 утврђује да се акције из нове емисије издају по тржишној вредности, па право пречег стицања у нашем праву служи првенствено спречавању "разводњавања" процентуалног учешћа "старих" акционара у основном капиталу друштва.

1. Појам, садржина права пречег стицања и одређење предмета наше анализе

Право пречег стицања је право акционара да им буду понуђене новоиздате акције на стицање (упис или куповину)²⁾ пре него што буду понуђене лицима изван акционарског друштва и то пропорционално величини њиховог учешћа у основном капиталу друштва, које су поседовали у тренутку доношења одлуке о повећању основног капитала.³⁾

Код нас се ово право односи на тзв. новоиздате акције у ширем смислу, под којим се не подразумевају само акције "потпуно" нове емисије (које акционарско друштво издаје приликом повећања основног капитала), већ и сопствене акције које је друштво претходно стекло од својих акционара, а које поново жели да отуђи. Оправдање постојања овог права и у случају отуђења сопствених акција друштва је, међутим, спорно. О томе ћемо детаљно говорити у делу о правној природи овог права.

Такође, приликом извршења тзв. индиректног права пречег стицања, носиоци права закључују уговор о купопродаји акција са покровитељом (преузимаоцем) емисије. Стога смо се и определили за употребу синтагме право пречег стицања, а не право пречег уписа новоиздатих акција. Осим тога, право пречег стицања се примењује и на издавање свих хартија од вредности које се могу претворити у акције или које носе право на упис новоиздатих акција.

Овај чланак ће, међутим, бити посвећен искључиво праву пречег стицања новоиздатих акција у поменутом ширем смислу. Поред тога, због обима овог рада и великог броја питања која се на ово право односе, у њему ће бити обухваћена само нека, која су према нашем мишљењу најзначајнија за схватање његове суштине. Низ питања, међу којима посебно истичемо процедуру извршења права пречег стицања, питања везана за правне последице његове повреде, као и за оспоравање одлуке о његовом искључењу, неће бити предмет наше анализе.

2. О куповини је реч код извршења индиректног права пречег стицања и у случају стицања сопствених акција.

3. Видети члан 29. ст. 1. Друге (компанијске) директиве ЕУ, 77/91/ЕЦЦ, члан 186. ст. 1. немачког Закона о акционарским друштвима, "Федерални Службени гласник СР.Немачке" од 6. септембра 1965. бр. И-1089. (последња измена је објављена 16.јула 1998. у "Федералном Службеном гласнику СР. Немачке" бр. И-1842), члан 153. ст. 1. аустријског Закона о акционарским друштвима од 1. јануара 1966. (последња измена је објављена у "Службеном гласнику бр. 59/2005), члан 308.ст.1. хрватског Закона о привредним друштвима, "Народне новине Републике Хрватске" бр. 111/93 (последња измена је објављена у "Народним новинама Републике Хрватске" бр. 118/2003).

У члану 213. ст. 1. нашег Закона о привредним друштвима, међутим, стоји да се поменута сразмера права утврђује према тренутку издавања. То је, међутим, нејасна одредба. Сматрамо да тренутак утврђивања обима овог права може бити само тренутак доношења одлуке о повећању основног капитала, јер тада тзв. конкретан захтев на страни титулара овог права и настаје.

Наш Закон о привредним друштвима предвиђа да поред акционара, право пречег стицања имају и имаоци заменљивих обвезница и имаоци вараната.⁴⁾ Ипак, у њему се не наводе услови под којима ти субјекти могу остварити ово право (на пр. како одредити обим њиховог права у односу на право акционара), осим што је предвиђено да могу уписивати новоиздате акције у поступку условног повећања основног капитала, где, међутим, право пречег стицања акционара, видећемо, нема значај. Члан 29. ст. 6. Друге директиве ЕУ изричито наводи да се ово право примењује и у односу на хартије од вредности које се могу претворити у акције (на пр. заменљиве обвезнице), или које носе право на упис акција (варанти), али не и на претварање таквих хартија у акције или на извршење права тих хартија на упис акција. Другим речима то значи да имаоци заменљивих обвезница и вараната, према Другој директиви ЕУ немају право пречег стицања.

Као што је већ истакнуто, акционари имају право пречег стицања у сразмери са њиховим дотадашњим учешћем у основном капиталу акционарског друштва. Ако акционар нема довољан проценат учешћа за самостално вршење права, он га може уступити некоме или удружити његово тзв. фракционо право са правом другог акционара у циљу његовог извршења. На крају, треба истаћи да право пречег стицања не даје његовом имаоцу право на захтев за издавање одређене врсте или класе акција, нити на стицање акција према најнижој емисионој вредности.⁵⁾

2. Значај правила о праву пречег стицања

Генерално посматрано право пречег стицања новоиздатих акција⁶⁾ може имати двоструки значај.

У оним правним системима у којима није на изричит начин одређено да се акције нове емисије морају издавати по тржишној вредности, оно омогућава постојећим акционарима да његовим коришћењем спрече губитак узрокован падом вредности њихових постојећих тзв. старих акција. Наиме, у циљу привлачења потенцијалних инвеститора акционарско друштво често одређује емисиону вредност нових акција која је по правилу нижа од тржишне или берзанске цене постојећих (старих) акција. Када једном нове акције буду издате, свим акцијама одређене класе, новим и старим, трговаће се по цени која се по правилу налази негде између емисионе вредности новоиздатих акција и претходне тржишне вредности старих акција. Ако постојећи акционар не стекне одређену пропорцију нових акција, нови акционари ће бити "пуштени" у друштво тј. постаће чланови друштва (акционари) сувише јефтино.⁷⁾ У таквој ситуацији они ће нове акције платити мање него

4. Видети члан 213. ст. 7. Закона о привредним друштвима.

5. Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. U.Hüffer, 3. Auflage, München, 1998, стр. 828.

6. У даљем тексту ћемо користити израз право пречег стицања без додавања синтагме новоиздате акције.

7. P. Davies, Gower and Davies' principles of modern Company Law, seventh edition, Лондон, 2003, стр. 632.

што је тржишна вредност постојећих (старих) акција. Као последица тога, тржишна вредност "старих" акција ће пасти, узрокујући при томе губитак тзв. "старим" акционарима.⁸⁾ Такав губитак може бити спречен вршењем права пречег стицања.

Ипак, како Закон о привредним друштвима императивном одредбом унапред утврђује да се акције нових емисија издају по тржишној вредности,⁹⁾ па право пречег стицања код нас служи првенствено очувању процентуалног учешћа постојећих акционара у основном капиталу друштва. Без постојања и вршења овог права, проценат учешћа постојећих акционара у основном капиталу могао би бити смањен, због његовог повећања евентуалним уписивањем акција од стране лица изван друштва. Као последица тога, број гласова "старих" акционара, проценат њиховог учешћа у евентуалној расподели добити или у расподели аликвотног дела имовине који преостане у случају ликвидације акционарског друштва, би такође био умањен. То је јасно, јер се обим ових права одређује према сразмерном учешћу акционара у основном капиталу друштва.

Па ипак, важно је узети у обзир да заштита акционара путем права пречег стицања није апсолутна. Акционар се може налазити у ситуацији да нема довољно средстава да упише нове акције друштва у сразмери која му припада. При томе он може бити у позицији да нема довољно гласова да спречи доношење одлуке о повећању основног капитала. Из тог разлога нам се чини да право пречег стицања има већи значај када је реч о тзв. већинским акционарима који имају пресудан утицај на пословну стратегију друштва.¹⁰⁾

У таквој ситуацији, акционар који није у могућности да изврши право пречег стицања, може уступити свој конкретан захтев (право) уз накнаду и тиме изравнати штету која за њега тиме може настати. Могућности и услови уступања овог права биће посебно размотрени у делу који је посвећен његовој правној природи.

Осим ограниченог домета заштите које ово право пружа акционарима, оно под извесним условима може бити у потпуности или делимично искључено.

Поред тога, ваља навести да је оно установљено у искључивом интересу акционара. Обавеза стицања новоиздатих акција не постоји. Ако акционар не изврши ово право или га не уступи, оно не може бити приписано другим акционарима.¹¹⁾ Остали ће и даље имати право пречег стицања, али и даље само у сразмери са величином њиховог дотадашњег учешћа у основном капиталу.

8. I. MacNeil, "Shareholders' pre-emptive rights", *Journal of Business Law*, бр. 1/2002, стр.79.

9. Видети члан 240. Закона о привредним друштвима.

10. I. MacNeil, *op.cit.*, стр. 79.

11. З. Арсић, *Право акционара на приоритетан упис акција нове емисије*, *Право и привреда*, бр. 5-8/2000, стр. 78.

3. Област примене права пречег стицања

Право пречег стицања се не примењује у свим врстама поступака повећања основног капитала. Прво, могуће је разликовати повећање основног капитала **новчаним и/или неновчаним улозима**. Друга директива ЕУ предвиђа обавезно постојање овог права само када до повећања основног капитала долази путем улога у новцу.¹²⁾ Истовремено, то значи да државе чланице морају предвидети постојање овог права само када је реч о повећању основног капитала новчаним улозима. Уколико се повећање врши неновчаним улозима, примена овог права зависи од њихове правне политике. Па ипак, одређена национална законодавства везују (законодавство Велике Британије, Холандије), а друга (немачко, аустријско, хрватско, наше) не везују постојање овог права за чињеницу да ли се повећање основног капитала врши новчаним или неновчаним улозима. Другим речима, закони друге групе држава, међу којима је и наш, предвиђају постојање овог права независно од природе улога којим се повећање основног капитала врши.

Према нашем мишљењу, решење које постоји у законодавствима друге групе држава, међу којима је и наше, је боље. Природа улога нема никакву везу са циљевима који се желе постићи извршењем права пречег стицања, јер ризици од којих право пречег стицања акционарима треба да пружи заштиту, настају независно од природе улога који акционарско друштво прима приликом повећања основног капитала.¹³⁾ Без примене права пречег стицања и у случају повећања основног капитала неновчаним улозима, на релативно лак начин би његово поштовање могло бити избегнуто.

Поред овога, треба навести да се право пречег стицања не примењује у случају **условног повећања основног капитала**. Условно повећање основног капитала постоји када се акције издају за унапред утврђену намену. У оквирима поступка условног повећања акције се издају имаоцима одређених врста хартија од вредности које им дају право конверзије у акције.¹⁴⁾

Према нашем Закону о привредним друштвима то су имаоци заменљивих обвезница или имаоци вараната који им дају право на упис акција.¹⁵⁾ Логична последица тога је да се право пречег стицања код датог начина повећања основног капитала не примењује, јер су акције намењене за упис од стране ималаца наведених хартија од вредности.

Право пречег стицања се примењује у поступку **овлашћеног повећања основног** капитала, осим у односу на **тзв. одобрене акције** које су оснивачким актом акционарског друштва одређене за издавање у првих 6 месеци од регистрације друш-

12. Видети члан.29. ст. 1. Друге директиве ЕУ.

13. А.Н.Фrey, "Shareholders' Pre-emptive Rights", Yale Law Journal 38/1929, стр.579.

14. Према ранијем закону (Закону о предузећима из 1996.) условно повећање основног капитала се могло вршити и ради претварања потраживања поверилаца друштва у акције.

15. Видети члан 238. ст. 1. т. 2. Закона о привредним друштвима.

тва.¹⁶⁾ Сматра се да је тада ово право сметња ефикасности ове емисије, будући да је друштво тада у највећој експанзији.¹⁷⁾

Коначно, у случају **повећања основног капитала из средстава друштва**, право пречег стицања нема значај. У таквој ситуацији, новоиздате акције ће аутоматски припасти постојећим акционарима у сразмери са величином њиховог дотадашњег учешћа у основном капиталу или ако се не издају, номинална вредност старих акција ће се повећати у истој сразмери.

4. Правна природа права пречег стицања

Постоје два значајна питања која се односе на правну природу овог права. Прво, да ли је право пречег стицања по својој **природи право прече куповине** и друго, да ли је оно **преносиво**?

Као што смо раније истакли, под новоиздатим акцијама када је реч о овом праву, код нас, али и у неким другим правима,¹⁸⁾ не подразумевају се само акције "потпуно" нове емисије, које се издају приликом повећања основног капитала, већ и тзв. сопствене акције које је друштво претходно стекло од својих акционара, а које сада ре-емитује.

Осим тога, постоји и тзв. индиректно право пречег стицања које се односи на акције које је преузималац емисије (најчешће банка) претходно уписао да би их према садржини уговора са емитентом понудио на продају имаоцима права пречег стицања и евентуално и трећим лицима, ако имаоци права пречег стицања то своје право не изврше. Полазећи од тога, мишљења смо да није могуће извести јединствену природу овог права.

Када се ово право односи на акције које се издају у поступку повећања основног капитала, оно тада нема природу права прече куповине. То је онда оригинаран, а не деривативан вид стицања (куповина је увек деривативан вид стицања). Предмет уговора о упису су потпуно нове акције, тј. нови члански односи у акционарском друштву.

Када је, међутим, реч о праву пречег стицања сопствених акција друштва, сматрамо да је у том случају ово право по својој природи право прече куповине. Овде не долази до успостављања новог чланског односа, већ до стицања постојећег, који је био неутрализован-суспендован.¹⁹⁾ Предмет преноса су сопствене акције које су већ биле издате, које је акционарско друштво потом стекло од сопствених акционара, а сада их поново емитује.

У правној теорији, међутим, постоји сумња да ли је оправдана примена овог права и у случају отуђења сопствених акција. Познато је да се право пречег стица-

16. Видети члан 213.ст.7 и 8.т.2. истог закона.

17. Васиљевић М, Компанијско право, Београд, 2005, стр.251.

18. Видети на пример члан 89. Закона о компанијама Велике Британије према коме се ово право примењује и на сопствене акције друштва (тзв. treasury shares).

19. Сопствене акције не дају никаква чланска права.

ња увек примењује приликом тзв. трговине на примарном тржишту. На секундарном тржишту, где постојећи акционар продаје акције било којем лицу, нема места примени овог права (изузетак је индиректно право пречег стицања).

Отуђење сопствених акција, међутим, има извесних сличности са трговином на примарном тржишту, јер се ради о већ издатим акцијама које поседује издавалац, али не као њихов уписник (постоји општа забрана да друштво уписује сопствене акције), већ привремени држалац који има обавезу да их у роковима утврђеним законом отуђи или поништи.²⁰⁾ Сопствене акције се поново стављају у промет од стране друштва које их је првобитно издало, а не од стране неких других субјеката, па су у томе изражени елементи слични примарном трговању.

Ипак, и у случају отуђења сопствених акција, сматрамо да је реч о секундарном трговању, јер се на основу понуде сопствених акција врши њихова куповина, а не упис и уплата који су карактеристични за поступак примарне јавне понуде.²¹⁾ Такво становиште налази своје оправдање и у Закона о тржишту хартија од вредности где се о стицању и отуђењу сопствених акција говори у оквиру члана који је посвећен секундарној понуди (трговини) хартија од вредности.²²⁾

Узимајући у обзир разлоге постојања права пречег стицања, постоји сумња да ли оно треба да се примењује и у односу на сопствене акције. Мишљења смо да отуђење сопствених акција треба да буде предмет мањих "ограничења" него што је то случај са новоиздатим акцијама у поступку повећања основног капитала. Њиховим отуђењем се не повећава основни капитал, већ се само његов тзв. активни део²³⁾ враћа на ниво који је претходио њиховом откупљивању. То је ниво који је постојао пре тренутка у коме је акционарско друштво откупило наведене акције од сопствених акционара. Стога ризик "разводњавања" учешћа постојећих акционара у основном капиталу овде не постоји.

Евентуално оправдање за аналогну примену одредаба о искључењу овог права у случају отуђења сопствених акција, могло би постојати у ситуацији када би друштво могло отуђити²⁴⁾ сопствене акције испод тржишне цене акција акционара тог друштва (тзв. имовинско разводњавање). Тако се нешто може замислити, само ако постоји законска могућност отуђења сопствених акција ван организованог тржишта (без упућивања јавне понуде). На организованом тржишту, где се акцијама тргује по тржишним условима на основу јавне понуде, тако нешто је

20. Ставови Комисије за хартије од вредности Републике Србије о процедури стицања и отуђења сопствених акција и преноса права пречег стицања, бр.3/0-04-617/8-05 од 19.01.2006.

21. Видети члан 8. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (у даљем тексту Закон о тржишту хартија од вредности) "Сл.гласник РС", бр.47/2006.

22. Видети члан 51. истог закона.

23. Активни део основног капитала је онај део основног капитала који је утврђен и подељен на акције које су у поседу акционара друштва. Он служи за утврђивање обима њихових права. Добија се тако што се од укупног основног капитала одузме номинална вредност сопствених акција које је друштво претходно стекло од сопствених акционара и које је дужно да отуђи или повуче у одређеном законом предвиђеном року.

24. Подсећамо, издавање испод тржишне вредности акција је забрањено, не и отуђење.

тешко могуће замислити. Стога би евентуално оправдање за примену појединих одредаба права пречег стицања у циљу заштите "стариx" акционара могло постојати само за случај да је отуђење таквих акција могуће извршити без упућивања јавне понуде.²⁵⁾

У члану 51.ст.4. Закона о тржишту хартија од вредности утврђено је да се стицање и отуђење сопствених акција врши у складу са законом којим се уређују привредна друштва. Таква одредба, између осталог, постоји и због тога што је у члану 213.ст.3. Закона о привредним друштвима предвиђено генерално постојање права пречег стицања и у односу на сопствене акције. Тиме је практично онемогућено отуђење сопствених акција по тржишним условима.²⁶⁾

Према нашем мишљењу, не постоји оправдање за генерално постојање овог права и у односу на случај отуђења сопствених акција.

Ако ово право не би постојало у односу на сопствене акције, у случају постојања могућности њиховог отуђења ван организованог тржишта, постојећи акционари би били довољно заштићени и аналогном применом одредаба о искључењу права пречег стицања.²⁷⁾ Заштита "стариx" акционара, кроз аналогну примену наведених одредаба, би се у том случају базирала на општем начелу равноправности акционара. "Стари" акционари би у таквом случају били у неравноправном положају, јер не би имали право да учине понуду за стицање сопствених акција друштва, а при томе би сопствене акције могле бити отуђене испод тржишне цене акција постојећих акционара. У случају јавне понуде, то није неопходно, јер је организовано тржиште довољан гарант равноправности у датим околностима.

На крају, за индиректно право пречег стицања можемо такође рећи да је по својој природи право прече куповине. У оба случаја, и у случају тзв. чврстог преузимања емисије када преузималац (покровитељ) емисије (најчешће банка), преузима емисију тако што уписује акције у своје име и за свој рачун, и у случају када она иступа као комисионар тј. преузима акције у своје име, а за рачун емитента, право пречег стицања има карактер права прече куповине. То стога, јер се у оба случаја акције стичу из друге руке.²⁸⁾

Ако покровитељ емисије, међутим, не иступа у своје име, већ у име и за рачун емитента тј. ако делује заступнички, тада између њега и "стариx" акционара (или трећих лица) не постоји никакав уговор. Он иступа као заступник емитента, па се евентуалним уписивањем акција од стране "стариx" акционара успоставља непосредан правни однос између емитента и уписника. Дакле, у том случају и није реч о индиректном, већ класичном директном праву пречег стицања.

25. Видети члан 71.ст.8. немачког Закона о акционарским друштвима.

26. Изузев ако титулари права пречег стицања ово право не искористе у прописаном року, када би отуђење под тржишним условима било могуће.

27. Отуђење под повлашћеним условима би морало бити у интересу друштва. Разлози и цена по којој се отуђују сопствене акције морали би бити образложени. Такво отуђење би морало бити одобрено одлуком скупштине акционара. У том делу упућујемо на излагања о искључењу права пречег стицања.

28. Шогоров С, Банкарско право, Нови Сад, 2004, стр.170.

Иако смо истакли да у појединим случајевима право пречег стицања има природу права прече куповине, сматрамо да га је и у тим случајевима потребно јасно разликовати од права прече куповине акција које може бити установљено оснивачким актом или статутом у корист акционара код затворених акционарских друштава.²⁹⁾ Разлози за њихово успостављање су суштински различити. Успостављањем права прече куповине акција код затворених друштава настоји се отежати улазак трећих лица у друштво. Када је реч о праву пречег стицања, разлози за његово законско успостављање потпуно су другачији. Њиме се не настоји отежати улазак трећих лица у друштво, иако и ово право то на известан начин отежава. Трећа лица, када је реч о отвореним друштвима (или затворених код којих то или неко друго ограничење не постоји), могу постати акционари друштва без ограничења ако се неко од постојећих акционара одлучи да отуђи своје акције. Циљ правила о праву пречег стицања, дакле, није у отежавању уласка трећих лица у друштво, већ у очувању оног положаја у коме су се "стари" акционари налазили до тзв. нових емисија акција, о чему је детаљно било речи у оквиру излагања о значају права пречег стицања. Уосталом, док се право пречег стицања односи на новоиздате акције (изузетак је индиректно право), право прече куповине (које може постојати само код затворених друштава) се односи на "старе акције" када су оне предмет секундарног промета.

Друго питање које је важно када је реч о правној природи овог права је **питање његове преносивости**. У циљу изналажења одговора да ли је ово право преносиво, постоји потреба да се направи разлика између тзв. генералног и конкретног права пречег стицања.

Пре доношења одлуке о повећању основног капитала, акционар има тзв. генерално право пречег стицања које проистиче из акција које он поседује. Дакле, до доношења наведене одлуке ово право је интегрални део чланског односа и као такво оно је од њега неодојиво. Не може се пренети без истовременог преноса акције (принцип недељивости акције). Само би евентуално било могуће и пре наведеног тренутка, али само као облигационоправно обећање уступити неизвесно конкретно будуће право, под условом да такав пренос није забрањен императивном одредбом. Уговор о преносу будућег конкретног захтева имао би алеаторан карактер, јер у тренутку уговарања не би било сигурно да ли ће генерално право постати конкретно, тј. да ли ће одлука о повећању основног капитала бити донета. То, међутим, зависи од искључиве воље друштва. Закон даје само могућност за стварање правног основа за вршење овог права. При томе од друштва зависи да ли ће тај правни основ створити³⁰⁾ доношењем одлуке о повећању основног капитала. Пре тога, друштво није ни у каквој обавези према стицаоцу неизвесног будућег захтева.

29. Видети чланове 195. и 126. Закона о привредним друштвима.

30. Видети Шогоров С, "Обавеза допунских уплата и додатних улога у друштву с ограниченом одговорношћу", Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, XL 2/2006, стр.291.

Иако постоје супротни ставови, према нашем мишљењу Закон о привредним друштвима није изричито забранио пренос будућег неизвесног конкретног захтева. Да би тако нешто било забрањено, сматрамо да би требала да постоји изричита законска одредба о томе.

Када је, међутим, реч о конкретном захтеву који акционар стиче према друштву након доношења одлуке о повећању основног капитала, ту према општим правилима имовинског права у погледу преносивости не би требала да постоји дилема. Конкретно право пречег стицања представља самосталан захтев имовинског карактера, који је као такав преносив, наследив и који може бити предмет залоге.

Тзв. конкретно право обухвата право на закључење уговора о упису врста или класа нових акција које се издају и то према њиховој емисионој вредности.³¹⁾

У прилог преносивости, међутим, не говоре само разлози теоријског, већ и практичног карактера. Истакли смо на почетку, ако акционар нема довољно процентуално учешће у основном капиталу за вршење права, он га може уступити неком другом или удружити своје тзв. фракционо право³²⁾ са правом неког другог у циљу његовог извршења. Осим тога, преносом конкретног права, постојећи акционар може изравнати штету коју је претрпео због повећања основног капитала уписом акција од стране трећих лица, чак и када није био у позицији да га изврши, јер на пр. није имао довољно средстава за то. Немогућношћу преноса би такав вид заштите постојећих акционара био онемогућен.³³⁾

Предмет евентуалног преноса или залоге је припадајући део права по једној новој акцији.

Када је реч о Закону о привредним друштвима, сматрамо да би он требао садржати јасније одредбе у погледу преноса права пречег стицања. Ипак, са појединим мишљењима која код нас постоје и говоре о томе да наш закон не допушта пренос права пречег стицања, ми се не можемо сложити. Наиме, тачно је да је у члану 208.ст.3. Закона о привредним друштвима предвиђено да се право на исплату дивиденди и право учешћа у расподели ликвидационог вишка по ликвидацији друштва могу преносити уговором од стране акционара на трећа лица, али то још увек не значи да право пречег стицања није преносиво, ако тако нешто није изричито предвиђено и за њега.³⁴⁾ То стога, јер одредба члана 208.ст.3. има разјашњавајући, а не установљавајући карактер. Конкретно право пречег стицања је према општим правилима имовинског права преносиво. Да је интенција законодавца била да његов пренос забрани, он би у закон морао унети изричиту одредбу о томе.

31. Kommentar zum Aktiengesetz, bearbeiter M.Winner, hrsg. P.Doralt-C.Nowotny-S. Kalss, Band II - §§ 125-273, § 153, Wien, 2003, Rdnm. 14.

32. З. Арсић, "Право акционара на приоритетан упис акција нове емисије", стр. 78.

33. Као препрека за пренос често се наводи потешкоћа у погледу одређивања вредности конкретног права.

34. Супротно, Став Комисије за хартије од вредности Републике Србије о процедури стицања и отуђења сопствених акција и преноса права пречег стицања, бр.3/0-04-617/8-05 од 19.01.2006. и Васиљевић М, Водич за читање Закона о привредним друштвима, стр. 326.

Ипак, за тако нешто, када је реч о "конкретном" праву, и из теоријских и практичних разлога не би постојало оправдање.

5. Титулари права

Титулар права је лице које у тренутку доношења одлуке о повећању основног капитала има статус акционара.³⁵⁾

Ипак, када су у питању акционари, занимљиво је навести да према нашем закону, право пречег стицања припада само акционарима са обичним акцијама и то, по правилу, само у односу на обичне, а не и преференцијалне акције.³⁶⁾

Право пречег стицања новоиздатих акција немају акционари са преференцијалним акцијама, чак ни у односу на новоиздате акције исте класе.³⁷⁾

Ипак, узимајући у обзир разлоге постојања овог права, сви акционари би га, према нашем мишљењу, требали имати најмање у односу на њихову класу акција.

Аргумент да преференцијалне акције не дају право гласа те да стога у односу на њих нема разлога за успостављање овог права није увек довољан, али ни у свим случајевима тачан. Он свакако није довољан у оним правним системима у којима није изричито забрањено издавање акција испод њихове тржишне вредности. У таквим околностима би, у случају издавања нових преференцијалних акција испод тржишне цене старих акција исте класе, вредност ових других била смањена, узрокујући при томе штету њиховим имаоцима. Како је нашим законом издавање акција испод тржишне цене забрањено, за поменути аргумент можемо рећи само да у одређеним случајевима није тачан.

Наиме, тачно је да у случају издавања преференцијалних акција, по правилу, не може доћи до "разводњавања" права гласа акционара са преференцијалним акцијама, јер они, по правилу, немају право гласа у скупштини акционара са акционарима који имају обичне акције. Ипак, рекли смо по правилу, јер постоје случајеви у којима се акционарима са преференцијалним акцијама и по нашем закону признаје право гласа. Наиме, оснивачким актом акционарског друштва може се одредити да акционари преференцијалних акција имају право гласа са акционарима који имају обичне акције на скупштини акционара ако се таква преференцијална акција претвара у обичну акцију и ако дивиденде на преференцијалне акције које су стечене и чија је исплата захтевана нису исплаћене.³⁸⁾ Поред тога, акционари са преференцијалним акцијама имају право једног гласа по акцији на било којој скупштини акционара о питањима која захтевају групно гласање акционара дате класе преференцијалних акција.³⁹⁾

35. Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. U.Hüffer, 6.Auflage, München, 2004. p. 917. Rdnrn.8.

36. Навели смо по правилу, јер право пречег стицања може постојати у односу на преференцијалне акције које су замениве у обичне акције или које носе право уписа или стицања обичних акција. Видети члан 213.ст.8.т.1. Закона о привредним друштвима.

37. Видети члан 213.ст.9. Закона о привредним друштвима.

38. Видети члан 209.ст.6. истог закона.

Ако би до таквих ситуација дошло, јасно је да би и у случају издавања преференцијалних акција исте класе право гласа ималаца тих акција могло бити "разводњено" због евентуалног стицања новоиздатих акција исте класе од стране лица ван друштва. Зато сматрамо да би акционари са преференцијалним акцијама требали имати законско право пречег стицања барем у односу на новоиздате акције исте класе. Рекли смо законско, јер се код нас ово право на аутономној основи (статутом или оснивачким актом) може дати и акционарима са преференцијалним акцијама

Друга директива ЕУ допушта постојање овог права у односу на преференцијалне акције. При томе она даје акционарима одређене класе предност у погледу стицања новоиздатих акција исте класе у односу на акционаре других класа.⁴⁰⁾ То индиректно значи да је националним законима држава чланица могуће успоставити и право пречег стицања акционара једне класе у односу на новоиздате акције друге класе, уз истовремено поштовање првенства права пречег стицања акционара класе акција које се издају.

На крају, друштво као држалац сопствених акција нема право пречег стицања. Постоји општа забрана да друштво уписује сопствене акције. Сопствене акције се налазе под посебним режимом, не дају никаква чланска права, па истовремено ни право пречег стицања. Осим тога, акционарско друштво нема ни право пречег стицања у односу на акције које отуђују њего акционари.

6. Искључење права пречег стицања

6.1. Уводне напомене

Још у делу који се односио на значај овог права, истакли смо да заштита акционара путем њега није апсолутна, између осталог и због тога што оно може бити искључено. Акционарско друштво понекад може имати интерес да искључи акционарима право на приоритетно стицање новоиздатих акција. Разлози за такво поступање друштва у пракси могу бити различити (санација, издавање акција запосленима и сл.). Искључење значи да акционар у конкретном случају⁴¹⁾ повећања основног капитала нема право стицања новоиздатих акција у сразмери са величином његовог дотадашњег учешћа у основном капиталу.

Право пречег стицања може бити искључено у целини или делимично. Уместо речи потпуно и делимично искључење Закон о привредним друштвима садржи појмове укидање и ограничење права. Делимично искључење (ограничење) права значи да је право искључено само у односу на један део емисије, тј. само у односу на један број емитованих акција или постоји када се утврди номинална вред-

39. Видети члан 209.ст.5. и члан 341.

40. Видети члан 29.ст.2.б. Друге директиве ЕУ.

41. Видећемо доцније, у нашем праву је могуће извршити укидање овог права путем статута или оснивачког акта унапред, а не само за један конкретан случај повећања основног капитала.

ност акција коју акционар мора поседовати да би имао право пречег стицања. Делимичним искључењем (ограничењем) не сматра се прописивање преклузивног рока у коме се оно може остварити (закон, статут, одлука о емисији). То представља само утврђивање начина коришћења права.⁴²⁾

Термин укидање права пречег стицања, који се употребљава у нашем закону, не поклапа се у потпуности са термином потпуног искључења. Он, међутим, одражава решење које у њему постоји. Према Закону о привредним друштвима ово право је могуће укинути оснивачким актом или статутом друштва, генерално, а не само за један конкретан случај повећања основног капитала.⁴³⁾ Како је такво решење директно супротно решењу које постоји у Другој директиви ЕУ, ми нећемо користити термин укидање. Он ће током процеса усаглашавања наших закона са прописима ЕУ морати бити измењен. Наиме, поменутом директивом је изричито забрањено генерално искључење (укидање) овог права оснивачким актом или статутом. Како циљ овог рада није искључива анализа нашег позитивног права, већ и вршење одговарајућег упоредноправног прегледа, у даљем раду ћемо користити шире прихваћен термин искључење, који у себи обухвата не само потпуно, већ и делимично искључење (ограничење) овог права.

Искључење овог права представља дубоко мешање у чланска права акционара.⁴⁴⁾ Оно резултира првенствено смањењем учешћа постојећих акционара у основном капиталу, али понекад и смањењу тржишне вредности њихових акција. Стога развој Права привредних друштава, барем у континенталном делу Европе иде у правцу успостављања тежих услова за искључење овог права. Такав процес је видљив не само у националним законима појединих европских држава већ и кроз изградњу материјалних услова искључења у судској пракси.⁴⁵⁾

У циљу спречавања било каквих злоупотреба, модерна законодавства предвиђају врло строге формалне предуслове искључења. У појединим земљама су у циљу допуне формалних предуслова у судској пракси развијени и материјални разлози оправдања који такође морају бити испуњени, а који се у теорији називају материјалним предусловима.

6.2. Формални предуслови искључења

Формални предуслови искључења права пречег стицања су изричито предвиђени националним Законима о привредним или акционарским друштвима. Анализирајући неколико националних закона⁴⁶⁾ уочили смо 5 уобичајених формалних предуслова за искључење овог права. То су следећи формални предуслови:

42. Супротан став Васиљевић М, Водич за читање Закона о привредним друштвима, Београд, 2004, стр.325.

43. Видети члан 213.ст.12. Закона о привредним друштвима.

44. P.Böckli, Schweizer Aktienrecht mit Fusionengesetz, Internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IFRS, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht und Corporate Governance, 3. Auflage, Zürich-Basel-Genf, 2004.

45. Ibidem.

а) искључење права пречег стицања може бити извршено искључиво одлуком генералне скупштине акционарског друштва (не и према нашем праву);

б) одлука о искључењу мора бити саставни део одлуке о повећању основног капитала (не и према нашем праву);

ц) наведена одлука мора бити донета прописаном већином;

д) намера о искључењу мора бити прописно унапред објављена;⁴⁷⁾

е) извештај управног одбора о материјалној оправданости искључења мора постојати.

С обзиром на то да обим овог чланка не допушта анализу свих наведених формалних предуслова, те да су једни искључиво техничког карактера (на пр. начин објављивања намере искључења), док су други израз одређене правне политике (на пр. питање прописане већине за доношење поменуто одлуке), предмет наше анализе биће само неки од њих.

Прво, Друга директива ЕУ предвиђа да право пречег стицања може бити искључено само **одлуком генералне скупштине акционарског друштва.**⁴⁸⁾ Једини изузетак може постојати у случају тзв. овлашћеног повећања основног капитала, када искључење може бити учињено одлуком управног одбора по процедури и овлашћењу добијеном од стране генералне скупштине акционарског друштва.

Као што смо раније навели, Закон о привредним друштвима у том погледу није у складу са поменутом директивом. Њиме је предвиђено да право може бити укинута или ограничено не само одлуком генералне скупштине друштва, већ и оснивачким актом и статутом. То значи да је код нас оно установљено као законско диспозитивно право. Поред тога што на такав начин оно релативно лако може бити искључено, недостатак таквог решења се огледа и у томе што то може бити учињено генерално за све будуће случајеве (док су наведени акти на снази), а не само за конкретан случај повећања основног капитала, када за тако нешто, морају бити испуњени строги услови.

Као последњи, али не и најмање важан формални предуслов предвиђено је обавезно постојање **извештаја управног одбора о материјалној оправданости искључења.** Управни одбор треба да поднесе писмени извештај скупштини акционара о материјалној оправданости предложеног искључења. У писаном извештају се наводе разлози за искључење овог права и образлаже се предложена цена издавања.⁴⁹⁾ Извештај је значајан због тога што омогућава генералној скупштини друштва да оцени материјалну основаност за доношење такве одлуке.⁵⁰⁾ Он мора

46. Извршили смо упоређивање немачког, аустријског, швајцарског Закона о акционарским друштвима, као и нашег и хрватског Закона о привредним друштвима.

47. О намери издавања акција друштво у писаној форми обавештава све акционаре. Обавештење садржи нарочито број акција које се издају; предложену цену или метод за њено утврђивање; рок и начин коришћења права. Рок у коме се може остварити ово право не може бити краћи од 30 дана од дана слања обавештења. Видети члан 213.ст.5. и 6. Закона о привредним друштвима.

48. Видети члан 29.ст.4. Друге директиве ЕУ.

49. Видети члан 213.ст.12. Закона о привредним друштвима.

да садржи конкретне чињенице које представљају материјалну основу за искључење права. Апстрактно описивање није довољно.

6.3. Материјални предуслови искључења

Материјални предуслови за искључење нису изричито предвиђени националним законима. Они су претежно изграђени кроз судску праксу. Ипак, обавезујући управни одбор да поднесе извештај о материјалној оправданости искључења, законодавац је на посредан начин указао на неопходност доказивања материјалне адекватности таквог поступка. Материјална адекватност постоји ако су испуњени одређени материјални предуслови. Суштински, они представљају одговарајуће стандарде који морају бити испуњени да би искључење било стварно оправдано. Да ли су они испуњени, то је фактичко питање, које је потребно испитати у сваком конкретном случају.

Ипак, генерално посматрамо, можемо рећи да су материјални предуслови испуњени ако се искључење базира на интересу акционарског друштва. При томе интерес треба да служи унапређењу економске активности тог друштва и да при томе буде већи од интереса било ког или поједине групе акционара.⁵¹⁾

Даље, одлука о искључењу мора бити истовремено подобна и неопходна. Она је подобна ако се путем ње могу достићи циљеви унапређења економске активности. Таква одлука се може сматрати неопходном ако не постоји алтернатива у другој одлуци или ако она, између више алтернатива, на најбољи начин служи остварењу поменутих циљева.⁵²⁾

Наравно, то су само опште смернице које могу помоћи суду приликом евентуалног процеса оспоравања одлуке о искључењу права.

7. Закључна разматрања – слабости нашег Закона о привредним друштвима

Према нашем мишљењу, Закон о привредним друштвима уређује ово право на начин да се њиме не пружа довољна заштита постојећим акционарима.

Прво, формални предуслови за његово искључење дати су веома попустљиво. То значи да постоји широк круг могућности у којима акционарско друштво може уклонити његову примену. У нашем закону оно је постављено као законско диспозитивно право које може бити искључено не само одлуком генералне скупштине акционарског друштва (у конкретном случају повећања основног капитала), већ и укинута или ограничено (делимично искључено) оснивачким актом или статутом. Већом заштитом овог права, посредно би била пружена и већа сигур-

50. Kommentar zum Aktiengesetz, op.cit, Rdnm.23.

51. Kommentar zum Aktiengesetz, op.cit, Rdnm.26.

52. Ibidem.

ност потенцијалним инвеститорима, јер би у случају улагања, одлука о одржавању величине њиховог удела у друштву, била у њиховим рукама.

Друго, закон предвиђа постојање права пречег стицања и у односу на сопствене акције. Мишљења смо да не постоје разлози за генерално постојање овог права у случају отуђења сопствених акција друштва. Сматрамо да би само у случају отуђења сопствених акција без јавне понуде, ван организованог тржишта, било оправдано успоставити аналогну примену одредаба о искључењу праву пречег стицања, а не генерално успоставити постојање овог права и у односу на отуђење сопствених акција, како је то предвиђено чланом 213.ст.3. Закона о привредним друштвима. Аналогна примена одредаба о искључењу би се у овом случају заснивала на општем начелу равноправности акционара. Разлоге за то смо истакли у делу о правној природи овог права.

Треће, сматрамо да би акционари са преференцијалним акцијама требали имати законско право пречег стицања барем у односу на новоиздате акције исте класе, а не да им се ово право само евентуално признаје на аутономној основи. То је посебно образложено у делу о титулару права пречег стицања.

Четврто, мишљења смо да би наш закон требао садржати јасније одредбе у погледу могућности преноса права пречег стицања. Тиме би се избегле могућности различитих тумачења у погледу могућности његовог преноса.

Пето, имаоци заменљивих обвезница или вараната не би требали имати право пречег стицања. Они право на претварање у акције или на упис акција могу остварити у поступку условног повећања основног капитала, где иначе примени овог права нема места. Према Другој директиви ЕУ оно им не припада. Осим тога, такво решење ствара проблеме у пракси. Није јасно како одредити обим права ималаца вараната или заменљивих обвезница у односу на постојеће акционаре. Имаоци заменљивих обвезница или вараната нису чланови друштва, немају учешће у основном капиталу, па није могуће одредити обим њихових права у односу на акционаре, чији обим права управо зависи од величине њиховог учешћа у основном капиталу.

На крају, указујемо и на недоследност у погледу употребе термина. Наиме, у члану 208.ст.1.т.6. Закона о привредним друштвима ово право акционара са обичним акцијама означено је као право пречег стицања. У члану 213. у коме је оно детаљно регулисано говори се о праву пречег уписа. Из разлога поменутих на почетку, ми смо ово право означили као право пречег стицања новоиздатих акција.

Vladimir Marjanski, LL.M.
Junior Teaching Assistant at the Faculty of Law,
University of Novi Sad

THE RIGHT OF PRE-EMPTION OF NEWLY ISSUED SHARES

Summary

The right of pre-emption of newly issued shares is subjective shareholders' property right which has a great importance. Firstly, it enables "old" shareholders to prevent the loss they may sustain for the reason of reducing substantial value of their "old" shares, which can be caused in case of issuing new shares below the market price of the old ones. Secondly, without this right, percentage of shareholders' participation in subscribed capital could be reduced, for the reason of eventual increasing of share capital through subscribing of shares by persons outside the company.

In this paper, author has firstly determined a notion, contents and significance of the right. In addition, he has examined the questions which refer to the field of application, legal nature and preconditions on which this right can be excluded. During whole work, analyzing current comparative solutions, author pointed out certain shortcomings of Serbian Companies Act which relate to regulation of this right. Shortcomings of Serbian Companies Act are sistematically explained within conclusion contemplations.

Key words: *the right of pre-emption, newly issued shares, share capital raising, treasury shares, negotiability and exclusion of the right.*