

др Добросав МИЛОВАНОВИЋ  
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

## ПРИНУДНИ ОТКУП АКЦИЈА И УГОВОР О ЗАЛОЗИ АКЦИЈА\*

### Резиме

*Предмет истраживања овог рада су проблеми који се појављују у пракси у погледу реализације права на принудни откуп акција, у вези са акцијама чија је кувина „блокирана“, јер оне представљају предмет обезбеђења одређеног истраживања на основу уговора о залози. Поред анализе одреба закона и других прописа које уређују ова два институција, настојимо да пронађемо решење у оквиру важећих правних норми, које би обезбедило заштити интереса свих учесника у овом процесу и онемогућило злоупотребе признајних права, али и да утврдимо да ли постоји потреба за уношењем законских новина у овој области. При томе, имају се у виду циљеви ових институција, оправдана очекивања свих учесника, временска димензија у којој настају и реализују се права и обавезе, као и настајања присујна код појединих лица да се искористи симуловани посао у циљу остваривања неојравног обојађења.*

**Кључне речи:** *принудни откуп акција, уговор о залози акција, симуловани посао.*

---

\* Овај рад је сачињен као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Србија као правна држава“. Истраживању које је претходило изради рада и заузетим ставовима немерљив допринос пружила је Лана Јанковић, саветник Комисије за хартије од вредности.

## I Увод

Велика економска и финансијска криза довела је до преиспитивања бројних правних начела и института. Једно од кључних питања је степен у коме би односи на финансијском тржишту требало да буду уређени државним прописима, а у којој мери да буду препуштени законима тржишне конкуренције и принципу аутономије воље учесника на тржишту. Степен регулације је енормно повећан. Примера ради, тзв. Дод-Френков<sup>1</sup> закон који је у САД усвојен 2010. године имао је племенити циљ – да се спречи нова финансијска криза. Стратегија у основи овог закона била је рационална: унапредити транспарентност, онемогућити банке да преузимају претеране ризике, спречити финансијске малверзације и укинути принцип по коме су поједини учесници на тржишту „сувише велики да би пропали“, додељивањем надлежности регулаторима да заплене и затворе нестабилне велике финансијске фирме. Међутим, Дод-Френков закон који обухвата 848 страница, знатно је сложенији и 23 пута обимнији од Глас-Стигеловог закона,<sup>2</sup> који је увео реформе након краха Вол стрита 1929. године. Још већи проблем је што свака друга страна овог закона захтева да је регулатор додатно разради, при чему се поједина појашњења налазе на стотинама страна. Само једна одредба, „Вокерово правило“, које има за циљ да обузда ризично власничко трговање банака, обухвата 383 питања која су разложена у 1.420 потпитања.<sup>3</sup> Слични примери могу се пронаћи у свим земљама које су се суочиле са великом финансијском кризом, чији се крај још увек не може сагледати. Очигледно је да се решење налази у проналажењу динамичке равнотеже између принципа државне регулације и тржишта, при чему различите земље, питања и учесници на финансијском тржишту захтевају решења примерена конкретним околностима и потребама, уз постизање нето позитивних ефеката при њиховој реализацији, обезбеђење правне сигурности и стабилности финансијског тржишта.

Предмет истраживања овог рада су проблеми који се појављују у пракси у погледу реализације права на принудни откуп акција, у вези са акцијама чија је куповина „блокирана“, јер оне представљају предмет обезбеђења одређеног потраживања на основу уговора о залози. Поред анализе одредаба закона и других прописа које уређују ова два

1 *The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub. L. 111-203, H. R. 4173).*

2 *Glass-Steagall Act* се најчешће користи да означи *The Banking Act of 1933 (Pub. L. 73-66, 48 Stat. 162, enacted June 16, 1933).*

3 Детаљније, „*The Economist*“, February 18–24, 2012, стр. 8.

института, настојимо да пронађемо решење у оквиру важећих правних норми, које би обезбедило заштиту интереса свих учесника у овом процесу и онемогућило злоупотребе признатих права, али и да утврдимо да ли постоји потреба за уношењем законских новина у овој области. При томе, имају се у виду циљеви ових института, оправдана очекивања свих учесника, временска димензија у којој настају и реализују се права и обавезе, као и настојања присутна код појединих лица да се искористи симуловани посао у циљу остваривања неоправданог обогаћења.

## II Принудни откуп акција

У оквиру осмог дела новог Закона о привредним друштвима<sup>4</sup> (у даљем тексту: ЗПД) најпре су одредбама члана 515 дефинисани *услови за њпринудни откуп*. На предлог акционара који има акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и који има најмање 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције (откупилац),<sup>5</sup> скупштина доноси одлуку о принудном откупу свих акција преосталих акционара друштва уз исплату цене која се одређује сходном применом одредаба овог закона о исплати несагласних акционара. Статутом се може предвидети да принудни откуп није допуштен или се може прописати већи проценат учешћа откупиоца у основном капиталу друштва као услов за принудни откуп. Одлука о измени статута којом се мењају наведене одредбе статута доноси се трочетвртинском већином гласова присутних акционара, ако статутом није предвиђена већа већина.

## III Утврђивање и исплата цене

Према одредбама члана 516 ЗПД у случају принудног откупа, цена акција утврђује се према вредности акција на дан који не претходи више од три месеца дану доношења одлуке о принудном откупу, не узимајући у обзир њено било какво очекивано повећање или смањење као последицу те одлуке.

Изузетно, ако као последица доношења одлуке о принудном откупу појединим акционарима престају посебне погодности на које су имали право, та чињеница се узима у обзир приликом утврђивања тржишне вредности акција.

4 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 36/2011 и 99/2011).

5 Акције које поседују лица повезана са откупиоцем сматрају се акцијама које има откупилац, под условом да су та лица повезана са откупиоцем у периоду од најмање годину дана пре доношења одлуке о принудном откупу.

Друштво је дужно да у складу са одредбом члана 475 ЗПД утврди цену акција које треба да буду предмет откупа у року од 30 дана од дана доношења одлуке о принудном откупу акција и да о томе обавести Централни регистар, у супротном одлука о принудном откупу престаје да важи. У вези са тим, наведеном одредбом прецизирано је да је то вредност акција која је једнака највишој од следећих вредности: књиговодственој, тржишној (утврђеној у складу са чланом 259 став 1 ЗПД)<sup>6</sup> и процењеној вредности акција (утврђеној у складу са чланом 51 ЗПД).<sup>7</sup>

Откупилац је у обавези да на посебан рачун код Централног регистра отворен за ту намену депонује средства за исплату цене акција најкасније у року од осам дана од дана обавештавања Централног регистра. Ако не испуни наведену обавезу у прописаном року, одлука о принудном откупу престаје да важи. Акционарима чије су акције предмет принудног откупа Централни регистар исплаћује цену из депонованих средстава у даљем року од три дана.

#### IV Изузетак у погледу цене акција у случају понуде за преузимање

Према одредбама члана 523 ЗПД, откупилац који је путем понуде за преузимање стекао акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и који има најмање 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције, има право да у року од три месеца од дана истека понуде за преузимање спроведе принудни откуп акција по условима из понуде за преузимање,<sup>8</sup> ако је у складу са законом којим се уређује преузимање акционарских друштава:

- 6 Тржишна вредност акција јавног акционарског друштва утврђује се као пондерисана просечна цена остварена на регулисаном тржишту капитала, односно мултилатералној трговачкој платформи, у смислу закона којим се уређује тржиште капитала, у периоду од шест месеци који претходи дану доношења одлуке којом се утврђује тржишна вредност акција, под условом да је у том периоду остварени обим промета акцијама те класе на тржишту капитала представљао најмање 0,5% укупног броја издатих акција те класе, и да је најмање у три месеца тог периода остварени обим промета износио најмање 0,05% укупног броја издатих акција те класе на месечном нивоу.
- 7 Вредност неновчаног улога у друштво процењује овлашћени судски вештак, ревизор или друго стручно лице које је од стране надлежног државног органа Републике Србије овлашћено да врши процене вредности одређених ствари или права. Процену може вршити и привредно друштво које испуњава законом прописане услове да врши процене вредности ствари или права која су предмет процене. Процена вредности не може бити старија од годину дана од дана уноса неновчаног улога. Процена вредности региструје се и објављује у складу са законом о регистрацији.
- 8 Одредба става 5 члана 15 Европске директиве о понуди за преузимање (2004/25/ЕС) предвиђа да ће државе чланице обезбедити да услови из понуде за преузимање

- 1) искључиво путем добровољне понуде за преузимање упућене свим преосталим акционарима за све њихове акције стекао најмање 90% акција које су биле предмет те понуде;<sup>9</sup> или
- 2) ту понуду за преузимање спровео као обавезну.

По истеку наведеног рока, престаје да важи наведени изузетак, тако да се утврђивање цене акција код остваривања права на принудни откуп акција врши у складу са чл. 515 и 516 ЗПД.

### **V Седница скупштине и регистрација одлуке о принудном откупу**

Према одредбама члана 517 ЗПД, одбор директора, односно надзорни одбор ако је управљање друштвом дводомно, дужан је да у оквиру материјала за седницу скупштине на којој се доноси одлука о принудном откупу акционарима достави:

- 1) обавештење о начину утврђивања цене акција које су предмет принудног откупа;
- 2) све утврђене вредности тих акција;
- 3) годишње финансијске извештаје и годишње извештаје о пословању, као и консолидоване годишње извештаје о пословању ако постоје, за три последње пословне године.

Обавештење мора да садржи и податак о праву акционара чије су акције предмет откупа на исплату утврђене цене, праву на побијање одлуке скупштине, као и о праву да тражи да надлежни суд испита примереност накнаде, и то независно од начина гласања о одлуци о принудном откупу.<sup>10</sup>

Коначно, према одредби члана 519 ЗПД одлука о принудном откупу региструје се у складу са законом о регистрацији, а доставља се Централном регистру у року од осам дана од дана доношења.

---

који се нуде за принудни откуп акција буду гарантовани, што значи минимални, а не идентични, како то предвиђа наш ЗПД или нпр. закон који уређује исту материју у Словенији.

- 9 У вези са тим, сматрамо оправданим приступ Комисије да ову одредбу не треба тумачити у смислу да се услов састоји у томе да је лице најмање свих 90% акција стекло путем добровољне понуде за преузимање, већ да након окончане добровољне понуде поседује више од 90% укупног броја акција (гласова), уз услов да је путем те понуде стекло најмање 90% акција које су биле предмет понуде.
- 10 Одредбом члана 518 предвиђено је да се приликом гласања о одлуци о принудном откупу не примењују одредбе овог закона о гласању акционара са преференцијалним акцијама у оквиру своје класе.

## VI Побијање одлуке о принудном откупу

Изузетно, од одредаба ЗПД о побијању одлука скупштине, рок за подношење тужбе за побијање одлуке о принудном откупу је 30 дана од дана доношења те одлуке, при чему се ова одлука не може побијати због непримерности цене за акције које су предмет принудног откупа (члан 520).

## VII Испитивање примерености цене од стране суда

Одредбама члана 521 ЗПД предвиђено је да сваки акционар друштва чије су акције предмет принудног откупа који сматра да цена коју је утврдило друштво није утврђена у складу са овим законом може у року од 30 дана од дана регистрације одлуке о принудном откупу тражити да надлежни суд у ванпарничном поступку утврди вредност тих акција у складу са овим законом.

Ако је поднет уредан захтев, надлежни суд ће о томе одмах обавестити Централни регистар ради обустављања исплате цене акционарима чије су акције предмет принудног откупа.

Надлежни суд одлуку којом се утврђује вредност акција које су предмет принудног откупа по правноснажности доставља Централном регистру.

Ако је вредност утврђена одлуком суда виша од цене коју је утврдило друштво, откупилац је у обавези да разлику са припадајућом законском затезном каматом обрачунатом од дана доношења одлуке о принудном откупу депонује на посебан рачун код Централног регистра у року од 30 дана од дана правноснажности одлуке суда. Ако откупилац пропусти да то учини, друштво постаје неограничено солидарно одговорно за исплату те разлике.

Захтев акционара чије су акције биле предмет откупа за исплату ове разлике застарева у року од три године од дана правноснажности одлуке суда.

## VIII Залога на акцијама

Комисији за хартије од вредности достављен је 2009. године захтев за мишљење у вези са могућношћу успостављања залогe на портфељу хартија од вредности<sup>11</sup> (акција које би подносилац захтева куповао пре-

11 Мишљење Комисије за хартије од вредности, бр. 2/0-03-105/3-09 од 12.3.2009. године.

ко брокерско-дилерског друштва). Подносилац захтева је имао намеру да са банком закључи уговор о кредиту, те да предмет обезбеђења буду акције које поседује, или ће поседовати и којима тргује, или ће трговати на организованом тржишту. Према тома, његова намера била је да са банком закључи уговор о залози на портфељу акција којима тргује, којим би овластио банку да може у његово име и за његов рачун да потпише налог брокерско-дилерском друштву да изврши пренос акција са власничког на заложни рачун према стању на дан давања налога, с тим да би банка имала дискреционо овлашћење да оцени да ли ће и када ће користити право уписа залогe.

Према томе, у вези са предметом нашег рада поље разматрања које је покривено овим мишљењем сужено је са два аспекта. Најпре, овде се ради о уговору о залози који се односи на потраживање које проистиче искључиво из одређеног уговора о кредиту, а не и на друга потраживања (нпр. која проистичу из уговора о зајму или других уговора). Друго, овде је једини могући залогопримац банка (а не и друга правна или физичка лица). С друге стране, иако се у захтеву за мишљење као предмет обезбеђења наводе искључиво акције, а не и друге хартије од вредности, Комисија је мишљење дала за све хартије од вредности које би се нашле као предмет залогe. Такође, предмет залогe биле би акције које подносилац захтева поседује, или ће поседовати и којима тргује или ће трговати на организованом тржишту. Према томе, предмет залогe није ограничен искључиво на постојеће стање акција на рачуну овог лица, него се односи и на оне које ће оно стећи.<sup>12</sup>

Комисија је у свом мишљењу најпре указала да је право залогe регулисано одредбама Закона о облигационим односима<sup>13</sup> (у даљем тексту: ЗОО). Имајући у виду да је подносилац специфицирао захтев на обезбеђење потраживања насталих из уговора о кредиту, Комисија је истакла да је одредбама чланова 1069-1071 ЗОО уређен уговор о кредиту на основу залогe хартија од вредности. Чланом 1069 ЗОО прописано је да уговором о кредиту на основу залогe хартија од вредности банка одобрава кредит у одређеном износу уз обезбеђење залогом хартија

12 У наставку реченице се наводи и израз „којима тргује или ће трговати“, што може бити спорно јер реч трговина не би било спорна ако је реч о куповини, дакле стицању нових акција, али је спорна ако то лице продаје акције које су предмет залогe, јер се онда може поставити питање контрадикторности захтева. Наиме, тражи се да се оне блокирају, а с друге стране се тражи да се омогући њихова продаја, чиме се смањује круг акција које служе као средство обезбеђења, без навођења да би за то била неопходна претходна сагласност банке, односно да би остварена новчана средства требало да послуже за отплату (дела) кредита.

13 Закон о облигационим односима (*Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93 и *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003 – Уставна повеља).

од вредности које припадају кориснику кредита или трећем који на то пристане. Интересантно је напоменути да ова формулација говори о хартијама од вредности које (већ) припадају кориснику кредита или трећем који на то пристане, док је подносилац захтева указивао и на будуће хартије од вредности (акције). Према томе, мишљења смо да је Комисија требало да се изјасни и о томе које хартије би могле да буду предмет залогe: (само) оне које су већ у власништву залогодавца, што проистиче из ЗОО, или и оне које ће залогодавац стећи у будућности. Реч је о веома значајном питању, јер је предмет залогe битан елемент уговора о залози.<sup>14</sup> У прилог томе говори и одредба члана 1070. ЗОО којом су прописани облик и садржина овог уговора на тај начин да уговор о кредиту на основу залогe хартија од вредности мора бити закључен у писменој форми и садржати назначење хартија од вредности које се залажу, назив, односно фирму и седиште, односно пребивалиште имаоца хартија, износ и услове одобреног кредита, као и износ и вредност хартија која је узета у обзир за одобрење кредита. С друге стране, Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар<sup>15</sup> усваја решење по коме се уписом у Регистар могу заложити ствари које ће залогодавац прибавити у будућности, с тим што, у том случају, заложно право настаје тек када залогодавац стекне право својине на предмету залогe.<sup>16</sup> Потоње решење, могло би се унети у закон који би уредио питања залогe хартија од вредности које се воде у Централном регистру, имајући у виду да се на њима може успоставити бездржавинска залогa.

Комисија није навела да ЗОО одредбом члана 1071 регулише питање тренутка када банка може продати заложене хартије. У том смислу се наводи да ако корисник не врати *до сјелостии* добијени кредит, банка може продати заложене хартије од вредности. Ово питање је посебно важно са аспекта предмета нашег рада.

Поред наведених одредаба ЗОО (1069–1071) у вези са питањима која се покрећу код залогe хартија од вредности, неопходно је имати у виду и опште одредбе ЗОО које се односе на залогу (966–973), као и одредбе истог закона које се односе на залогу ствари, јер се оне примењују на залогу хартија од вредности ако другачије није уређено.

14 Видети и Ненад С. Тешић, *Рејисџрована залогa*, Правни факултет Универзитета у Београду и Службени гласник, Београд, 2007, стр. 64, као и Данило П. Бабић, *Заложно право на неокрејним и окрејним стваријма и правима и евиденција залогe и шражбине*, Службени гласник, Београд, 2008, стр. 26.

15 Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар (*Службени гласник РС*, бр. 57/2003, 61/2005 и 64/2006).

16 Н. С. Тешић, *нав. дело*, стр. 142, указује и на слична решења предвиђена Моделом закона о обезбеђењу потраживања Европске банке за обнову и развој у погледу ствари и права које још не припадају залогопримцу.



Наиме, посебну пажњу неопходно је посветити и уговорима о залози између физичких лица, јер се управо они у пракси често користе да се „блокира“ право принудног откупа, што је потребно разматрати и са аспекта односа аутономије воље, као и симулованих уговора.

У оквиру *ојшћих одредаба о залози, ЗОО најјре дефинише јојам залое*. У вези са тим, одредбом члана 966 прописано је да се уговором о залози обавезује дужник или неко трећи (залогодавац) према повериоцу (залогопримцу) да му преда неку покретну ствар на којој постоји право својине да би се пре осталих поверилаца могао наплатити из њене вредности, ако му потраживање не буде исплаћено о доспелости, а поверилац се обавезује да примљену ствар чува и по престанку свог потраживања врати неоштећену залогодавцу. Овде би требало извршити извесно прилагођавање дефиниције, имајући у виду да су акције као предмет обезбеђења, за разлику од других покретних ствари у нашем праву дематеријализоване и да се централизовано воде на рачунима Централног регистра. Стога се уместо обавезе залогодавца да преда залогопримцу ствар, законодавац у, до недавно важећем, Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената определио да се уместо преноса на рачун залогопримца, само изврши упис његовог права (овде залог) на власничком рачуну залогодавца (власника акције).<sup>17</sup> С друге стране „чување“ акције практично представља обавезу Централног регистра.

Иначе, према одредби члана 969 ЗОО за закључење пуноважног уговора о залози потребно је да залогодавац има способност за располагање стварима које даје у залогу. С друге стране, са аспекта овог рада чињеница да касније може доћи до принудног откупа акција које су предмет залог не представља сметњу за успостављање залог.

Залог се може дати за будућу, као и за условну обавезу (члан 971 ЗОО), а такође залог којом је обезбеђено испуњење неке обавезе протеже се и на уговорне обавезе које би настале између залогопримца и залогодавца после закључења уговора о залози, а које би доспеле за исплату пре намирења обавезе за чије је обезбеђење залог дата (члан 972 ЗОО).

ЗОО предвиђа и забрањене одредбе (члан 973) – наиме, ништава је одредба уговора о залози да ће заложена ствар прећи у својину повериоца ако његово потраживање не буде намирено о доспелости, као и одредба да ће у том случају поверилац моћи по напред одређеној цени продати заложену ствар или је задржати за себе. Међутим, ако је у за-

17 О односу класичног права залог (ручне залог) и бездржавинске залог видети Душко Медић, *Хијојшека и ојшћала средсјива обезбеђења јојираживања – сјање и јравци развоја*, Бања Лука, 2005, стр. 269-272.

логу дата ствар чија је цена прописана, уговарачи се могу споразумети да ће поверилац моћи продати заложеноу ствар по прописаној цени или је по тој задржати за себе.

## IX Залагање ствари

Имајући у виду одредбу члана 996 ЗОО, према којој се одредбе о давању у залог у ствари примењују и на залог потраживања и других права, уколико за њих није прописано што друго, издвајамо оне одредбе које су од значаја за залог акција.

Према одредби члана 974 ЗОО залогодавац је дужан предати залогопримцу или трећем лицу које су споразумно одредили ствар која је предмет уговора или исправу која даје имаоцу искључиво право располагања њоме. Код акција нема те предаје него је залогодавац само дужан да предузме радње да омогући упис права залог на свом рачуну.

У оквиру обавеза залогопримца, ЗОО одредбом става 2 члана 975. Предвиђа да је залогопримац дужан вратити заложеноу ствар чим му дуг буде намирен. Међутим, због чињенице да заложене акције остају на власничком рачуну залогодавца, ову одредбу би требало тумачити као обавезу залогопримца да чим му дуг буде намирен да брисовну дозволу права залог са рачуна залогодавца.

Из истих разлога одредбе ЗОО о употребљавању, предаји другогме или подзалози заложене ствари, као и о плодовима заложене ствари (чланови 976–977), не могу се применити.

Према одредби члана 979 ЗОО, кад се покаже да заложена ствар има неки материјални или правни недостатак, те не представља довољно обезбеђење наплате потраживања, заложни поверилац има право захтевати од залогодавца другу одговарајућу залог. Иако се ова одредба може тумачити тако да обухвати само недостатке који су постојали у моменту закључења уговора, она би могла и шире да се тумачи, тако да обухвати и „потенцијалне правне недостатке“, као што је могућност наступања принудног откупа. У том смислу, залогопримац би имао право наведено одредбом овог члана.

ЗОО одредбама члана 980 ЗОО предвиђа да ако повериочево потраживање не буде намирено о доспелости, поверилац може захтевати од суда одлуку да се ствар прода на јавној продаји, или по текућој цени, кад ствар има берзанску или тржишну цену.<sup>18</sup>

18 Ако би трошкови јавне продаје били несразмерно велики према вредности заложене ствари, суд може одлучити да поверилац прода ствар по цени утврђеној процентом стручњака, или да је, ако хоће задржи за себе по тој цени.

С друге стране, према одредбама члана 981 ЗОО ако дужник не намири о доспелости потраживање настало из уговора у привреди, поверилац није дужан обраћати се суду, него може приступити продаји заложене ствари на јавној продаји по истеку осам дана од упозорења учињеног дужнику као и залогодавцу, кад то није исто лице, да ће тако поступити. Поверилац је дужан обавестити благовремено оба лица о датуму и месту продаје. Ако заложене ствари имају тржишну или берзанску цену, поверилац их може продати по тој цени, по истеку осам дана од упозорења учињеног дужнику и залогодавцу да ће тако поступити.

Овде су од значаја и одредбе члана 106 Правила пословања Централног регистра.<sup>19</sup> У том смислу, ако законити ималац хартија од вредности чије су хартије од вредности пренете на заложни рачун не испуни обавезе о року утврђеном основним уговором на основу кога је настало право залогe или друго право на хартијама од вредности, поверилац има право да покрене поступак продаје зложених хартија од вредности у случају да је то утврђено основним уговором, а по истеку осам дана од дана упозорења учињеног дужнику или залогодавцу, када то није исто лице. Залогопримац може да покрене поступак продаје хартија од вредности и на основу правоснажне и извршне судске одлуке.

Поверилац је дужан да благовремено обавести оба лица (дужника и залогодавца, када то није исто лице) о датуму продаје зложених хартија од вредности и о начину те продаје, у складу са законом.

Салдирање продатих зложених хартија од вредности врши се по принципу истовремености испоруке и плаћања хартија, с тим што се новчана средства преносе на новчани рачун члана Централног регистра код кога је залогодавац отворио заложни рачун.

Поред тога, према одредбама члана 107 ових Правила, члан Централног регистра је дужан да новчана средства од продатих хартија од вредности одмах пренесе на новчани рачун повериоца. Уколико је продајом зложених хартија од вредности добијени новчани износ већи од износа дуга, члан Централног регистра је дужан да тај вишак одмах пренесе на новчани рачун дужника.

Када корисник кредита на основу залогe хартија од вредности, а по доспелости, не врати добијени кредит банци од које је добио кредит, та банка може своја потраживања намирити продајом зложених хартија од вредности које је ради обезбеђења заложиио корисник кредита или треће лице, уколико је уговором о залози таква одредба уговорена.

19 Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности (Службени гласник РС, бр. 113/2006, 24/2008, 38/2008 и 70/2008).

Од значаја за залог акција је део одредбе става 1 члана 982 ЗОО према којој кад заложена ствар *јуби вредности* те постоји опасност да постане недовољна за обезбеђење повериоачевог потраживања, суд може на захтев залогопримца или залогодавца, а по саслушању друге стране, одлучити да се ствар прода на јавној продаји, или по берзанској или тржишној цени ако је има, и да се цена или довољан део цене положи код суда ради обезбеђења залогопримачевог потраживања. У случају принудног откупа, ова одредба би могла бити од значаја ако би се задржала постојећа норма Правила Централног регистра, према којој право залог онемогућава спровођење принудног откупа. Међутим, ако се пође од обрнуте претпоставке, онда би она имала смисла у периоду пре принудног откупа, јер би у вези са спровођењем принудног откупа дошло до престанка заложног права које може престати а да не престану права из уговора нпр. на накнаду штете због раскида и сл.

Према одредби става 2 истог члана суд ће одбити захтев залогопримца, ако залогодавац понуди да залогопримцу преда уместо заложене ствари неку другу ствар исте вредности чије чување не захтева већи труд и бригу од чувања првобитно заложене ствари. Коначно одредба става 3 предвиђа да ће суд под истим условима, дозволити замену заложене ствари на захтев залогодавца и у случају кад залогопримац не тражи њену продају.

Према одредби члан 983 став 1 ЗОО на захтев залогодавца суд може дозволити да се заложена ствар прода одређеном лицу за одређену цену, ако нађе да је цена повољна и ако су тиме очувани оправдани интереси залогопримца. Одредба става 2 предвиђа да добијена цена, или довољан део цене, који ће суд одредити дозвољавајући продају, ступа на место заложене ствари и полаже се у суд за обезбеђење наплате повериоачевог потраживања. Ове одредбе става 2 члана 982 и члана 983 могу се аналогно применити у вези са ситуацијом која настаје приликом принудног откупа, уз нешто другачији режим, који сматрамо да би требало успоставити нормама одговарајућег (посебног) закона. Наиме, ако се донесе одлука скупштине акционара о принудном откупу, акционарско друштво, односно корпоративни агент би требало да обавести залогопримца о тој чињеници, уз остављање одређеног рока (нпр. 15 или 30 дана) у коме би он могао да постигне договор са својим дужником, односно залогодавцем о замени предмета обезбеђења или о коришћењу новчаних средстава која ће се добити продајом заложене акције за исплату дуга пре рока његовог доспећа. Уколико такав споразум не би био постигнут, требало би предвидети да добијена цена, или довољан део цене, ступа на место заложене ствари и полаже се у Централни регистар (или суд) за обезбеђење наплате повериоачевог потраживања.

Уместо одредбе члана 987 ЗОО, према којој је поверилац дужан вратити заложену ствар залогодавцу, кад престане потраживање чије је испуњење било обезбеђено залогом, због специфичног начина успостављања залогa на акцијама, поверилац не би враћао заложену акцију залогодавцу, већ би се „брисала“ залогa на акцијама за власничког рачуна залогодавца.

## **X Залагање потраживања**

Одредбе члана 990 ЗОО, о давању у залогу потраживања из хартије од вредности, од усвајања законског решења на основу кога се акције (и друге стандардизоване хартије које се налазе у промету на финансијском тржишту) издају на име и налазе у дематеријализованој форми, не могу се применити, јер оне уређују питања давања у залогу потраживања из хартија од вредности које гласе на доносиоца, односно на име.

Такође, не могу се применити на евентуалну исплату дивиденди одредбе члана 992 ЗОО. Према њима, ако заложено потраживање даје право на (камате или) каква (друга) повремена потраживања, залогопримац је дужан да их наплати. Тако постигнути износи пребијају се са трошковима на чију накнаду залогопримац има право, затим са каматом која му се дугује и најзад са главницом. Разлог је што право на исплату дивиденде остаје код залогодавца, на чијем власничком рачуну остаје акција на коју је стављена залогa.

## **XI Давање у залогу других права**

Одредбама члана 995 ЗОО прописано је да се, осим потраживања, у залогу могу дати и друга права (став 1). Давање у залогу тих права врши се на начин предвиђен за њихово преношење на другога, ако за одређени случај није прописано што друго (став 2).

Комисија за хартије од вредности је у наведеном мишљењу указала да је одредбом члана 14 став 2. Закона о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар искључена примена одредби овог Закона на залогу хартија од вредности, за коју је установљен регистар према посебним прописима у који се уписују права трећих лица на хартијама од вредности, при чему је реч о Централном регистру хартија од вредности који је установљен пре једне деценије.

У односу на конституисање заложног права на хартијама од вредности, до недавно важећи Закон о тржишту хартија од вредности и дру-

гих финансијских инструмената<sup>20</sup> одредбом става 4 члана 19 предвиђао је да се права трећих лица на хартијама од вредности стичу и преносе уписом тих права и њихових корисника на рачун хартија од вредности законитих ималаца у Централном регистру. Такође, одредбом члана 192 овај закон је предвиђао да упис права трећих лица на хартијама од вредности, Централни регистар врши на основу налога за упис законитог имаоца, односно лица које он овласти или законског заступника.

У вези са овим одредбама, већ поменута Правила пословања Централног регистра, као подзаконски општи акт саморегулаторног тела, разрађивала су, питања уписа права трећих лица на хартијама од вредности и детаљније регулисала право залоге на хартијама од вредности. Ова Правила су још увек важећа, уз извесне измене које су извршене након давања наведеног мишљења Комисије.<sup>21</sup> Такође, управо је у току израда нових Правила којима би се извршило усклађивање са Законом о тржишту капитала.<sup>22</sup>

Иначе, према одредби става 2 члана 104 Правила пословања, право залоге на хартијама од вредности настаје уписом тог права на власничком рачуну ималаца тих хартија од вредности, тако што се хартије од вредности на којима је уписано заложно право воде на посебном подрачуну власничког рачуна хартија од вредности – заложни рачун. Такође, одредбом става 3 прописано је да правни основ за стицање права трећих лица на хартијама од вредности може бити уговор о залози као и други правни основ у складу са законом (правоснажна извршна исправа у поступку принудног извршења, судска одлука, уговор о цесији, ломбардни кредит итд). Коначно, одредбом става 7 наведеног члана прописано је да се уписом права трећих лица на хартијама од вредности блокира стање тих хартија од вредности на заложном рачуну и оне се могу преносити само у складу са законским прописима све док траје обавеза по основном уговору.

На основу одредаба ЗОО и Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, а према одредбама Правила пословања, Комисија за хартије од вредности је у свом мишљењу закључила да би успостављена залога произвела правно дејство, право залоге мора бити уписано у Централни регистар, односно хартије од вредности које су под залогом се уписују на заложни рачун чиме се блокира стање тих хартија од вредности. На основу наведеног, Комисија указује

20 Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (*Службени гласник РС*, бр. 47/2006).

21 Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности (*Службени гласник РС*, бр. 17/2009, 55/2010 и 102/2010).

22 Закон о тржишту капитала (*Службени гласник РС*, бр. 317/2011).

да није могуће трговати хартијама од вредности које су под залогом. Мишљења смо да наведене одредбе, нарочито постојећа формулација одредбе става 7 члана 104 Правила пословања не представља сметњу да се тумачи на начин да се у случају принудног откупа који је уређен Законом о привредним друштвима „пренос може вршити у складу са законским прописима“, без блокаде која би проистичала из уговора о залози на акцијама.

Иначе, у вези са залогом на акцијама Закон о тржишту капитала прописује неколико одредаба. Тако у члану 216 међу осталим пословима које обавља Централни регистар Закон наводи упис права трећих лица на финансијским инструментима. У погледу правила пословања Централног регистра, одредба члана 221 предвиђа да се њима утврђују садржина налога за упис права трећих лица на финансијским инструментима. Коначно, према одредби става 4 члана 229 упис права трећих лица на финансијским инструментима, Централни регистар врши на основу налога за упис који даје члан Централног регистра у име законитог имаоца финансијских инструмената, лица које он овласти, законског заступника, као и на основу судске одлуке. Очигледно је да се Закон о тржишту капитала, као и претходно важећи закон у овој области, не бави успостављањем, садржином и престанком права трећих лица (нпр. залог на акцијама), већ искључиво техником уписа ових права. Ово је нарочито интересантно, када се има у виду да Закон о тржишту капитала одредбом члана 58 у вези са обавезом обавештавања о значајном учешћу права гласа, као један од начина стицања, отуђења, располагања или остваривања права гласа предвидео и случај права гласа које је пренето као средство обезбеђења физичком или правном лицу, када то лице контролише то право гласа и искаже своју намеру остваривања тих права и уколико је такав посао у складу са законом. Наиме, не сматрамо прихватљивим приступ законодавца да уређује (и то прилично нејасно) релативно софистицирану новину, а да претходно (посебним) законом нису уређени веома сложени односи који се успостављају по основу саме залог на акцијама, односно да генерално нису правно нормиране специфичности које постоје у погледу права трећих лица на хартијама од вредности у односу на друге ствари, права или потраживања.

## ХП Закључна разматрања

1. У вези са покренутим проблемом поставља се више дилема. Прво да ли успостављањем залог два лица закључују симуловани посао у циљу спречавања принудног откупа, односно, прецизније речено настојања да лице које је стекло право на принудни откуп доведу у

ситуацију да мора да прихвати „непристојну“ понуду и плати заложене акције по знатно већој цени у односу на тржишну цену, ако жели да искористи своје право.<sup>23</sup>

Ако је реч о симулованом послу, као и у другим ситуацијама које спадају у ту категорију, његово закључење не би смело да представља препреку за принудни откуп. Чињенице које би у вези са тим требало имати у виду су тренутак закључења уговора о залози акција, односно прецизније моменат уписа права залог у Централном регистру у поређењу са тренутком када је одређено лице испунило предуслов за стицање права на принудни откуп акција (пре него у односу на тренутак доношења одлуке на скупштини којом се то право и формално утврђује, јер се већ тада зна да би закључење уговора о залози могло да блокира потпуну реализацију његовог права), услови под којима је закључен уговор о залози и рока доспелости потраживања. Ипак, независно од ових елемената стоји чињеница да није лако доказати постојање симулованог посла.

2. Ако није реч о симулованом уговору о залози, према томе ако су уговорне стране савесне, поставља се питање да ли би право на принудни откуп које је настало након закључења уговора о залози, односно уписа залог на акцијама могло да има приоритет, на основу чега би се омогућило лицу које жели да откупи акције да то и учини, без обзира да ли су оне предмет залог. У вези са тим, морају се сагледати интереси свих учесника у овим правним односима.

Ту је релевантно више фактора. Најпре, ако је уговор о залози закључен, односно прецизније, упис права залог на акцијама извршен у

23 Слично питање, у нешто другачијем контексту које је подразумевало настојање да се злоупотреби нечињење, постојало је у погледу уписа акција оних лица која су у поступку приватизације откупљивала акције на рате. Наиме, акционарска друштва у којима су постојале овакве акције, након њиховог откупа нису подносила захтеве за упис ових акција надлежном министарству, са циљем да избегну могућност да постану предмет понуде за преузимање. Наиме, ова друштва су наводила да би одобравањем понуде за преузимање, Комисија оштетила лица чије акције нису биле уписане, јер она не би могла да прихвати понуду за преузимање. Ово је у тој мери био апсурдан аргумент имајући у виду да су управо одговорна лица акционарских друштава и била дужна да те захтеве за упис у приватизациони регистар и поднесу. С друге стране, одлука о упису и сам упис надлежно министарство је вршило у року од 24 часа од тренутка подношења захтева. Комисија није располагала средствима којима би приморала приватизована акционарска друштва да поднесу наведени захтев за упис акција. Из тих разлога, како би заштитила подносиоце понуде за преузимање, али и лица чије акције нису биле уписане Комисија је донела одлуку да тим акционарским друштвима упуту обавештење да одлаже одлуку о одобравању понуде за преузимање за два радна дана, како би ова друштва могла да поднесу захтев надлежном министарству. Такође, она су обавештена да ће након тога понуда бити одобрена, а да ће управо одговорна лица бити дужна да накнаде сву штету коју би лица чије акције нису уписане претрпела због чињенице да нису могла да прихвати одборну понуду за преузимање и да продају своје акције.



Централном регистру, пре увођења института принудног откупа акција у наш правни систем, онда би се могло поставити питање заштите уговорних страна с обзиром на принцип правне сигурности. Ако је упис права залог на акцијама извршен касније, онда се поставља питање да ли норме које уређују поступак принудног откупа представљају императивне норме, чија примена се не може онемогућити раније успостављеним уговорним односима. У прилог овом схватању стајала би и чињеница да је залогопримац акција коју узима као предмет обезбеђења морао да има у виду да те акције могу постати предмет принудног откупа. Такође, овде се мора имати у виду и сврха уговора о залози, где акције служе искључиво као предмет обезбеђења и да се након доспећа потраживања не би ни вратиле залогодавцу, јер би се активирало право на принудни откуп, без обзира да ли је потраживање измирено. Коначно, поставља се и питање цене по којој би се акције продале, што је од значаја за све учеснике ових правних односа. Најпре, залогопримац је у моменту закључења уговора о залози свестан да су цене акција подложне променама на тржишту. Поред тога, отпочињање поступка принудног откупа по правилу доводи до пада цене, па би она која се гарантује лицима од којих се врши принудни откуп требало да буде већа од касније цене. У том смислу, није потребно додатно штитити залогопримца, односно залогодавца, јер управо реализацијом принудног откупа, они добијају највећу могућу цену. На крају, поставља се питање заштите аутономије воље у оквиру међусобних односа залогодавца и залогопримца, са аспекта наступања нове околности и могућности постизања споразума о међусобним правима и обавезама.

Имајући у виду наведене околности, могуће је на следећи начин решити овај проблем. Ако се донесе одлука скупштине акционара о принудном откупу, акционарско друштво, односно корпоративни агент би требало да обавести залогопримца о тој чињеници, уз остављање одређеног рока (нпр. 15 или 30 дана) у коме би он могао да постигне договор са својим дужником, односно залогодавцем о замени предмета обезбеђења или о коришћењу новчаних средстава која ће се добити продајом заложене акције за (делимичну) исплату дуга пре рока његовог доспећа. Уколико такав споразум не би био постигнут, требало би предвидети да добијена цена, или довољан део цене, ступа на место заложене ствари и полаже се у Централни регистар (односно суд)<sup>24</sup> за обезбеђење наплате повериоачевог потраживања.

24 Поред Централног регистра, односно суда, на основу одредбе тачке 2 става 1, члана 4 Закона о јавном бележничтву (*Службени гласник РС*, бр. 31/2011), новац би се могао положити и код јавног бележника јер је он, поред осталог, овлашћен да преузима на чување исправе, *новац*, хартије од вредности и друге предмете.

**Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD**

**Assistant Professor at the Faculty of Law University of Belgrade**

## **COMPULSORY PURCHASE OF SHARES AND SHARE PLEDGE CONTRACT**

### **Summary**

*The subject of this paper are the problems that arise in practice in terms of realization of the right of compulsory purchase of shares in connection with shares whose purchase is “blocked” because they represent a means of securing a claim under a contract of pledge. In addition to the analysis of the laws and regulations governing these two institutes the author is trying to find a solution within the existing legal norms, which would ensure protection of the interests of all stakeholders in this process, and preventing abuse of the rights recognized, but also to determine whether there is a need for new legislation in this area. In doing so, he has in mind the objectives of these institutions, justified expectations of all participants, the time dimension in which the rights and obligations arise and implement, and the present efforts of certain individuals to make use of simulated legal transaction in order to achieve an unjustified enrichment.*

**Key words:** *compulsory purchase of shares, share pledge contract, simulated legal transaction.*