

**Найаша ЛЕКОВИЋ**

руководилац сектора за усклађеност пословања, интерне контроле и корпоративно управљање, Енергопројект Гарант а.д.о.

**Јован НИКЧЕВИЋ**

правни саветник, Енергопројект Холдинг а.д.

## **ПРАВО НА ПРИНУДНУ КУПОВИНУ АКЦИЈА („SELL OUT“) ПРЕМА ОДРЕДБАМА ВАЖЕЋЕГ ЗАКОНА О ПРИВРЕДНИМ ДРУШТВИМА**

### **Резиме**

*Директива 2004/25/ЕЗ о понудама за преузимање је увела институцији принудне куповине хартија од вредности („sell out“), као инструменат заштите права мањинских акционара, и то у случајевима када је контрола остварена понудом за преузимање. Овај институцији се под утицајем Директиве јојављује у српском законодавству, и то у Закону о привредним друштвима из 2004. године, али у форми којом је проширен њен обухват, јер се не односи само на преузимање контроле понудом за преузимање, већ и на свако друго стицање квалификованог учешћа у основном капиталу. Нови Закон о привредним друштвима из 2011. године уводи неке новине у регулативу овог институција. Овај чланак анализира те новине, али последице њихове примене у пракси.*

**Кључне речи:** право на продају акција, принудна куповина акција, мањински акционари, основни капитал, контролни акционар, преузимање друштва.

## I Правни режим регулисања

Принудна куповина акција (енгл. „*sell out*“) је један од механизма заштите мањинских акционара којим се они штите од акционара у чијим је рукама концентрисано већинско, контролно власништво над компанијом. Оно се састоји у обавези контролног акционара да принудно откупи акције мањинских акционара, на начин и под условима који су унапред прописани законом. Самим тим, коришћење права на продају од стране мањинског, ствара обавезу куповине акција на страни већинског акционара, па би се с правом могло рећи да сваком праву на продају одговара обавеза куповине акција, која због своје обавезности има принудни карактер.

Право, односно обавеза принудне куповине акција, у домаћем законодавству настаје под утицајем Тринаесте Директиве Европске уније о јавним понудама за преузимање акционарских друштава – Директива бр. 2004/25/ЕЗ донета 21. априла 2004. године,<sup>1</sup> која по први пут на нивоу Европске уније установљава један овакав механизам за заштиту права мањинских акционара.<sup>2</sup> У тексту Директиве 2004/25, ово право се појављује под именом „*sell out*“ из којег се у домаћем законодавству најпре развио назив „принудна куповина“, а затим и сада важећи назив овог института – „право на продају акција“.

„*Sell out*“ се по први пут у српском законодавству појављује у оквиру Закона о привредним друштвима из 2004. године<sup>3</sup> под називом „*принудна куповина*“, с тим да је током 2006. године исти институт регулисао и Закон о преузимању акционарских друштава.<sup>4</sup> Разлози за паралелно регулисање овог института нису се показали као оправдани и легитимни, пре свега због чињенице да су поменути закони једно исто право регулисали на различите начине. Притом, већ приликом доношења новог Закона о привредним друштвима из 2011. године,<sup>5</sup> извршене су значајне измене у домену права принудне куповине, па се

1 Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (у даљем тексту: Директива 2004/25, позната и под називом Тринаеста Директива).

2 Вид. В. Радовић, „Измене Друге Директиве ЕУ и могући правци будућег развоја“, *Право и привреда*, бр. 5–8, 2007, стр. 198; G. Gregoriou, L. Renneboog, *Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions*, USA, 2007, стр. 205.

3 Закон о привредним друштвима, *Сл. гласник РС*, бр. 125/04 (даље: Закон о привредним друштвима из 2004. године).

4 Закон о преузимању акционарских друштава, *Сл. гласник РС*, бр. 46/2006 (даље: Закон о преузимању).

5 Закон о привредним друштвима, *Сл. гласник РС*, бр. 36/2011 (даље: Закон о привредним друштвима из 2011. године).

чак и његов назив мења у „право на продају акција“, што само по себи представља исувише широк појам, за који се не може одмах закључити да има елементе принуде и обавезности. У сваком случају, нови начин на који је принудна куповина регулисана, отвара бројна питања о томе како се у домаћем праву имплементирају институти других права, каква је њихова правна природа и какви су домашаји и последице тих институти у светлу домаћих тржишних и правно-политичких чинилаца. Да би детаљно сагледали актуелне проблеме у примени овог института у Републици Србији, направимо кратак осврт на услове и начин примене овог права онако како је то предвиђено Директивом 2004/25 којом је оно и установљено.

## 1. Директива 2004/25

Директива 2004/25 установила је неколико видова заштите мањинских акционара, међу којима су и принудна продаја (енгл. „squeeze out“) и принудна куповина (енгл. „sell-out“). За ова два механизма предвиђени су готово идентични услови и начин примене, па се чак и у правно-техничком смислу, по принципу „*mutatis mutandis*“, на принудну куповину примењују услови за примену правила о принудној продаји.<sup>6</sup> С тим у вези, принудна куповина, уређена је чланом 16 Директиве 2004/25, којим се државе чланице обавезују да у својим националним законодавствима обезбеде примену правила према којем ће се, након објављивања јавне понуде о преузимању, понуђач обавезати да на захтев мањинског акционара откупи његове акције по правичној цени (енгл. „fair price“), уз сходну примену члана 15 Директиве 2004/25 (који уређује право на принудну продају).<sup>7</sup> Детаљном анализом оба члана и Директиве у целисти, произилазе следеће премисе за примену права на принудну куповину:

- примена права на принудну куповину везује се објављивање јавне понуде за преузимање акција („takeover bid“) која је као таква дефинисана Директивом<sup>8</sup> (члан 2, став 1а);
- право мањинског акционара да захтева принудну куповину акција може се искористити у року од три месеца од завршетка рока за прихватање јавне понуде за преузимање<sup>9</sup> (члан 15, став 4);

6 Директива 2004/25, чл. 15, 16. О примени ових институти у домаћој пракси вид. више у *Билтен Врховној касационој суда*, бр. 3/2013.

7 Вид. М. Dollinger, *The fair squeeze out compensation*, Salzwasser Verlag, 2008, стр. 14.

8 *Ibid.*

9 *Ibid.*

- обавеза куповине акција предвиђена је за акционаре који су јавном понудом за преузимање акција стекли акције друштва – капитал учешће у распону од 90% до 95% акција (члан 15, став 2);
- цена по којој се врши принудна куповина дефинисана је као правична цена („*fair price*“); правичном ценом сматраће се цена из понуде за преузимање на основу које је понуђач – контролни акционар стекао преко 90% акција (члан 15, став 5).

Интересантно је да се и пре усвајања Директиве 2004/25 јавила идеја да се право принудне куповине уреди као институт општег карактера, са ширим дејством примене, без обзира на то да ли је капитал учешће контролног акционара у друштву остварено објављивањем јавне понуде за преузимање или на други начин. Под тиме се подразумевало да примена права на принудну куповину, заправо, не треба да се везује за начин стицања капитал учешћа и стриктних рокова у оквиру којих би се ово право могло искористити.<sup>10</sup> Напротив, према истом схватању, оно у сваком тренутку треба да стоји на располагању мањинском акционару ради заштите његових интереса. Какав је утицај ових тенденција, најбоље се види из чињенице да је Директивом регулисана принудна куповина у контексту преузимања акционарских друштава, с тим да је у преамбули, државама чланицама остављена могућност да принудну куповину акција предвиде и у другим сличајевима.<sup>11</sup>

Свакако, право принудне куповине по први пут се у домаћем законодавству појављује кроз Закон о привредним друштвима из 2004. године.

## **2. Закон о привредним друштвима из 2004. године и Закон о преузимању**

Закон о привредним друштвима из 2004. године, одредбама члана 448 регулисао је институт принудне куповине на следећи начин:

- (1) *Акционар који стекне 95% акција групој друштва (већински акционар), обавезан је да купи акције преосталих акционара на њихов захтев (мањински акционар).*
- (2) *Мањински акционар из става 1 овог члана може поднети иницијативу на захтев већинском акционару најкасније у року од шест*

10 Вид. Report of the High Level Group of Company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, Brussels, 2002, стр. 109–111; P. Mantsaary, *The Law of Corporate Finance: General Principles and Law of EU*, Finland, 2010, стр. 275.

11 Директива 2004/25, Преамбула, став 24.

*месеци од дана стицања већинској пакети од 95% акција, обавештавајући га о врсти, класи и броју акција које нуди на продају.*

- (3) *Већински акционар из става 1 овог члана дужан је да најкасније у року од 30 дана од дана пријема захтева за принудну куповину пошаље писани одговор на тај захтев.*
- (4) *Већински акционар из става 1 овог члана дужан је да ошкупи акције мањинских акционара по цени последње акције по којој је стекао 95% акција.*
- (5) *Принудна куповина регулира се у складу са законом којим се уређује регистрација привредних субјеката и уписује у Централни регистар хартија од вредности у складу са законом којим се уређује тржиште хартија од вредности.*

Из наведених одредби се може закључити да, и поред сличности која се можда уочава на први поглед, начин регулисања принудне куповине у Директиви 2004/25 и Закону о привредним друштвима из 2004. године, показује извесне разлике. Ту се пре свега мисли на чињеницу да Закон о привредним друштвима из 2004. године право принудне куповине не везује за преузимање акционарског друштва објављивањем јавне понуде за преузимање већ овом праву даје општи карактер, тако да се може применити независно од начина стицања капитал учешћа у року од шест месеци од дана таквог стицања.<sup>12</sup> Након истека овог рока, право на принудну куповину било би преклудирано. Цена према којој би се вршила принудна куповина, била би она цена по којој је акционар стекао последњу акцију у свом капитал учешћу од 95%. Овакав приступ очигледно је ишао на руку мањинским акционарима, јер им је право на принудну куповину сада признато као општи инструмент заштите, независно од начина стицања капитал учешћа од стране контролног акционара. То је, свакако, отежавало положај контролном акционару али је он донекле амортизован чињеницом да ће се принудна куповина (уколико мањински акционар исту буде захтевао) вршити према оној цени по којој је контролни акционар стекао последњу акцију у свом капитал учешћу од 95% и то у законом одређеном року од шест месеци од стицања статуса контролног акционара са 95% капитал учешћа. Тиме је контролном акционару, већ приликом стицања поменутог капитал учешћа, омогућена калкулација трошкова у случају евентуалног захтева мањинског акционара за принудну куповину његових акција.

С друге стране, Закон о преузимању који је донет 2006. године, исто питање регулисао је другачије, тако да се право на принудну ку-

12 Вид. В. Радовић, *нав. чланак*, стр. 200.

повину примењује само онда када је већински, контролни акционар стекао капитал учешће од 95% на основу јавне понуде о преузимању. Очигледно је да је овај Закон у потпуности пратио принципе на којима је заснована и Директива 2004/25, јер је овом праву дао место само за случај преузимања друштва путем јавне понуде и то након његовог доношења.

Несклад између ова два закона потекао је од начина на који је принцип принудне куповине преузет из Директиве 2004/25 у Закон о привредним друштвима из 2004. године, с обзиром да су ови закони регулисали једно исто питање, на два различита начина и из два различита угла. Тако, Закон о преузимању, принудну куповину регулише само у контексту преузимања акционарског друштва од већинског акционара. С друге стране, Закон о привредним друштвима из 2004. године, принудну куповину дефинише као општи принцип, који није везан за начин стицања капитал учешћа. Такав приступ био је у складу са тенденцијама које је и сама Директива 2004/25 препознала у својој преамбули.

Према једном мишљењу, овакав несклад се могао превазићи тако што би принудна куповина била регулисана одредбама Закона о преузимању онда када је капитал учешће од 95% контролни акционар стекао на основу јавне понуде, док би се у случају стицања таквог капитал учешћа на било који други начин, примењивале одредбе Закон о привредним друштвима из 2004. године.<sup>13</sup> Овакав став сматрамо исправним али, врло брзо се показало се да је паралелно регулисање принудне куповине било потребно отклонити, па су већ по доношењу Закона о привредним друштвима из 2011. године одредбе члана 34 и 35 Закона о преузимању (које уређују принудну куповину акција) брисане.

### **3. Закон о привредним друштвима из 2011. године**

Закон о привредним друштвима из 2011. године, принудну куповину акција регулише на битно другачији начин у односу на онај који је био у примени до његовог доношења. У том смислу, већ смо поменули да је промена извршена чак и у самом називу института, с обзиром да се са назива „принудна куповина“ прешло на израз „право на продају акција“. С тим у вези, мишљења смо да право на продају акција представља исувише широк појам, који сам по себи не указује на фактор принуде и обавезности на куповину акција (у смислу права мањинских акционара), па се као такав ни не разликује у односу на опште право било ког акционара да прода своје акције. Сходно томе, претходни назив принудна куповина требало је задржати као терминолошки једноставан и

<sup>13</sup> *Ibid.*

препознатљив у пракси али, без обзира на термилошку недоследност у актуелном називу, сматрамо да су преостале измене у домену овог института далеко значајније и далекосежније.

Наиме, чланом 522 Закон о привредним друштвима из 2011. године, принудна куповина, односно „право на продају акција“ (како се овај институт сада назива), регулисано је на следећи начин:

- (1) *Контролни акционар који стекне акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва обавезан је да купи акције свакој од преосталих акционара друштва на његов издани захтев.*
- (2) *Захтев из става 1 овог члана садржи врсту, класу и број акција које су предмет продаје и доставља се друштву, чиме се сматра да је захтев достављен и контролном акционару.*
- (3) *Цена по којој је контролни акционар обавезан да купи акције из става 1 овог члана одређује се сходном применом одредаба овог закона о цени по којој се излажу несајласни акционари.*
- (4) *Друштво је дужно да у року од 60 дана од дана пријема захтева из става 1 овог члана утврди цену из става 3. овог члана сходном применом члана 475 овог закона и да о томе у истом року обавести контролног акционара и акционара односно захтева.*
- (5) *Контролни акционар је дужан да у року од 30 дана од дана пријема обавештења из става 4 овог члана изврши излажу утврђене вредности акција акционару односно захтева, чиме се врши пренос акција на контролног акционара.*
- (6) *Акционар односилац захтева који сматра да вредност утврђена од стране друштва није утврђена у складу са овим законом може у року од 30 дана од дана пријема обавештења из става 4 овог члана тражити да суд у ванпарничном поступку утврди ту вредност акција у складу са чланом 475 овог закона.*
- (7) *Ако суд поступијући по захтеву акционара односно захтева из става 6 овог члана као вредност акција утврди износ који је виши од цене коју је утврдило друштво, контролни акционар је у обавези да разлику до тако утврђене вредности доплати акционару односно захтева у року од 30 дана од дана равноснажности одлуке суда са законском каматом почев од истека рока за излажу из става 5 овог члана.*

- (8) *Ако контролни акционар дозволи да постоји у складу са ставом 7 овог члана, друштво постоје неограничено солидарно одговорно за обавезу контролног акционара из става 7 овог члана.*
- (9) *Захтев акционара чије су акције продате контролном акционару за исплату разлике из става 7 овог члана заснива се у року од три године од дана правноснажности одлуке суда из става 7 овог члана.*

На основу цитираних одредби члана 522 Закон о привредним друштвима, лако се може закључити да је право на продају акција сада дефинисано на другачији начин од оног који је установљен Директивом 2004/25, односно ранијим Законом о привредним друштвима из 2004. године. Као такво, оно одступа у неколико битних сегмената: више се не везује за поступак преузимања путем објављивања јавне понуде, већ добија општи карактер; временско важење и примена овог права не везује се за моменат стицања капитал учешћа од стране контролног акционара; цена по којој би контролни акционар принудно куповао акције више није извесна, нити се везује за цену по којој је контролни акционар стекао капитал учешће, чиме се на штету контролног акционара уноси елемент неизвесности, а међу мањинским акционарима елемент дискриминације (јер мањински акционари који користе право на принудну куповину, према решењу новог Закона о привредним друштвима из 2011. године, добијају знатно вишу цену акција). Даље, ситуација се додатно компликује када се узме у обзир разлика у начину на који је право на продају акција било регулисано у ранијем Закону о привредним друштвима из 2004. година и оног који је примењен у важећем Закону о привредним друштвима из 2011. године. С тим у вези, анализа цитираних одредби може се кретати различитим смером, али тако да ћемо као најважнија, посебно издвојити следећа питања: општи карактер права на продају акција, временско разграничење у примени члана 522, померање прага за стицање капитал учешћа, преклузију права на продају акција и цену при њиховом откупу. Наведена питања, посматраћемо у контексту опште примене права на продају акција на домаћем тржишту и последица које је она као таква изазвала.

## II Примена принудне куповине акција према члану 522 важећег Закона о привредним друштвима

### 1. Општи карактер права на продају акција, промена границе за стицање капитал учешћа, временски рок коришћења и преклузија права

При регулисању права на продају акција законодавац је у Закону о привредним друштвима из 2011. године спустио праг капитал учешћа за стицање права на продају акција са 95% на 90% акција друштва. Такво капитал учешће усклађено је са распоном који предвиђа и Директива 2004/25, с обзиром да иста предвиђа праг од 90%, али не више од 95% акција. Међутим, оваква промена, иако је оправдана, морала је бити усклађена са чињеницом да је према ранијем Закону о привредним друштвима из 2004. године овај праг већ био утврђен у износу од 95% и да је у случају таквог стицања мањинским акционарима било на располагању коришћење права на принудну куповину али у преклузивном року од шест месеци од дана таквог стицања. Самим тим, отворило се и питање да ли ће се и на такве мањинске акционаре који своје право нису искористили, примењивати одредба Закона о привредним друштвима која спушта капитал учешће и не прописује рок у којем се принудна куповина може захтевати. То питање треба посебно посматрати у контексту општег карактера овог права и временског разграничења у његовој примени.

Наиме, примена права на продају акција према одредбама Закона о привредним друштвима из 2011. године, одступа од природе овог института коју је утврдила Директива 2004/25, из које је овај институт оригинално и настао. С тим у вези, неспорна је чињеница да ово право сада добија изразито општи карактер, који се ни на који начин не везује за начин и време стицања капитал учешћа од стране контролног акционара. Тачније, формулацијом „...акционар који стекне акције...“ важећи Закон о привредним друштвима пренебрегава временско разграничење и начин таквог стицања, не правећи разлику између контролних акционара који су 90% капитал учешћа већ стекли пре ступања на снагу и почетка примене важећег Закона о привредним друштвима и оних акционара који такво капитал учешће стекну након његовог доношења. Самим тим, произилази да право на продају акција мањински акционари могу користити и према оним контролним акционарима који су капитал учешће од 90% основног капитала стекли у време важења ранијег Закона о привредним друштвима из 2004. године. Руководећи се наведеним одредбама ранијег Закона о привредним друштвима из

2004. године, у време када је исти био на снази, акционари су стицање акција заснивали на одредбама тог закона. Сходно томе, акционари који су имали 90% или више акција, али мање од 95% акција друштва, нису имали законску обавезу откупа акција од мањинских акционара јер су се налазили испод капитал учешћа које је тадашњи закон прописивао (95%). Ступањем на снагу важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године, који не врши временско разграничење да ли је капитал учешће стечено за време ранијег или важећег закона, долази до повратног дејства Закона о привредним друштвима из 2011. године, с обзиром да се исти сада примењује и на акционаре који су капитал учешће од 90% акција друштва стекли у време важења ранијег Закона о привредним друштвима из 2004. године, када обавеза принудне куповине акција за овакве акционаре није постојала.

Формулација „...акционар који *сћекне*...“ коју користи вежећи члан 522 примењивала се и у Закону о привредним друштвима из 2004. године. Међутим, у прелазним и завршним одредбама важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године није извршено разграничење да ли се исти примењује и на акционаре који су капитал учешће за принудну куповину „*сћекли*“ за време важења ранијег закона. Тако се поставило питање тумачења формулације члана 522. Међутим, да је у питању члан који се примењује и на акционаре са капитал учешћем од преко 90% акција, стеченог у време важења ранијег Закона о привредним друштвима из 2004. године, говори Мишљење Министарства економије и регионалног развоја од 16.4.20012. године које изричито наводи да „*ирелазним и завршним одредбама није реулисана ситуација када контролни акционар већ поседује наведени проценат акција (90%), па да наведене одредбе предсављају позитивно јравну норму која реулише обавезан откуп акција од преосталих акционара друштва*“. Самим тим, произилази да и контролни акционари који су по ранијем Закону о привредним друштвима стекли 95% акција (па су због таквог стицања откупили акције од мањинских акционара), као и контролни акционари коју су у време важења ранијег Закона о привредним друштвима из 2004. године стекли мање од 95% али више од 90% акција, ступањем на снагу важећег Закона о привредним друштвима стичу нову обавезу принудне куповине од преосталих мањинских акционара, на њихов захтев. У првом случају, право мањинских акционара је исцрпљено протеклом наведеног рока од шест месеци од дана стицања, јер је у питању једнократно право које се протеклом законом прописаног рока губи па исто не може да буде поново стечено без изричитог нормирања у том смислу. У другом случају, акционари су се, ослањајући се на одредбе Закона о привредним друштвима из 2004. године, свесно држали испод прописаног капитал учешћа од 95% како не би стекли обавезу принудног откупа, па су ослањајући

се на одредбе тада важећег Закона о привредним друштвима дошли под удар новог Закона о привредним друштвима из 2011. године који је то питање регулисао другачије, без временског разграничења.

Да није реч о разматрању хипотетичких ситуација, већ о врло реалним околностима, говори и чињеница да су донете и прве право-снажне пресуде које потврђују да се принудна куповина акција према новом Закону о привредним друштвима из 2011. године примењује и на акционаре који су капитал учешће стекли по ранијем Закону о привредним друштвима из 2004. године (када су услови и начин примене овог института били битно другачији).<sup>14</sup>

Мишљења смо да је законодавац, уколико је имао за циљ да пропише нижу границу за стицање обавезе откупа акција од мањинских акционара, овакву обавезу морао да пропише са временским разграничењем у прелазним и завршним одредбама, тако да се иста односи на акционаре који стекну 90% основног капитала друштва *после стицања на снагу и почетка примене важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године*. Дакле, требало је прописати *ex nunc* примену ове законске одредбе (важност за убудуће, од момента почетка примене закона). Према томе, одредбе важећег Закона би се могле примењивати само за случај новог стицања акција након ступања на снагу и почетка примене важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године. Аналогно томе, такав приступ, примера ради, законодавац је применио приликом доношења Закона о преузимању акционарских друштава. Наиме, овај закон у члану 6, став 1 предвиђа:

*„Лице је обавезно да објави понуду за преузимање када нејасредно или јасредно, самостално или заједнички делујући, стекне акције с њавом јласа циљној друштва, иако да заједно са акцијама које је већ стекло, пређе јрај од 25% акција с њавом јласа циљној друштва (контролни јрај).“*

Да би избегао повратно дејство наведене одредбе, односно да не би исту примењивао на акционаре који су стекли 25% акција пре његовог доношења, наведени закон је у члану 8, став 1, тачка 14 предвидео следеће:

*„Стицалац није обавезан да објави понуду за преузимање ако: 14) је стекао више од 25% акција циљној друштва с њавом јласа пре стицања на снагу овој закона...“*

Наведени приступ законодавац је правилно применио да би избегао повратно дејство Закона о преузимању, водећи рачуна о стеченим

<sup>14</sup> Пресуда Привредног апелационог суда, Пж 2174/2013.

правима, односно о интересима субјеката који су своја права основано и законито стекли у ранијем периоду.

## 2. Цена акције по којој се врши принудна куповина

Члан 522 важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године, вредност акција које треба да буду предмет обавезног откупа утврђује с позивањем на члан 475 важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године чијом је сходном применом предвиђено да се несагласни акционари исплаћују по највишој вредности између књиговодствене, тржишне или процењене вредности акција. Међутим, опште је позната чињеница да је код већине друштава књиговодствена вредност акција знатно већа од тржишне цене истих. Из наведеног се јасно закључује да готово ниједан акционар нема било каквог интереса да стиче акције друштва у износу од преко 90% основног капитала по тржишној (мањој) цени да би потом дошао под удар важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године (члан 522) са обавезом откупа акција од мањинских акционара по књиговодственој или процењеној цени (које су понекад далеко веће од тржишне). Тако, аутори налазе да су поједине домаће компаније правоснажним судским пресудама обавезане на принудну куповину акција по процењеној цени, с обзиром да се у поступку процене (која је извршена по „ДНТ“ методи) утврдило да је процењена вредност већа од тржишне и књиговодствене. Међутим, најзначајније је то што је реч о разлици од 300%–400%, понекад и више.

Тиме се, у пуном виду одступа од принципа принудне куповине акција која је утврђена у Директиви 2004/25 и Закон о привредним друштвима из 2004. године, где се цене за принудну куповину сасвим логично везују за понуђену цену акција по којој је извршено стицање капитал учешћа од 90–95% (Директива), односно за цену последње акције којом је стечено капитал учешће од 95% акција (Закон о привредним друштвима из 2004. године). Супротно томе, Закон о привредним друштвима из 2011. године уводи додатне критеријуме на основу којих се цена утврђује као књиговодствена, процењена и тржишна, па се као цена откупа заправо узима највиша од наведене три цене. Тиме се, несумњиво, отвара пут далеко сложенијим проблемима, а то су: изложеност контролних акционара непредвиђеним и неизвесним трошковима, дискриминација између мањинских акционара и подстицање тржишних субјеката да купују акције у друштвима у којим би се (применом права на принудну куповину), остварила већа зарада од продаје акција по далеко вишим (књиговодственим или процењеним ценама) од тржишне. Тако се отвара и простор за шпекулативно понашање на тржишту капитала, тиме што би се подстакла куповина акција по тржишној цени, да

би се потом, захтевао њихов откуп по књиговодственој или процењеној цени (које су често и до неколико пута веће од тржишне). На такав начин се, фактички „кажњавају“ акционари који су 90%, или више акција стекли под потпуно другачијим законским и економским условима које је предвиђао ранији Закон о привредним друштвима из 2004. године. Тако и Врховни касациони суд закључује да се овим институтом не сме пружати заштита шпекулативном начину стицања енормних зарада с обзиром да *ratio legis* института принудне куповине акција није у томе да се обезбеди зарада, већ „*заштита економских интереса мањинских акционара од обезвређивања цене акција у постојећу принудној ошкјуа акција*“.<sup>15</sup>

### III Закључак

#### 1. Временско разграничење у примени института принудне куповине акција

Може се закључити да домаће законодавство следи модерне тенденције у погледу института принудне куповине акција, тако што примену истог не везује само за преузимање друштава путем јавне понуде за преузимање, већ га установљава као општи институт заштите права мањинских акционара.

Међутим, Закон о привредним друштвима из 2011. године је променио битне карактеристике овог института у односу на концепт заступљен у Директиви 2004/25, која је овај институт првобитно регулисала. Наиме, променом границе капитал учешћа са 95% (Закон о привредним друштвима из 2004. године) на 90% (Закон о привредним друштвима из 2011. године), законодавац је смањио висину капитал учешћа, а није узео у обзир да су такво капитал учешће поједини акционари стекли у време када оно није стварало обавезу на принудну куповину акција. Такав несклад могао је бити превазиђен да је у прелазним и завршним одредбама новог Закона о привредним друштвима из 2011. године извршено временско разграничење према којем би се нови услови за примену принудне куповине односили само на стицања капитал учешћа након доношења закона. Међутим, законодавац није извршио временско разграничење у примени члана 522, па се његовом применом омогућава повратно дејство овог закона на све оне акционаре који су 90% акција друштва стекли у време важења Закона о привредним друштвима из 2004. године.

Мишљења смо да је овакво дејство законских норми потребно благовремено сагледати, поготово онда када не постоји законом дефини-

<sup>15</sup> Вид. *Билтен Врховној касационој суда*, бр. 3/2013.

сан општи интерес који би га могао оправдати. Тако је и у овом случају требало водити рачуна о начелу правне сигурности и поштовању временског важења прописа, тј. начела које предвиђа да се обавезе правних субјеката утврђују на основу прописа који су били на снази у време њиховог настанка.

## 2. Рок и услови примене принудне куповине

Друга битна разлика у регулисању овог института у Закону о привредним друштвима из 2011. године у односу на Закон о привредним друштвима из 2004. године огледа се и у томе што према одредбама важећег закона (члан 522), не постоји рок за испостављање захтева мањинских акционара на принудну куповину акција од стране контролног акционара. Сасвим супротно, Закон о привредним друштвима из 2004. године овај рок је ограничавао на период од шест месеци од дана стицања капитал учешћа.

Изостављање рока није допуњено ни прописивањем евентуалних додатних услова који би се морали испунити да би мањински акционари могли да заштите своја права употребом права на принудну куповину, а који би донекле допринели правној сигурности у примени овог младог и недовољно издиференцираног института у нашем праву.

Мишљења смо да на овакав начин регулисана заштита права мањинских акционара оставља приличан простор за правну несигурност на страни већинског акционара, имајући у виду непостојање законом дефинисаног рока у којем мањински акционар ово право може захтевати (значи и у невреме). С друге стране, након истакнутог захтева мањинског акционара, за већинског акционара почињу да теку јасно дефинисани рокови за исплату, уз могућност судске заштите мањинског акционара која ствара додатне трошкове и оптерећење редовног пословања друштва. То значи да је већински акционар у континуитету и без временског ограничења изложен опасности да мањински акционар у било које време истакне захтев за принудну куповину акција, услед чега већински акционар може бити изложен непредвидивим финансијским трошковима који се могу битно одразити на његово текуће пословање. Притом, не треба заборавити да повратно дејство закона посебно долази до изражаја и у овом аспекту принудне куповине. Наиме, мањински акционари који су у време важења Закона о привредним друштвима из 2004. године били преклудирани (из разлога што у предвиђеном року од шест месеци нису искористили своје право на принудну куповину акција, када је контролни акционар стекао тадашње капитал учешће од 95%), сада, применом ових одредби Закона о привредним друштвима из

2011. године исти такви акционари поново могу да користе своје („прекљудирано“) право. То, сасвим сигурно, додатно доприноси нарушавању принципа правне сигурности и једнаког третмана акционара.

### 3. Цена

Код утврђивања цене акција усвојено је решење сходне примене правила за исплату несагласних акционара, где се исплата акција врши по највишој вредности између тржишне, књиговодствене и процењене вредности, за разлику од претходног законског решења где су се акције исплаћивале по цени последње акције по којој је стечено 95% капитал учешћа.

Ранији начин за утврђивање цене акција сматрамо далеко исправнијим, с обзиром да је исти гарантовао мањинском акционару ону цену по којој су и претходни акционари продавали своје акције. Таква цена најближа је појму правичне цене коју предвиђа и Директива 2004/25, јер се њоме омогућава мањинском акционару да за своје акције обезбеди исти третман који су имале и претходне акције мањинских акционара које је контролни акционар стекао. Тиме се остварује заштитна сврха принудне куповине акција у корист мањинских акционара. Начин за утврђивање цене акција коју предвиђа члан 522 важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године, ову сврху трансформише, па она уместо заштите, ствара привилегију за мањинског акционара јер, за куповину његових акција више није меродавна правична цена или цена по којој је стечена последња акција која чини капитал учешће, већ је то највиша цена међу тржишном, књиговодственом и процењеном вредношћу акција.

Јасно је, свакако, да књиговодствена, а нарочито процењена вредност акција, у стању економске кризе и неразвијеног тржишта могу далеко премашити тржишну вредност акција. Тиме се, у ствари, може подстакнути трка међу тржишним субјектима да стекну статус мањинског акционара у друштву у којем постоје услови за примену принудне куповине акције. Последице оваквог решења могу бити потенцијално вишеструко негативне, што би у крајњу руку довело до нарушавања принципа једнаког третмана акционара али и стварање могућности за манипулативно понашање мањинских акционара на тржишту капитала. Тиме се даље нарушава основни принцип постојања равнотеже између начела већине (као темељног постулата акционарског друштва) и начела заштите мањине. Мотив мањинских акционара постаје стицање профита, а не заштита права која постају угрожена услед промене контролног акционара.

Коначно, због непрецизности законског решења и различитих тумачења постоји опасност да знатан број случајева свој крајњи епилог добије на суду, што доводи до додатних и непланираних трошкова. Тако да, иако до сада у судској пракси није било већег броја спорова који су се односили на овај институт, већ са почетком примене важећег Закона о привредним друштвима из 2011. године појавио се изванредан број спорних питања која су решење добила пред Привредним апелационим судом. Ова спорна питања су се пре свега односила на утврђивање цене акција, затим на права мањинског акционара у случајевима када друштво не поступи по његовом захтеву за утврђивање цене акција, као и на нека процесна питања која су од значаја за остваривање овог права.

Мишљења смо да се по питању цене, у крајњој линији и у сваком конкретном случају мора поштовати принцип који установљава Директива 2004/25, а то је принцип *йравичности*. Тај принцип не сме бити нарушен ни приликом регулација овог питања у закону, ни приликом примене закона од стране тржишних субјеката, а тако ни у судској пракси.<sup>16</sup> Потребно је увек водити рачуна да тај принцип (принцип правичности), постоји у свим аспектима и према свим субјектима у овим трансакцијама.

#### 4. Општи закључак

Општи закључак представља препоруку да, приликом увођења нових института у домаће законодавство, или у случају битних измена њихових постојећих карактеристика, од пресудног значаја треба да буде претходно сагледавање околности и последица који су тангирани тим институтима, као и сврхе која се њиховом применом жели остварити, али тако да се не одступи од дефинисане правне природе тог института. Ово је нарочито важно у случајевима ужурбаног усклађивања домаћег законодавства са најмодернијим институтима из права Европске уније, који у појединим ситуацијама ни на подручју свог настанка нису до краја издефинисани.

У том смислу неопходно је ићи за најбољим решењима и следити модерне тенденције али је пре свега потребно формулисати законске одредбе на јасан и детаљан начин, тако да се првенствено обезбеди правилно дефинисање нових института, а затим и правилна примена и имплементација тих правних норми у пракси. Притом, уколико се у примени таквих норми покажу недостаци, или тенденција због које неки институт неће испунити своју сврху и циљ, не треба одлагати из-

---

16 Вид. *Билџен Врховној касационој суда*, бр. 3/2013.

мене тих законских решења, увек имајући као циљ крајњи квалитет и правну сигурност субјеката на које се закон примењује.

**Nataša LEKOVIĆ**

**Head of the Sector for Compliance, Internal Control and Corporate Governance, Energoprojekt Garant a.d.o.**

**Jovan NIKČEVIĆ**

**Legal Advisor in Energoprojekt Holding a.d.**

## **COMPULSORY PURCHASE OF SECURITIES ("SELL OUT") UNDER THE PROVISIONS OF CURRENT COMPANY LAW IN SERBIA**

### **Summary**

*In the Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council on takeover bids the institute of the compulsory purchase of securities ("sell out") has been established, as the instrument of the protection of minority shareholders rights when control of the companies has been acquired by takeover bids. This institute appears in Serbian legislation in the Company Law 2004 under the influence of the aforementioned Directive, but in the form that expands its scope of implementation, not related only to the moment of the takeover of the company by takeover bid or any other way of acquisition of qualified capital share in the company. In the new Company Law 2011 the changes were further introduced in regard to this issue. This Article intends to indicate the extent of distinction of this institute from its original form, following the adoption of the new Company Law, and what are the consequences of its implementation in practice.*

**Key words:** *right on "sell out" of securities, compulsory purchase of securities, minority shareholders, capital share, controlling shareholder, takeover of companies.*