

Др Вук РАДОВИЋ, LL.M. (University of Pittsburgh)
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду

УСЛОВИ ЗА ОСТВАРИВАЊЕ ПРАВА НЕСАГЛАСНИХ АКЦИОНАРА *

Резиме

*Право несагласних акционара (право на излазак из друштва уз правичну цену) представља контроверзан институт права акционарских друштава, због чега га прихвата релативно мали број држава, међу којима и Србија. У овом чланку аутор се фокусира само на један аспект овог права – услове за његово остваривање. Након уводних излагања, у чланку су прво анализирани материјални услови за остваривање права несагласних акционара, тј. корпоративне промене које омогућавају право на излазак, а после њих и процесни услови које акционар мора да испуни да би имао право на излазак из друштва (обавештење о намери, несагласност у односу на усвојену одлуку и подношење захтева друштву). Коначно, аутор је у раду указао и на нелогичност проширења овог права на чланове друштва са ограниченом одговорношћу. У закључку је изнет став да се *de lege ferenda* треба заложити за рестриктивније дефинисање корпоративних промена које дају акционарима право на излазак из друштва, прописивање додатних процесних услова за остваривање овог права и сужавање примене овог института само на акционарска друштва.*

Кључне речи: акционар, акционарско друштво, фундаменталне корпоративне промене, право несагласних акционара, скупштина акционарског друштва, друштво са ограниченом одговорношћу.

* Чланак представља резултат рада у оквиру пројекта „Restructuring of Companies and the EU Law“, чији су носиоци Универзитет за економију и бизнис у Бечу (*Wirtschaftsuniversität Wien*), Универзитет у Београду и Универзитет „Св. Ђирило и Методије“. Пројекат је финансиран средствима Аустријске агенције за међународну сарадњу у области образовања и истраживања (OeAD), под окриљем програма IMPULSE.

I Увод

За разлику од друштва са ограниченом одговорношћу, код кога сваки члан има право на иступање, код акционарских друштава слично право акционара не постоји. Велики изузетак у том погледу представља право несагласних акционара, које под одређеним условима даје акционарима право на излазак из друштва уз истовремено обавезивање друштва на исплату правичне накнаде.

Право несагласних акционара није универзално прихваћено у компанијским законодавствима.¹ Оно је настало у праву САД, и то у специфичним историјским околностима.² Премда су изворна оправдања за увођење овог института касније отпала,³ теорија је успела да одбрани овај институт, тако што је идентификовала модерне разлоге за његово задржавање.⁴ Због тога је право несагласних акционара било и остало препознатљив институт америчког права акционарских друштава.⁵ Накнадно

-
- 1 Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda, Reinier Kraakman, „Fundamental changes”, у: Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Edward Rock (eds.), *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, 200-202.
 - 2 Више вид.: William J. Carney, „Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes”, *American Bar Foundation Research Journal*, бр. 1/1980, 77-97; Elliott J. Weiss, „The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective”, *New York University Law Review*, бр. 56/1981, 626-629; Hideki Kanda, Saul Levmore, „The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law”, *UCLA Law Review*, бр. 32/1985, 429-432; Robert B. Thompson, „Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law”, *Georgetown Law Review*, бр. 84/1995, 11-13; James D. Cox, Thomas Lee Hazen, F. Hodge O’Neal, *Corporations*, Aspen Law & Business, New York, 1997, 595; Barry M. Wertheimer, „The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy”, *Tennessee Law Review*, бр. 65/1998, 664-666; Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, West Group, St. Paul, Minn., 2000, 648; George S. Geis, „An Appraisal Puzzle”, *Northwestern University Law Review*, бр. 105/2011, 1641-1645.
 - 3 Више вид.: J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O’Neal, 596; B. M. Wertheimer, 666-669.
 - 4 Melvin Aron Eisenberg, „The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking”, *California Law Review*, бр. 57(1)/1969, 79-86; Daniel R. Fischel, „The Appraisal Remedy in Corporate Law”, *American Bar Foundation Research Journal*, Vol. 8, No. 4, 1983, 875-902; H. Kanda, S. Levmore, 433-473; Peter V. Letsou, „The Role of Appraisal in Corporate Law”, *Boston College Law Review*, бр. 39/1998, 1121-1174; Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge – London, 1996, 45-147; B. M. Wertheimer, 670-690.
 - 5 Вид.: Model Business Corporation Act – MBCA, 2002, Chapter 13, § 13.01.-13.31.; Delaware Code, Title 8. Corporations, General Corporation Law – Delaware GCL, § 262. О четири фундаменталне разлике у регулативи права несагласних акционара у ова два америчка

је ово право прихватио и један број упоредних правних система (на пример, Јапан,⁶ Канада,⁷ Јужноафричка Република,⁸ Кина,⁹ Црна Гора¹⁰ и Република Српска¹¹).

У српском праву је право несагласних акционара по први пут уведено Законом о привредним друштвима из 2004. године.¹² Исти концепт је уз одговарајућа терминолошка унапређења задржао и важећи Закон о привредним друштвима из 2011. године.¹³ Од увођења се ово право код нас посматра као део арсенала који стоји на располагању мањинским акционарима, и то као један од начина решавања другог агенцијског проблема (тзв. стратегије изласка).¹⁴

Закони који познају право несагласних акционара, обавезно прописују услове под којима се ово право може остваривати. Ти услови се

правна извора више вид.: Mary Siegel, „An Appraisal of the Model Business Corporation Act’s Appraisal Rights Provisions“, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 74/2011, 231-251.

6 Више вид.: Moritz Bälz, „Appraisal Rights in Japanese Corporate Law“, *Zeitschrift für japanisches Recht*, бр. 13/2002, 152-173; Alan K. Koh, „Appraising Japan’s Appraisal Remedy“, *American Journal of Comparative Law*, бр. 62/2014, 417-459.

7 Више вид.: Joseph Eliot Magnet, „Shareholders’ Appraisal Rights in Canada“, *Ottawa Law Review*, бр. 11/1979, 98-162.

8 Више вид.: Maleka Femida Cassim, „The Introduction of the Statutory Merger in South African Corporate Law: Majority Rule Offset by the Appraisal Right (Part1)“, *South African Mercantile Law Journal*, бр. 20/2008, 1-32; Adekunle Rotimi Olaofe, „Appraisal Right and Fair Value Determination Under the Companies Act No 71 2008: a Critical Analysis“, доступно на: https://open.uct.ac.za/bitstream/item/4392/thesis_law_2013_olaofe_a.pdf?sequence=1 (12.4.2017).

9 У Кини је право несагласних акционара уведено тек 2006. године, усвајањем Компанијског закона (чл. 75). Више вид.: Qiuju Wang, „Comparative Study of Exit Remedies in Close Companies – The United States, England, China“, 2009, доступно на: <http://www.rug.nl/research/gradschool-law/phd/paper-qiuju-wang.pdf> (5.4.2017).

10 Закон о привредним друштвима – ЗОПД ЦГ, *Службени лист РЦГ*, бр. 6/2002 и *Службени лист ЦГ*, бр. 17/2007, 80/2008 и 36/2011, чл. 32а. Више вид.: Драган Радоњић, *Право привредних друштава*, Победа а.д., Подгорица, 2008, 248-249.

11 Закон о привредним друштвима – ЗОПД РС, *Службени гласник РС*, бр. 127/2008, 58/2009, 100/2011 и 67/2013, чл. 435-437.

12 Закон о привредним друштвима – ЗОПД 2004, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004, чл. 444-446.

13 Закон о привредним друштвима – ЗОПД 2011, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон и 5/2015, чл. 474-477.

14 Вид.: Вук Радовић, „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, у: Мирко Васиљевић, Вук Радовић (ур.), *Корпоративно управљање – зборник радова*, Правни факултет Универзитета у Београду, 2008, 255-256; Мирко Васиљевић, „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 1/2009, 20-21.

деле на материјалне и процесне. Материјални услови се тичу одлука чије усвајање даје акционарима права по основу несагласности, док се процесни услови односе на поступак остваривања овог права. Смисао постојања ове две врсте услова за остваривање права несагласних акционара је различит. Тако се материјалним условима одређује домен примене овог права, што значи да је њихов циљ заштита интереса акционара, док се процесним условима ово право акционара ограничава, те се могу посматрати као механизам заштите друштва. Материјални услови дефинишу ситуације у којима акционари имају апстрактно право на излазак из друштва, а процесни услови кажу када то апстрактно право постаје конкретно право, које ужива судску заштиту. У даљем тексту ће бити више речи о материјалним и процесним условима за остваривање права несагласних акционара.

II Материјални услови – корпоративне промене које омогућавају право на излазак

Законом се морају набројати све корпоративне промене које дају несагласним акционарима право на излазак из друштва. Оне треба да буду јасно дефинисане,¹⁵ како би њихов опсег примене био недвосмислено прецизиран и лак за примену. Круг корпоративних промена које по закону дају право на излазак из друштва је затворен (*numerus clausus* концепт). Имајући у виду далекосежне последице коришћења овог права акционара, судској пракси се препоручује да уско тумачи ситуације када ово право постоји, као и да га по аналогiji не проширује и на корпоративне промене које нису законом поменути, али за које се утврди да су у економском смислу истоветне, сличне или у довољној мери упоредиве са изричито набројаним законским корпоративним променама.¹⁶ На овај начин се постиже преко потребна правна извесност у овој области.

Према је примена концепта *numerus clausus* нужна, правно догматски посматрано, она није оправдана. Из угла акционара нема разлике између случаја изричито поменутог законом и случаја који није поменут, ако су они у економском и правном смислу упоредиви, те захтевају исти степен заштите.

Анализом упоредних законодавстава која познају ово право акционара, уочава се да постоје бројне сличности, али и значајне разлике, ка-

15 Упор.: W. F. Looney, Jr., 86.

16 Упор.: J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O'Neal, 598-599.

да је реч о корпоративним променама које иницирају настанак овог права.¹⁷ Чак и када је реч о истој врсти промене, обухваћеној у свим овим правним системима (на пример, статусна промена спајања), опсег њене примене није исти.

Начелно посматрано, приликом дефинисања корпоративних промена које дају право на несасгласност, прво треба поћи од констатације да догађаји, односно одлуке који су екстерног карактера у односу на друштво, никако не могу давати акционарима право на излазак¹⁸ (на пример, одлука државног органа којом се уводе акцизе на робу коју производи друштво, покретање поступка против друштва од стране Комисије за заштиту конкуренције, увођење санкција нашој држави, национализација неке имовине друштва, и сл.). Такође, права несасгласних акционара не постоје ни у случајевима када одлуку која има значајне последице по друштво донесе неки од других носилаца ризика пословања акционарског друштва, различит од акционара и управе (на пример, већина запослених у друштву донесе одлуку о ступању у штрајк или највећи добављач раскине уговор са друштвом).¹⁹ Акционарима се у наведеним ситуацијама не даје право на излазак из друштва, јер је претпоставка за остваривање овог права да одлуку донесе друштво.

Друштва свакодневно доносе велики број одлука, али само неколицина међу њима даје акционарима право по основу несасгласности. Како направити разлику између ових одлука? Као што и сам назив „права несасгласних акционара“ каже, јасно је да ово мора бити одлука скупштине, јер ово право имају само они акционари који нису били сагласни са усвојеном одлуком. На овај начин се брани теза да је ово право мањинских акционара, а не право сваког акционара. У САД је акционарима ово право дато и у односу на тачно одређене одлуке одбора директора.²⁰

17 Речено се на најбољи начин може илустровати примером америчког права. Наиме, МВСА познаје пет основа за настанак права несасгласних акционара, док Делавер даје акционарима право на излазак само у случају неких статусних промена, док друге фундаменталне корпоративне промене нису обухваћене. Вид.: МВСА, § 13.02(a); Delaware GCL, § 262(b). Велика већина америчких држава је прихватила решење упоредиво са решењем из МВСА. Више вид.: М. Siegel, 232-235.

18 Више вид.: Bayless Manning, „The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker“, *Yale Law Journal*, бр. 72/1962, 241.

19 Упор.: В. Manning, 242.

20 В. Manning, 242.

Право на излазак из друштва треба дати само онда када је скупштина усвојила одлуку којом је наступила фундаментална корпоративна промена, тј. наступила је промена за друштво. Неспорно је да крупне корпоративне промене са собом носе и значајну промену права акционара. Чини се да законодавац треба да се фокусира на идентификацију ових корпоративних промена, а не да акценат ставља на промену акционарских права. Разлог за овакав став је следећи: обухват појма значајне промене права акционара није у довољној мери јасан. Акционари имају бројна права, што не значи да промена било ког од њих доводи до иницирања права на излазак. Такође, и унутар једног права није до краја јасно да ли било који степен промене или само промена јачег интензитета оправдава коришћење права на излазак. Оваквим резонам се апострифира да се право несагласних акционара везује само за оне ситуације када долази до фундаменталне промене карактера њихове инвестиције. Инвестирањем у акционарско друштво акционар пристаје да ће можда бити укинута или ограничено његово право пречег уписа или да му неће бити исплаћена дивиденда иако је друштво остарило добит, али не пристаје да принудно буде акционар неког другог друштва или да уместо чланских права у акционарском друштву има чланска права у друштву са ограниченом одговорношћу.

Проблем је једино како утврдити које корпоративне промене су фундаменталне. У државама које су прихватиле овај институт, уочљива је тенденција проширивања корпоративних трансакција која акционарима дају право на излазак.²¹ Исти закључак се може изнети и за српско право.

У нашем закону су фундаменталне корпоративне промене сврстане у седам тачака, од којих су шест законски основи за излазак из друштва, док је последњи основ статутарног (допунског) карактера.²²

1) *Статусне промене.* Статусне промене су општеприхваћен основ за настанак права несагласних акционара. Међутим, оно по чему се српско право издваја у односу на друге правне системе је широк домен примене овог основа. Наиме, у нашем праву свака статусна промена (припајање, спајање, подела и издвајање) даје право несагласним акционарима на излазак из друштва. Такође, ово право се гарантује акционарима свих учесника статусне промене, што значи да се без разлике одно-

21 За америчко право вид.: F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, 161. За јапанско право вид.: A. K. Koh, 422-423.

22 ЗОПД 2011, чл. 474(1). Упор.: МВСА, § 13.02.; ЗОПД 2004, чл. 444(1); ЗОПД ЦГ, чл. 32а(1); ЗОПД ЦГ, чл. 435(2).

си и на друштва преносиоце и на друштва стицаоце. Чини се да оваква концепција није оправдана, и *pro futuro* би је требало изменити у два правца.

Прво, ово право треба везати првенствено за статусне промене припајања и спајања, као и за оне варијанте подела и издвајања које у себи укључују припајање или спајање (на пример, подела уз припајање или издвајање уз припајање). Давање овог права и у другим случајевима статусних промена је прекомерно (на пример, подела уз оснивање или издвајање уз оснивање). Тачно је да су и ове промене фундаменталне, али имајући у виду потребу да се право несасгласних акционара сведе само на нужну меру, ово проширење није оправдано.

Друго, ово право безусловно треба дати само акционарима друштва преносиоца.²³ Када је реч о акционарима друштва стицаоца, треба бити много опрезнији, јер свака статусна промена не мора нужно да изискује потребу за давањем права на излазак. Претпоставимо да се друштво А припаја друштву Б, и да након припајања акционари друштва А поседују 5% акција у друштву Б, а акционари друштва Б, уместо дотадашњих 100% акција, сада поседују 95% акција. Посматрано из угла акционара друштва Б, ова статусна промена не завређује да се третира фундаменталном, јер је њихово појединачно капитал учешће незнатно разводњено. Због тога има смисла увести као правило да акционари друштва стицаоца имају право на излазак, али само ако се основни капитал њиховог друштва повећа за, примера ради, више од 20%.

2) *Промена правне форме*. Промена правне форме привредног друштва оправдава право на излазак, јер на тај начин долази до претварања удела у акције или акција у уделе, а њихова правна природа је потпуно различита. Суштински посматрано, овде су обухваћене само трансформације акционарског друштва у друштво са ограниченом одговорношћу и *vice versa*. Код осталих промена правне форме питање права на излазак се не поставља, било зато што законодавац ово право не дозвољава тој форми (трансформација друштва лица у друштво капитала), било зато што правила о трансформацији у довољној мери штите све чланове друштва које мења правну форму (трансформација друштва капитала у друштво лица).

23 Неке америчке државе право на излазак дају само акционарима друштва које губи правни субјективитет. Више вид.: R. B. Thompson, 10.

3) *Промена времена трајања друштва.* Акционарско друштво се може основати на одређено или неодређено време. Према нашем закону, право на излазак из друштва се акционарима гарантује и у случају промене времена трајања друштва. Овај основ обухвата две ситуације: а) друштво основано на одређено време продужи време трајања (на пример, са пет на 10 година) и б) друштво основано на одређено време настави да послује као друштво основано на неодређено време.²⁴

Проблем може настати у ситуацији када друштво основано на неодређено време намерава да настави да послује као друштво основано на одређено време. Када говори о условима за промену времена трајања друштва, закон помиње само промене код друштва основаног на одређено време, и то искључиво у правцу продужавања рока, јер друштво може само да продужи рок трајања или да постане друштво основано на неодређено време. Према томе, друштва приликом оснивања имају слободу да одреде време сопственог трајања, али немају потпуну слободу да утврђено време трајања накнадно мењају. У српском праву није дозвољено скраћивање рока трајања друштва, као ни претварање друштва основаног на неодређено време у друштво основано на одређено време. Отуда се закључује да се овај основ за настанак права несасгласних акционара код нас примењује само на друштва основана на одређено време, и то када намеравају да продуже време трајања.

4) *СТИЦАЊЕ, односно располагање имовином велике вредности.* Акционари имају право на излазак из друштва и у случају да скупштина одобри стицање, односно располагање имовином велике вредности. Овај основ није неуобичајен ни у упоредном праву, премда није општеприхваћен. Међутим, сагледавањем наших решења се уочава да је домен примене овог основа неупоредиво шири од компаративних решења.

Прво, имовина велике вредности је дефинисана као имовина чија набавна и/или продајна и/или тржишна вредност у моменту доношења скупштинске одлуке представља најмање 30% књиговодствене вредности укупне имовине друштва исказане у последњем годишњем билансу стања. На овај начин ми смо прихватили квантитативни приступ, јер је вредност имовине којом се располаже једина правно релевантна чињеница.²⁵ Без значаја је да ли је на овај начин промењена природа послова-

24 ЗОПД 2011, чл. 10(3).

25 О квантитативном и квалитативном приступу који се користи приликом утврђивања имовине велике вредности у канадској судској пракси више вид.: Mark Gannage, „Sale of Substantially All the Assets of a Corporation“, *Canadian Business Law Journal*, бр. 33/2000, 268-282.

ња друштва, као и да ли друштво након располагања наставља да обавља највећи део својих активности као и до тада. Ако се занемари фокус законодавца искључиво на квантитет, уз очигледно занемаривање квалитативног приступа, мора се констатовати да је релевантан проценат изразито низак, и не одговара стандардима у упоредном праву. Теоријски и практично посматрано, продаја имовине чија је вредност 30% књиговодствене вредности укупне имовине друштва ће ретко када бити окарактерисана као фундаментална корпоративна промена.

Друго, располагање имовином велике вредности подразумева поређење две вредности: вредности имовине којом се располаже, односно која се стиче и укупне вредности имовине друштва. Упоређивање вредности појединачне имовине и укупне имовине само по себи није спорно. Међутим, оно што јесте спорно је чињеница да су стандарди за утврђивање тих вредности различити. Наиме, вредност имовине којом се располаже, односно која се стиче је највиша од три вредности – набавне, продајне и тржишне вредности. Супротно томе, за утврђивање вредности укупне имовине друштва се као релевантна користи књиговодствена вредност. Према томе, највиша од набавне, продајне и тржишне вредности појединачне имовине се пореди са књиговодственом вредношћу укупне имовине друштва. Већ на први поглед је јасно да овакво решење није правно одрживо, јер се пореде вредности утврђене различитим стандардима.

Треће, појам стицања, односно располагања имовином велике вредности је изразито широко постављен,²⁶ јер обухвата куповину, продају, закуп, размену, успостављање заложног права и хипотеке, закључење уговора о кредиту и зајму, давање јемства и гаранција, као и предузимање било које друге радње којом настаје обавеза за друштво.²⁷ Такође, и појам имовине је схваћен у најширем смислу, а односи се на ствари и права, што укључује непокретне и покретне ствари, новац, уделе у друштвима, хартије од вредности, потраживања, индустријску својину и друга права.²⁸

26 Упор.: Зоран Арсић, „Стицање и располагање имовином велике вредности акционарског друштва“, *Зборник радова у спомен Проф. др Миодрага Трајковића*, Правни факултет Универзитета у Београду и Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2006, 4-5.

27 ЗОПД 2011, чл. 470(2).

28 ЗОПД 2011, чл. 470(4).

Приказана три аспекта нашег института стицања и располагања имовином велике вредности показују да је домен примене права несагласних акционара непримерено широко постављен. Низак праг за настанак овог права (30% књиговодствене вредности), узимање у обзир највише од три вредности појединачне имовине приликом утврђивања да ли је пређен овај праг, као и околност да су обухваћени сви правни послови и располагања било којом имовином, се не могу уклопити у концепт фундаменталне корпоративне промене, а само оне оправдавају настанак права акционара на излазак из друштва.

5) *Промена статута којом се умањују права акционара.* Право несагласних акционара постоји и у случају промене статута друштва којом се умањују права акционара предвиђена статутом или законом. Ова одредба је нејасна, јер се њеним тумачењем може доћи до потпуно различитих решења. Наиме, ако се ова одредба тумачи у ширем смислу, а то би у овом случају значило језичко тумачење, онда би свака промена статута којом се умањује неко право акционара, дато статутом или законом, давало право на излазак из друштва. Примера ради, акционарско друштво је након оснивања, у складу са законом, предвидело да одлуку о промени седишта доноси одбор директора, уместо да ту одлуку доноси скупштина.²⁹ Неспорно је да оваква измена статута умањује законско право акционара, јер су до тада они одлучивали о промени седишта, а након те одлуке о овој промени одлучује орган управе. Као пример за умањење статутарног права акционара се може навести следећа ситуација: акционарско друштво је статутом дало право својим акционарима да учествују у раду скупштине електронским путем.³⁰ Накнадно је друштво схватило да је овакав начин гласања због непостојања техничких претпоставки неприменљив, а самим тим и потенцијални извор злоупотреба, те је донело одлуку о промени статута у правцу укидања могућности учешћа у раду скупштине електронским путем. Ако би се прихватила идеја да у описаним случајевима акционари имају право на излазак, онда би то значило да ниједно акционарско друштво никада не би мењало статут у правцу умањивања било ког права акционара, гарантованог овим актом или законом, јер би у супротном ризиковали иступање несагласних акционара из друштва. Штавише, могуће је замислити и да друштво жели да прошири обим права акционара, али то не сме да учини, јер се та промене из угла неког акционара може тумачити као сужавање обима права. Из све-

29 ЗОПД 2011, чл. 19(3).

30 ЗОПД 2011, чл. 341.

га наведеног је јасно да се шире тумачење не сме прихватити. Због тога је једино прихватљиво уже тумачење, према коме се умањење права односи само на основна имовинска и неимовинска права која произлазе из акције. Практично посматрано, за обичне акције оно ће се односити на право учешћа у раду скупштине, право гласа и право пречег уписа, док ће се за преференцијалне акције оно везивати за повлашћена права утврђена статутом или одлуком о издавању (на пример, право на приоритетну исплату дивиденди, право на приоритетну исплату из ликвидационог, односно стечајног вишка, право претварања тих акција у обичне акције или другу класу преференцијалних акција и право продаје акција акционарском друштву по унапред утврђеној цени или под другим условима).³¹

6) *Delisting*. Право по основу несагласности се везује и за ситуацију када акционарско друштво повуче једну или више класа акција са регулисаног тржишта, односно мултилатералне трговачке платформе, на начин прописан законом о тржишту капитала. Право на излазак у том случају имају само несагласни акционари класе акција која је повучена. Акционар има интереса да се акцијама тргује на регулисаном тржишту. Повлачењем са овог тржишта акцијама се одузима карактеристика лаке прометљивости.

7) *Основи прописани статутом (статутарни основи)*. Право на излазак из друштва постоји и у случају када се мењају друга права акционара, ако је статутом одређено да акционар из тог разлога има право на несагласност и на накнаду тржишне вредности акција у складу са законом. Овде је реч о тзв. статутарним основима за излазак, код којих акционарско друштво само утврђује у којим ситуацијама ће дати акционарима право на напуштање друштва по основу несагласности. Према томе, овај основ карактерише факултативност и допунски карактер, јер друштва имају слободу да законом прописаним разлозима додају нове разлоге. Из наведеног се закључује да су законски основи минимални,³² те их друштва могу у складу са сопственим интересима проширити. Међутим, статутом се не могу укинути или ограничити основи прописани законом, те би таква евентуална одредба статута била незаконита.

Овај допунски основ је законом непрецизно дефинисан, и то у два аспекта. Прво, закон говори о одлуци којом се мењају „друга права“ ак-

31 ЗОПД 2011, чл. 251 и 253.

32 Упор.: Златко Стефановић, Бојан Станивук, *Коментар Закона о привредним друштвима*, 2. издање, Параграф, Београд, 2012, 472.

ционара. Ако се погледа први законски основ за иницирање права на излазак из друштва (промена статута којом се умањују права акционара предвиђена статутом или законом), постаје нејасно шта је остављено статуту. Једино смислено тумачење је оно које „друга права“ везује за сва она права која не спадају у основна имовинска и неимовинска права која произлазе из акције, јер умањење тих права по закону даје право на излазак несагласним акционарима.

Друго, у закону стоји да статутарни основи дају несагласним акционарима право „на накнаду тржишне вредности акција у складу са законом“.³³ Ово је у директној супротности са законом утврђеном ценом коју је друштво дужно да исплати акционарима.³⁴ Закон у том погледу говори о највишој од три вредности (књиговодствена, тржишна и процењена), док статутарни основ помиње само једну од те три. Чини се да је у овом случају реч о законописачкој грешци, те да није била намера законодавца да креира два правна режима одређивања накнаде несагласним акционарима, зависно од тога да ли је основ за излазак закон или статут.

III Процедурални услови

Акционар који жели да користи право на излазак из друштва и исплату правичне накнаде мора да испуни одређене процедуралне услове. У упоредном праву се уобичајено тражи испуњење више услова. Они су строго постављени, те неиспуњење неког од њих води губитку права. У теорији се као један од основних узрока неефикасности права несагласних акционара помињу тешкоће у вези са испуњавањем процедуралних услова.³⁵ Такође, комплексност поступка, узрокована постојањем свих тих услова, једним делом објашњава због чега се ово право недовољно користи од стране акционара.³⁶

У даљем тексту ће бити више речи о три најчешћа процедурална услова: обавештењу о намери коришћења права, несагласности у односу на усвојену скупштину и подношењу захтева друштву.

33 ЗОПД 2011, чл. 474(1)(6).

34 На ову недоследност је први указао проф. Васиљевић. Вид.: Мирко Васиљевић, „Привреда и правни режим неких права мањинских акционара – јединство интереса или јединство супротности“, у: Вук Радовић (ур.), *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније (2016)*, Правни факултет Универзитета у Београду, 2016, 16.

35 Упор.: F. A. Gevurtz, 649; P. V. Letsou, 1157; W. F. Looney, Jr., 91; E. Rock, P. Davies, H. Kanda, R. Kraakman, 201.

36 J. Seligman, 857.

1. Обавештење о намери коришћења права

Упоредноправно се као први процесни услов за коришћење права на излазак из друштва наводи обавеза акционара да благовремено обавести друштво о намери изласка у случају да скупштина усвоји предложену одлуку.³⁷ За ово обавештење се не тражи да буде сачињено у некој посебној форми, да се наведу разлози због којих се акционар противи одлуци, нити број акција које поседује.³⁸

Циљ овог обавештења је заштита друштва. Наиме, исплата правичне накнаде свим несагласним акционарима може представљати велики финансијски издатак за друштво, и то нарочито у случајевима високог процента несагласних акционара. Остваривање овог права може неповољно утицати на финансијску стабилност друштва, због чега је веома значајно пре усвајања скупштинске одлуке сазнати колика може бити обавеза по овом основу. Институт обавештења о намери коришћења права на излазак има управо овакав смисао, јер право на излазак имају само акционари који су благовремено послали обавештење. Сабирањем вредности акција свих лица која су послала обавештење, управа може да израчуна максималну обавезу према акционарима по овом основу. То омогућава управи да реагује у правцу евентуалног повлачења предлога. Такође, не треба занемарити ни значај информације о највећем могућем проценту несагласних акционара за остале акционаре који треба да гласају о предлогу одлуке о фундаменталној корпоративној промени.³⁹

У упоредном праву доминира решење према коме су акционари у обавези да обавештење о намери коришћења права поднесу друштву најкасније до дана одржавања скупштинске седнице. О ефикасности овог правила се може дискутовати. Ако акционар обавести друштво непосредно пре седнице, та информација извесно неће бити позната другим акционарима, те је они највероватније неће узети у обзир приликом доношења одлуке о томе како да гласају.⁴⁰ Као алтернатива је могуће замислити да се акционари обавезу да ово обавештење поднесу најкасније одређен број дана пре заказане седнице. Овакво решење, колико год прихватљиво из угла друштва, се не може прихватити, јер би се онда у ефективном смислу скратио рок дат акционарима за доношење одлуке о томе како ће гласати на предстојећој седници. Примера ради, ако се позив за

37 МВСА, § 13.21.; ЗОПД ЦГ, чл. 32а(2).

38 М. Bälz, 160.

39 М. Bälz, 160.

40 М. Bälz, 160.

седницу упути 30 дана пре дана њеног одржавања, а акционари морају да најаве своју несагласност 10 дана пре дана одржавања седнице, то би значило да се њима гарантује само 20 дана за доношење ове одлуке.

Српско право не обавезује акционаре да најаве коришћење права на откуп акција у случају усвајања одређене скупштинске одлуке.⁴¹ Практично посматрано, гласањем на одговарајући начин на седници акционари испуњавају и овај услов.⁴² Овакво решење је неспорно у интересу акционара, али није у интересу друштва. Имајући у виду да је право несагласних акционара асиметрично постављено, тако да се њиме штите интереси акционара, потреба за успостављањем какве такве равнотеже је налагала да се уведе (тј. задржи) и обавеза *ex ante* обавештавања.⁴³

2. Несагласност у односу на усвојену одлуку

Прво на излазак имају само несагласни акционари. Уосталом, и сам овај институт носи назив „Посебна права несагласних акционара“, односно „Право несагласних акционара на откуп акција“. Отуда се може рећи да је несагласност у самој суштини овог института, јер ово није право сваког акционара, већ само оног акционара који није сагласан са усвојеном одлуком. Имајући у виду да се одлука доноси обичном или квалификованом већином гласова, несагласни акционари увек спадају у категорију мањинских акционара, те се ово право посматра и као део корпуса права мањинских акционара.

За ког акционара се каже да је несагласан? Неспорно је да несагласним треба сматрати оног акционара који је дошао на седницу скупштине и гласао против одлуке.⁴⁴ Гласањем „против“ акционар експлицитно, директно и непосредно исказује своје неслагање са предложеном одлуком. Поред експлицитне несагласности, српско право шири појам несагласног акционара, тако што у два случаја претпоставља несагласност.

41 Супротно решење је прихватио ЗОПД 2004, јер је као услов за остваривање права несагласних акционара прописивао упућивање писаног обавештења о намери коришћења права пре одлучивања на седници (чл. 444(5-6)). Исти законодавни развој је имало и право Републике Српске.

42 Право Делавера изричито наглашава да гласањем против одлуке акционар није испунио услов давања обавештења о намери коришћења овог права. Вид.: Delaware GCL, § 262(d)(1).

43 Супротно вид.: Дијана Марковић-Бајаловић, *Право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Источном Сарајеву, Источно Сарајево, 2011, 333.

44 Црногорско право појам несагласности везује искључиво за гласање против на седници скупштине. Вид.: ЗОПД ЦГ, чл. 32а(1).

1) Прва ситуација се односи на оне акционаре који се на седници уздрже од гласања.⁴⁵ Практично посматрано, уздржаност при гласању има исти ефекат као и гласање против одлуке. Неопходан услов за усвајање одлуке је да је за њу гласала одређена већина (тзв. већина за одлучивање), што значи да сва лица која нису гласала за одлуку имају једнак значај из угла усвајања, односно неусвајања једне одлуке. Отуда је оправдан став законодавца да за сврхе коришћења права на излазак из друштва изједначи акционаре који су гласали против и акционаре који су се уздржали од гласања. У оба случаја, није нужно да је акционар гласао лично, јер иста права акционар има у случају гласања у одсуству (гласања преко пуномоћника, гласања писаним путем и гласања електронским путем).

2) Поред акционара који су гласали за одлуку или су били уздржани, закон право на излазак из друштва даје и акционарима који нису присуствовали седници на којој је одлука усвојена.⁴⁶ Ова одредба се у пракси показала као контрадикторна, те су се у погледу њеног тумачења искристалисала два супротстављена става. Према првом ставу, сваки акционар који није гласао на скупштинској седници, има права по основу несагласности, под условом да у законом прописаном року поднесе захтев друштву за откуп акција. Овакво схватање имплицитно претпоставља да је акционар своју несагласност усвојеном одлуком *ex post* исказао благовременим подношењем одговарајућег захтева. Отуда се закључује да гласање није нужан услов за остваривање овог права. Овакав став доминира у нашој судској пракси.⁴⁷

45 Највећи број америчких држава као услов за остваривање права на излазак захтева гласање против одлуке, а одређен број држава, међу којима и Делавер, дозвољавају да се акционар и уздржи од гласања. Вид.: J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O'Neal, 597.

46 ЗОПД 2011, чл. 474(2). Исто и: ЗОПД РС, чл. 435(2).

47 „Да ли акционари који нису присуствовали скупштини акционара на којој је донета одлука са којом се не слажу, а којом се располаже имовином велике вредности, нити су гласали писаним путем ван скупштине, имају право да захтевају од друштва да откупи њихове акције? ... Из цитиране одредбе члана 474. Закона о привредним друштвима, произилази да право на откуп акција и исплату има и акционар који није присуствовао седници скупштине на којој се одлучује о питањима из става 1. овог члана, на начин и по поступку који је прописан одредбама члана 475. и 476. Закона о привредним друштвима.“ Вид.: Одговори на питања привредних судова који су утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда одржаној дана 12.11.2013. и 14.11.2013. године и на седници Одељења за привредне преступе и управно-рачунске спорове одржаној дана 6.11.2013. године, *Судска пракса привредних судова*, бр. 3/2013, питање бр. 2, 82-83.

Према другом ставу, појам „акционар који није присуствовао седници скупштине“ обухвата само оне акционаре који нису лично присуствовали седници, већ су гласали у одсуству. За разлику од претходног, ово мишљење претпоставља да акционар мора гласати против одлуке или бити уздржан, само то не чини тако што лично присуствује седници скупштине, већ користи неки од модалитета гласања у одсуству. Према томе, накнадно подношење захтева за откуп акција није довољно да би се један акционар сматрао несагласним. Овај став прихвата и Комисија за хартије од вредности. Имајући у виду све дилеме у вези са овим проблемом и бројне судске спорове поводом примене ове одредбе, Народној скупштини Републике Србије је поднет предлог за аутентично тумачење, који се тренутно налази у одбору за законодавство.

Језичко и системско тумачење неспорно иде у прилог прихватања првог става.⁴⁸ Наиме, када закон говори о томе да акционар има право на излазак из друштва ако гласа против или се уздржи од гласања, то обухвата, како гласање од стране лично присутног акционара, тако и било који модалитет гласања у одсуству. Уосталом, кад год се у праву акционарских друштава неко право акционара везује за његово негласање за одређену одлуку, никада се не поставља питање на који начин је акционар остваривао своје право гласа, јер се у том погледу примењују општа правила о начинима учешћа у раду скупштине. Тако посматрано, акционар који није присуствовао на седници је оно лице које није гласало, ни на један од законом дозвољених начина.

Међутим, премда је овакво тумачење у складу са језиком закона и његовим другим одредбама, правно-догматски је погрешно. Институт права несагласних акционара мора имати *de minimis* карактер. Ширење овог права на лица која су своју несагласност исказала накнадно, благовременим подношењем захтева за откуп акција, није у духу овог института. На овај начин би право несагласних акционара добило другу димензију, која се из теоријског угла не би могла лако бранити. Овакво решење би у великом броју случајева онемогућило спровођење фундаменталних корпоративних промена, јер се за усвајање тих одлука тражи, по правилу, квалификована релативна већина, те се може десити да број несагласних акционара буде већи од броја акционара који су гласали за одлуку. Излишно је говорити у каквим би се проблемима у вези са ликвидношћу нашло друштво у тим ситуацијама. Све наведено је појачано и чињеницом

48 Упор.: З. Стефановић, Б. Станивук, 473.

да у српском праву не постоји обавеза акционара да најави коришћење права на излазак из друштва.

Pro futuro би најбоље било да законодавац избаци став 2 члана 474 Закона о привредним друштвима, који је ово право дао акционарима који нису присуствовали скупштинској седници.⁴⁹ На овај начин би се српско право ускладило са решењима у упоредном праву.⁵⁰ Прихватљиво је и алтернативно решење, које се у пракси понекад помиње, а према коме законодавац треба као услов за остваривање права на излазак овим акционарима да пропише да су они гласали у одсуству, чиме су неспорно показали своју несагласност. И у једном и у другом случају, неспорно је да права по основу несагласности имају само акционари који су на одговарајући начин лично гласали на скупштинској седници или су у складу са законом гласали у одсуству. Једина примедба која се може дати алтернативном решењу је у томе да оно произлази из општег правила, због чега је теоријски прво решење исправније.

3. Подношење захтева друштву

Последњи услов који несагласни акционар треба да испуни је подношење захтева друштву. У српском праву, акционар је дужан да захтев за откуп акција достави друштву на седници скупштине на којој се доноси одлука или у року од 15 дана од дана закључења те седнице.⁵¹ Из наведене одредбе произлази да је дан одржавања скупштинске седнице најранији моменат за подношење захтева. Штавише, имајући у виду да закон говори о томе да захтев за остваривање права подноси несагласни акционар, услов несагласности може бити испуњен тек након усвајања скупштинске одлуке, јер се од тог тренутка може знати ко је гласао против одлуке, ко је био уздржан, односно ко није присуствовао седници, а то су лица која имају право на подношење захтева. На седници се захтев подноси председнику скупштине, односно лицу кога он овласти. Сви захтеви поднети пре усвајања скупштинске одлуке нису пуноважни.

Крајњи рок за подношење захтева је 15 дана од дана закључења скупштинске седнице. Протеком тог рока сваки несагласни акционар који није поднео захтев губи право на излазак из друштва.

49 Такво решење је прихватио и ЗОПД 2004 (чл. 444(1)).

50 За америчко право вид.: J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O'Neal, 597.

51 ЗОПД 2011, чл. 475(2). Исто и: ЗОПД РС, чл. 435(6). Наше раније решење и важеће црногорско право прописују рок од 30 дана. Вид.: ЗОПД 2004, чл. 444(6); ЗОПД ЦГ, чл. 32а(2).

Рок од 15 дана има још један практичан значај. Наиме, акционарско друштво је у обавези да несагласним акционарима који су благовремено поднели захтев исплати вредност акција у законом прописаном року (60 дана), при чему он почиње да тече од дана истека рока од 15 дана. Рок за исплату је јединствен за све акционаре, и не зависи од дана када је конкретан акционар поднео захтев друштву за остваривање права на откуп акција.

Како би се акционарима поједноставило испуњење овог процесног услова, закон је обавезао друштва да на посебан начин информишу акционаре о овом праву и начину његовог остваривања. То је учињено тако што је прописан додатни материјал за седницу скупштине на којој се предлаже усвајање одлуке која даје право на несагласност.⁵² Друштва су у обавези да као саставни део материјала за седницу сачине и формулар захтева акционара за остваривање овог права. Законом је прописана и садржина овог формулара, са идејом да акционар треба да попуни само три празна поља: 1) лично или пословно име, 2) пребивалиште, односно седиште и 3) број и класу акција чији откуп захтева. Предвиђене елементе формулара треба третирати као исцрпљујуће, због чега се не може тражити ни више, али ни мање информација од акционара. На овај начин је максимално поједностављено испуњење овог процедуралног услова.

Коначно, у неким државама је актуелно и питање да ли након подношења захтева за излазак акционар губи то својство. Америчке државе у овом погледу дају различите одговоре. Тако, према једнима, од момента подношења захтева акционар губи одређена права или му престаје својство акционара, док према другима, својство акционара престаје тек исплатом правичне накнаде од стране акционарског друштва.⁵³ За српско право је друго решење прихватљивије.

IV Проширење права и на чланове друштва са ограниченом одговорношћу

Законом о привредним друштвима из 2004. године је било предвиђено да се право несагласних акционара може применити и на преостале три форме привредних друштава, тј. на чланове друштва са ограниченом одговорношћу, ортаке ортачког друштва и комплементарне и ко-

52 ЗОПД 2011, чл. 475(1); ЗОПД РС, чл. 435(5).

53 J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O'Neal, 597.

мандиторе командитног друштва.⁵⁴ Услов је био да друштво својим интерним актима оптира за примену овог института или то учини актом којим се спроводи реорганизација друштва (спајање, подела, одвајање и промена правне форме). У сваком случају, овај закон је могућност примене права по основу несагласности проширио на чланове свих привредних друштава, те се у том смислу ово право могло посматрати као општи институт права привредних друштава. За акционарска друштва ово је био обавезан институт, што значи да она нису имала слободу да га укину, као ни да га на било који други начин ограниче. Супротно томе, за друга друштва он био факултативног (опционог) карактера, јер су она имала слободу да га примене ако оцене да је то у њиховом интересу, а законодавац им је дао и могућност да ово право даље ограниче.

Важећи закон у два правца мења приказано решење.⁵⁵ Прво, право несагласних акционара се може сходно применити само на чланове друштва са ограниченом одговорношћу, што значи да је ова опција укинута за друштва лица. Тако је од општег института права привредних друштава, ово право постало институт друштава капитала. Друго, примена на друштво са ограниченом одговорношћу је сада диспозитивно законско правило, а оснивачким актом друштва се може другачије одредити. Према томе, од опционог режима смо прешли на режим диспозитивности.

Проширење права несагласних акционара и на чланове друштва са ограниченом одговорношћу је непримерено решење. Разлог је веома једноставан: члановима друштва са ограниченом одговорношћу закон гарантује право на иступање из друштва из оправданих разлога.⁵⁶ Како сличан институт не постоји у праву акционарских друштава, право несагласних акционара треба да пружи неки вид ограничене заштите акционарима, дајући им право на иступање, у одређеним уско дефинисаним ситуацијама и под тачно прописаним условима.

Иступање члана из друштва са ограниченом одговорношћу из оправданог разлога је постављено тако да закон наводи када постоје нарочито оправдани разлози, при чему не забрањује друштвима да оснивачким актом предвиде и друге разлоге за иступање. Поступак иступања се састоји из три фазе: 1) подношења писаног захтева друштву од стране члана који намерава да иступи из друштва, 2) доношења одлуке о овом

54 ЗОПД 2004, чл. 446. Исто и: ЗОПД РС, чл. 437.

55 ЗОПД 2011, чл. 477.

56 ЗОПД 2011, чл. 188-194.

захтеву од стране скупштине и 3) вођења судског поступка, под условом да је скупштина одбила захтев или није одлучила о истом у одређеном року. Сходном применом права несагласних акционара на чланове друштва са ограниченом одговорношћу, ова лица добијају нови пут којим могу да иступе из друштва. Да ли је то оправдано?

Чини се да је одговор на постављено питање негативан. Међу законом претпостављеним оправданим разлозима за иступање не налазе се корпоративне промене које дају права по основу несагласности. Међутим, закон дозвољава друштвима да оснивачким актом предвиде и друге оправдане разлоге за иступање, где би свакако могли своје место да нађу и, примера ради, статусне промене, промена правне форме, располагање имовином велике вредности и сл. Према томе, законодавац је већ дао могућност друштвима са ограниченом одговорношћу да сами кроје разлоге за иступање, у ком случају се примењује законом предвиђен поступак иступања.

Уместо да се задржао на овој регулативи, која у довољној мери штити мањинске чланове друштва са ограниченом одговорношћу, законодавац је увео и паралелан режим, који се примењује у случају несагласности члана у односу на одређене скупштинске одлуке, и то као диспозитивно правило, од кога друштва могу да одступе. Тако долазимо у ситуацију да се прави разлика између две групе оправданих разлога за иступање, на које се примењују различити поступци, како унутар друштва, тако и у вези са судском заштитом.

Проблематика два колосека иступања из оправданих разлога се може илустровати на примеру накнаде која се плаћа члану који иступа из друштва. У режиму иступања члана из оправданог разлога накнада се одређује према тржишној вредности удела члана друштва на дан подношења тужбе, ако оснивачким актом није предвиђен други начин одређивања те накнаде. У режиму иступања због несагласности накнада која се исплаћује члану представља највишу од три вредности удела (књиговодствене, тржишне и процењене), при чему се те вредности утврђују на дан доношења одлуке о сазивању скупштинске седнице. Према томе, ова два режима дају члановима различита права на накнаду, јер се у првом случају она односи само на тржишну вредност, док се у другом случају она везује за највишу од три вредности, при чему је тржишна једна од те три вредности. Такође, и моменат када се ове вредности утврђују није истоветан. Коначно, режим иступања члана из оправданих разлога је флексибилан, јер друштво може да предвиди и други начин одређивања накна-

де, различит од законског. Супротно томе, право несагласних чланова на накнаду је засновано на императивним правилима.

Примена права несагласних акционара на чланове друштва са ограниченом одговорношћу показује и један „системски недостатак“. Наиме, основни услов за остваривање права, који терети акционара, односно члана је несагласност са усвојеном скупштинском одлуком. Међутим, проблем код друштава са ограниченом одговорношћу може наступити у ситуацији када оснивачки акт, искористи опцију дату законом, те надлежност за усвајање неких одлука о фундаменталним корпоративним променама са скупштине пренесе на управу. Из свега наведеног се изводи закључак да постојеће српско решење треба променити, и то тако да се примена овог института веже искључиво за акционарска друштва, без могућности проширења на друга привредна друштва (како је то прописивао Закон о привредним друштвима из 2004. године), односно друштво са ограниченом одговорношћу (како то прописује важећи закон).

IV Закључак

Услови за остваривање права несагласних акционара су у српском праву неспорно у интересу мањинских акционара. Уместо да је законодавац искористио овај институт како би успоставио равнотежу интереса акционара и интереса друштва, клатно ове регулативе се у потпуности померило ка акционарима. Овакав закључак произлази из материјалних и формалних услова за остваривање овог права. Наиме, материјални услови су широко постављени, што значи да акционари имају права по основу несагласности у бројним ситуацијама. Супротно томе, процесни услови су максимално либерални, те се акционарима остварење овог права гарантује уз испуњење минималних услова. *De lege ferenda* се треба заложити за рестриктивније дефинисање корпоративних промена које дају акционарима право на излазак из друштва, али и прописивање додатних процесних услова за остваривање овог права.

Vuk RADOVIĆ, PhD, Mag. iur., LL.M. (University of Pittsburgh)
Associate Professor at the Faculty of Law University of Belgrade

CONDITIONS FOR EXERCISING SHAREHOLDER'S RIGHT TO APPRAISAL

Summary

Shareholder's right to appraisal (right to exit the company with the equitable price) represents a controversial topic of corporation law, which is why relatively small number of countries, including Serbia, accept it. In this article, the author analyses only one aspect of this right – conditions for its exercising. After introductory remarks, the first part of this article explores triggering events, i.e. fundamental corporate changes that trigger the appraisal rights. The second part deals with procedural requirements that a shareholder must fulfill in order to have the right to exit the company (objection prior to shareholder meeting, voting against the proposal and request for appraisal). Finally, the author emphasizes that appraisal rights should not be given to members of limited liability company. In conclusion it is recommended that Serbian law should de lege ferenda: 1) narrow appraisal-triggering corporate events, 2) introduce additional procedural requirements for exercising the right to exit and 3) not apply this right to members of limited liability company.

Key words: *shareholder, corporation, fundamental corporate change, right to appraisal, general meeting of shareholders, limited liability company.*