

Др Вања СЕРЈЕВИЋ*

ОТКУП АКЦИЈА НЕСАГЛАСНИХ МАЊИНСКИХ АКЦИОНАРА

Резиме

Предмет рада је критички осврт аутора на нормативну и судску праксу у вези са правом акционара који су несагласни са одлуком скупштине акционарског друштва – да захтевају откуп акција од акционарског друштва. Правна теорија, норматива и пракса указују на потребу ограничене примене права несагласних акционара на откуп акција, у циљу спречавања злоупотребе тог права (као својеврсне злоупотребе права мањине). Таква потреба је препозната и у парничном предмету Привредног суда у Нишу, у коме је суд утврдио да су тужиоци (несагласни акционари) – манипулативном трговином и злоупотребом права – стекли статус акционара и поднели захтев друштву за откуп акција (а касније, у судском поступку, и за исплату разлике до пуне вредности њихових акција). У вези са тим поступком, овај рад представља и критички осврт на одлуку Врховног касационог суда Прев 378/2017 од 10.05.2018. године, којом су укинуте пресуде првостепеног и другостепеног суда и одбачен став о постојању злоупотребе права мањинских акционара и манипулативне трговине, као и став о престанку права на откуп акција заснованог на одлуци друштва за коју је накнадно утврђено да је без правног дејства.

Кључне речи: мањински акционари, откуп акција, злоупотреба права.

І Увод

Право акционара на откуп акција утврђено је у домаћем праву одредбама чл. 474 Закона о привредним друштвима.¹ Ово право има акционар који гласа против или се уздржи од гласања за једну или више

* судија Привредног суда у Нишу

1 Закон о привредним друштвима – ЗПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015, 44/2018, 95/2018.

одлука које су наведене у Закону, међу којима је и одлука о повлачењу једне или више класа акција са регулисаног тржишта, односно мултилатералне трговачке платформе у смислу закона којим се уређује тржиште капитала (у раду: „одлука о повлачењу акција са регулисаног тржишта“).² На повлачење акција са регулисаног тржишта примењују се одговарајуће одредбе закона којим се уређује тржиште капитала.³ Акционар који затражи од друштва да од њега откупи акције не може оспоравати одлуку друштва на којој заснива то право.⁴ Одлука друштва на којој акционар заснива право на откуп акција мора садржати одредбу о томе да ступа на снагу давањем писане изјаве од стране председника одбора директора, односно председника надзорног одбора друштва ако је управљање друштвом дводомно, да су све обавезе друштва у вези са откупом акција несагласних акционара у целости извршене у складу са чл. 475 и 476 ЗПД, односно да није било несагласних акционара.⁵ Одредбама чл. 475 ЗПД уређен је поступак остваривања права на откуп акција, док је одредбама чл. 476 ЗПД уређена судска заштита несагласног акционара. Судска заштита акционара се остварује тужбом за исплату пуне вредности његових акција (ако му друштво није извршило никакву исплату по том основу), или тужбом за исплату разлике до пуне вредности његових акција (ако сматра да му је друштво на име откупне цене за његове акције исплатило нижи износ од те вредности).⁶

Упоредноправном анализом аутор рада закључује да: 1) напред наведени правни оквир остваривања права на откуп акција прелази нормативне оквире овог института у упоредном праву; 2) домаће компанијско право не даје могућност ускраћивања права на откуп акција када је исто стечено злоупотребом права, нити препознаје и дефинише појам *злоупотребе права мањинских акционара*, иако се ради о општем теоријском, нормативном и практичном институту у упоредном компанијском праву; 3) домаће право не садржи одредбе о последицама ништаве одлуке друштва (или, уопште, одлуке која је без правног дејства) на остваривање права несагласних акционара на откуп акција.

Наведени, по оцени аутора, недостаци домаћег правног оквира права на откуп акција по основу одлуке друштва о повлачењу акција са регулисаног тржишта погодују манипулативним радњама на тржишту

2 ЗПД, чл. 474 ст. 1 тач. 7.

3 ЗПД, чл. 474 ст. 4.

4 ЗПД, чл. 474 ст. 2.

5 ЗПД, чл. 474 ст. 3.

6 ЗПД, чл. 476 ст. 1.

капитала и злоупотреби права мањинских акционара у циљу остваривања права на откуп акција (а тиме и остваривања значајне разлике између неретко потцењене тржишне цене по којој су стекли акције друштва и пуне вредности тих акција, као правичне вредности до које се долази проценом вредности друштва).⁷ Злоупотреба права је *општи* правни институт, па судови могу препознати и санкционисати злоупотребе права у поступку по тужби несагласног акционара за откуп акција. Привредни суд у Нишу је управо тако поступио када је одбио тужбени захтев несагласних акционара за исплату разлике до пуне вредности њихових акција, из следећих разлога: 1) због манипулативног стицања статуса акционара који има право да гласа на седници скупштине о повлачењу акција са регулисаног тржишта; 2) због злоупотребе права на откуп акција, с обзиром да су несагласни акционари у питању знали да је њихово стицање акција било искључиви разлог непуноважности одлуке скупштине о повлачењу акција са регулисаног тржишта (према одредбама закона којим се уређује тржиште капитала); 3) због тога што је одлуком Београдске берзе одбијен захтев друштва за искључење акција са тржишта капитала, чиме је и формално потврђено да је одлука скупштине о повлачењу акција са регулисаног тржишта без правног дејства (што је, по ставу првостепеног суда, довољан разлог за одбијање тужбеног захтева, независно од претходно утврђене манипулативне трговине и злоупотребе права на откуп акција).⁸

Међутим, одлука Врховног касационог суда донета у истом предмету Привредног суда у Нишу (прихватањем одлучивања о посебној ревизији тужилаца) дестимулативно делује на поступање првостепених

7 Према одредби чл. 475 ст. 3 ЗПД у вези ст. 1 тач. 2, 3 и 4 истог члана, друштво је у обавези да несагласном акционару откупи акције по тржишној вредности (утврђеној у складу са чл. 259 ст. 1 ЗПД), односно, по вишој вредности између књиговодствене и процењене вредности акција јавног акционарског друштва (утврђеној у складу са чл. 51 ЗПД). Тржишна вредност акције утврђује се као пондерисана просечна цена остварена на регулисаном тржишту, одн. мултилатералној трговачкој платформи, у периоду од шест месеци који претходи дану доношења одлуке којом се утврђује тржишна вредност акција, под условом да је у том периоду остварен обим промета тим акцијама од најмање 0,5 % од укупног броја издатих акција те класе и да се трговало више од 1/3 трговачких дана на месечном нивоу (ЗПД, чл. 259 ст. 1). У супротном (ако није остварен наведени обим промета и број трговачких дана), тржишна вредност акција се одређује проценом од стране судског вештака, ревизора, или другог стручног лица (укључујући и привредно друштво) које је од стране надлежног државног органа овлашћено да врши процене вредности ствари или права (ЗПД, чл. 51-57).

8 Пресуда Привредног суда у Нишу 3 П 765/15 (спојен: П 775/15) од 01.06.2016. године, потврђена Пресудом Привредног апелационог суда Пж 5906/16 од 27.06.2017. године.

судова, јер не прихвата ниједан од напред изнетих разлога за одбијање захтева тужилаца.⁹ Истовремено, ова одлука стимулише учеснике на тржишту капитала на манипулативну трговину и злоупотребу права, док, с друге стране, дестимулише приватне инвеститоре да улажу капитал у акционарска друштва чије су акције предмет трговања на регулисаном тржишту. У крајњем, одлука има негативан утицај на развојне потенцијале тржишта капитала у Републици Србији.

II Право на откуп акција – упоредноправни осврт

1. Садржина права

Право на откуп акција несагласних акционара је општи правни институт компанијског права, који се заснива на следећим обавезним елементима садржине самог права: 1) одлука скупштине акционарског друштва, 2) несагласност акционара са одлуком скупштине, 3) захтев акционара друштву да откупи његове акције. Право на откуп укључује, као додатни елемент садржине, и право несагласних акционара да, у посебном поступку, захтевају исплату разлике између откупне и пуне вредности акција друштва, а на основу процене правичне (фер) вредности њихових акција (енг. *appraisal right*). Упоредна анализа овог института указује на разлике у погледу основа, услова и поступка остваривања права на откуп акција.¹⁰

Право несагласних акционара на откуп акција има и своје негативно одређење у односу на друга, сродна права мањинских акционара. Наиме, ово право треба разликовати од права на откуп акција у поступку

9 Решење Врховног касационог суда Прев 378/2017 од 10.05.2018. године, достављено Привредном суду у Нишу дана 25.01.2019. године. Уместо да преиначи пресуде нижестепених судова сагласно изнетом ставу о наводно погрешној примени материјалног права, Врховни касациони суд је предмет вратио на поновни поступак само ради утврђивања чињенице „да ли је тужено друштво цену акција утврдило на начин предвиђен у одредби чл. 475. ст. 1. Закона о привредним друштвима или није...“ - иако је првостепени суд ту чињеницу утврдио у поступку вештачења.

10 С тим у вези, указујемо на посебан режим овог права у британском *common law* компанијском праву. Наиме, британским Компанијским законом из 2006. године оно уопште и није предвиђено као такво, већ се остварује посредно, у судском поступку по тужби мањинских акционара за заштиту од непоштеног пословања (енг. *'unfair prejudice'*), и то на основу дискреционе оцене суда о оправданости предузимања такве мере заштите акционара или члана друштва. Видети, британски Компанијски закон из 2006. године (*Companies Act, CA*), Part 30 – *Protection of members against unfair prejudice*, чл. 996 ст. (2) тач. (e).

преузимања акционарског друштва.¹¹ Такође, треба га разликовати од права мањинских акционара на продају акција (енг. *'sell-out'*) које се остварује подношењем захтева акционару, чије акције представљају најмање 90 % основног капитала друштва (и који има најмање 90 % гласова свих акционара који поседују обичне акције), да изврши куповину њихових акција – насупротив праву тако квалификованог акционара да од мањинских акционара захтева принудни откуп њихових акција (енг. *'squeeze-out'*).¹² Најзад, право несагласних акционара (у ужем смислу) треба разликовати и од права *спољних* акционара на продају акција у случају привредних друштава повезаних путем уговора о контроли и управљању,¹³ а посебно од права тих акционара на примерену накнаду коју је контролно друштво дужно да им плаћа на годишњем нивоу.¹⁴

2. Основи и обим остваривања права на откуп акција

Упоредноправна анализа показује да су основи остваривања предметног права у посматраним државама рестриктивнији у односу на право Републике Србије.¹⁵ Према одредбама чл. 474 ст. 1 ЗПД, акционар може да тражи од друштва да откупи његове акције ако гласа против или се уздржи од гласања за следеће одлуке: 1) о промени статута друштва којим се умањују његова права из чл. 251 ст. 1 тач. 1-4 и и права из чл. 253 овог закона; 2) о статусној промени; 3) о промени правне форме; 4) о промени времена трајања друштва; 5) којом се одобрава стицање или располагање имовином велике вредности; 6) којом се мењају његова друга права (ако је тако одређено статутом); 7) о повлачењу једне или више

11 Закон о преузимању акционарских друштава – ЗПАД, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011, 108/2016. Према одредби чл. 416 ст. 1 овог закона, сваки акционар циљног друштва може преко месно надлежног привредног суда да захтева откуп акција, под условима под којима је морала бити објављена понуда за преузимање, и то у следећим случајевима: ако понуђач, након настанка обавезе објављивања понуде за преузимање, у законском року не поднесе уредан захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање или му Комисија одбије или одбаци захтев за одобрење, или након што му је Комисија одобрила захтев за објављивање понуде за преузимање, не објави понуду за преузимање под условима и на начин из овог закона, или уколико Комисија обустави поступак преузимања.

12 Принудни откуп акција и право на продају акција уређени су одредбама чл. 515-523 ЗПД.

13 ЗПД, чл. 564.

14 ЗПД, чл. 562.

15 Предмет упоредне анализе аутора је право Немачке, Италије, Француске, САД. Због просторног ограничења рада, аутор даје само опште назнаке о упоредним решењима и упућује на непосредне изворе и референце.

класа акција са регулисаног тржишта, одн. мултилатералне трговачке платформе у смислу закона којим се уређује тржиште капитала.

Приметно је, међутим, да у упоредном праву одлука друштва о повлачењу акција са регулисаног тржишта не представља самостални (појединачни) основ заснивања права несагласних акционара на откуп акција.¹⁶ У Немачкој је доношење одлуке о повлачењу акција са регулисаног тржишта у надлежности управног одбора, а не скупштине друштва. Сагласно одлуци немачког Савезног суда из 2013. године,¹⁷ није потребна ни сагласност скупштине друштва са одлуком управног одбора о повлачењу акција.¹⁸ Према тој судској одлуци (као и одлуци немачког Савезног уставног суда из 2012. године), одлука друштва о повлачењу акција са регулисаног тржишта није основ стицања права на откуп акција несагласних акционара. Међутим, почев од 26. новембра 2015. године, друштво је обавезно да истовремено са захтевом за повлачење акција сачини и објави обавезну понуду за откуп акција. Ова обавеза је уведена изменама и допунама немачког Закона о берзи,¹⁹ у поступку усаглашавања са Директивом ЕУ о транспарентности 2013/50/ЕУ (о изменама и допунама Директиве 2004/109/ЕЦ).²⁰ Право несагласних акционара на откуп акција признато је у немачком праву само у случају појединих облика статусне промене (припајања, преноса имовине на друго друштво), као и у случају промене правне форме акционарског друштва.²¹ Немачким Законом о акционарским друштвима предвиђени су основи за остваривање сродних права мањинских акционара на исплату одговарајуће накнаде: у случају потпуне интеграције контролисаног друштва у контролно друштво; у случају уговора о контроли и управљању (које контролни акционар закључује са друштвом); као и у случају права на принудни откуп акција.²² Поступак и начин утвр-

16 Видети, италијански Грађански законик из 1942. године (*Codice Civile*), чл. 2437.

17 Bundesgerichtshof, II ZB 26/12, Beschluss vom 8. Oktober 2013 in dem Rechtsstreit (доступно на адреси: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document>, 17.04.2019).

18 <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-corporate-governance-review-edition-8/1168527/germany>, 15.04.2019.

19 Немачки Закон о берзи из 2007. године, са последњим изменама из 2017. године (*Börsengesetz, BörsG*).

20 DIRECTIVE 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013, *Official Journal of the European Union*, L 294/13, 6.11.2013 – amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market ... ('Transparency Directive').

21 Немачки Закон о трансформацији из 1994. године (*Umwandlungsgesetz, UmwG*).

22 Немачки Закон о акционарским друштвима из 1965. године (*Aktiengesetz, AktG*).

ђивања откупне вредности акција мањинских акционара и висине накнада по сродним основима – уређени су посебним Законом о поступку процене вредности из 2003. године.²³

Осим упоредноправних ограничења основа права на откуп, приметно је условљавање остваривања права економско-правним концептом тржишне цене као правичне откупне цене акција. Наиме, економски концепт ефикасног тржишта и вредности акција наметнуо је теоријски и нормативни став да право на откуп не треба признати ако су акције друштва тржишно ликвидне и ако нису битно потцењене на тржишту.²⁴ У том случају, несагласни акционари могу остварити намеру повлачења из друштва продајом својих акција на организованом тржишту капитала. *Argumentum a contrario*, разумно је признати ово право несагласним акционарима када су акције друштва у зони ниске ликвидности, а уз то и тржишно битно потцењене у односу на стварну вредност друштва. Неки аутори предлажу судовима да тржишну цену акција прихватају као меродавну чак и у случају када је тржиште акција неефикасно, сматрајући то јединим објективним приступом, уз дискреционо овлашћење суда да изврши потребне корекције.²⁵

Такође, постоје предлози стручне јавности да право на откуп треба признати само несагласним акционарима који су статус акционара имали на дан доношења одлуке о сазивању скупштине друштва²⁶ – у циљу спречавања тзв. арбитражног вредновања (енг. *appraisal arbitrage*) којим се остварује безризични профит по основу разлике између куповне

23 Немачки Закон о поступку процене вредности акција из 2003. године (*Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren – Spruchverfahrensgesetz, SpruchG*).

24 Jonathan Macey, Joshua Mitts, „Asking the Rights Questions: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets“, *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No 428/2018*, 2018, 13 – Cit. „Since fairness requires treating similarly situated investors alike and does not require affording special treatment to dissenting shareholders, market prices are adequate indicators of fair value in efficient markets even during troughs and bubbles.“

25 *Id.*, cit. „... even prices produced in an inefficient market are a more reliable assessment of fair value than the wildly divergent predictions of an expert witness who tailors his or her valuation to the litigation imperatives of his or her client.“ (...) „Thus, courts should expand their reliance on market prices to include an analysis of stocks that do not trade in an efficient market not because such prices are perfect (...) (R)ather, because such prices are methodologically unbiased and qualitatively the best source of information about fundamental values.“

26 Trevor S. Norwitz, „Delaware Legislature Should Act to Curb Appraisal Arbitrage Abuses“, Columbia Law School Blue Sky Blog, Feb. 10, 2015 (доступно на адреси: <https://www.google.com/search?client=firefox-b-d&q=trevor+s.+norwitz%2C+delaware+legislature+should+act-to+curb+appraisal+arbitrage+abuses>, 13.04.2019).

и продајне цене акција.²⁷ Основни аргумент овог дела стручне јавности је да право на откуп акција није предвиђено да служи краткорочним циљевима спекулативних инвеститора, који злоупотребљавају систем како би остварили профит на рачун осталих акционара.²⁸

3. Ограничења права на откуп акција

а) Одлука је у интересу компаније и није неправична у односу на мањинске акционаре

Начело једнакости права акционара исте класе (енг. *the general principle of the equal treatment of shareholders*) није неограничено, посебно када је у питању остваривање права гласа на скупштини акционара. Тачније, не сме се допустити позивање на ово начело у циљу дерогације обавезе поштовања одлуке већине (енг. *obligation to submit to majority rule*) која је у интересу саме компаније (енг. *in compliance with corporate benefit*), а потребно је предвидети и санкције за случај злоупотребе права мањине (енг. *abuse of minority rights*).²⁹ Наведени став је заступан у теорији и пракси компанијског права ЕУ, одн. њених држава чланица, као и од стране истакнутих представника домаће теорије компанијског права.³⁰

б) Откуп акција угрожава ликвидност компаније и њен опстанак на тржишту

Право несагласних акционара на откуп акција може представљати значајно финансијско оптерећење за привредно друштво,³¹ у тој мери да „ликвидност акција несагласних акционара може водити неликвидности самог друштва узрокованог извршењем ове обавезе“.³² У циљу спречавања таквих последица, потребно је законом омогућити привредном друштву

27 „Арбитража представља коришћење погрешно процењених хартија од вредности у циљу остваривања безризичног профита.“ (цит) Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, *Основи инвестиција*, 6. издање, 1. српско издање, Београд, 2009, 204.

28 „The remedy was not designed to create a new way for short-term speculators to game the system and profit at the expense of the broader shareholder body.“ (цит. Т. Norwitz, 2015)

29 „Rights and obligations of shareholders, national regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency“, European Parliament, Study, May 2012, 117.

30 Видети, Мирко Васиљевић, „Закон о привредним друштвима Србије – може ли боље?“, *Билтен судске праксе привредних судова*, бр. 4/2018, Београд, 2018, 294.

31 Откупом акција несагласних акционара друштво стиче сопствене акције у односу на које се не примењују одредбе чл. 282 ст. 2-5 ЗПД о ограничењима стицања сопствених акција, прописаним у циљу очувања нето имовине друштва. Видети, ЗПД, чл. 282 ст. 2-5, у вези чл. 284 тач. 1.

32 М. Васиљевић, 296.

да одустане од намераване одлуке која је повод за остваривање права на откуп, уз алтернативно право да од надлежног суда или регулаторног тела на тржишту капитала захтева ослобођење од обавезе откупа акција из економских разлога или правичности.³³ Одустанак друштва од одлуке у односу на коју је засновано право несагласних акционара на откуп акција, признат је као основ за престанак тог права у упоредној пракси већ почетком прошлог века.³⁴

в) Поступак побијања одлуке скупштине друштва

Одлука скупштине на којој је засновано право на откуп може бити супротна закону или статуту – што је један од разлога за побијање одлуке тужбом, коју сваки акционар који је имао право учешћа у раду седнице скупштине може поднети надлежном привредном суду у року од 30 дана од дана сазнања за одлуку, одн. од дана регистрације одлуке, али не касније од три месеца од када је одлука донета.³⁵ У случају такве одлуке и, посебно, одлуке о повлачењу акција друштва са регулисаног тржишта, може се поставити питање правног дејства незаконите одлуке за коју ниједан акционар није поднео тужбу ради побијања, или је то учинио по истеку прописаних рокова.

Право акционара несагласних са одлуком скупштине друштва да захтевају откуп акција у односу је међусобне искључивости са правом акционара на побијање одлуке скупштине. Тачније, акционар који поднесе захтев за откуп акција не може оспоравати одлуку друштва на којој заснива то право.³⁶ *Argumentum a contrario*, поднета тужба било ког другог акционара ради побијања одлуке скупштине друштва требало би да представља основ за застој одлучивања друштва о праву на откуп акција до правноснажности одлуке суда о тужби за поништај. Правноснажна одлука суда којом се поништава одлука скупштине имала би за последицу престанак права свих несагласних акционара на откуп акција. Међутим, Законом није прописана могућност застоја поступка остваривања права на откуп акција до правноснажног окончања поступка побијања

33 Видети: „*Minority Buy-Outs*“, Law Commission, New Zealand, Report 74 Wellington, New Zealand, 2001, 2.

34 Irving J. Levy, „Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment“, 15 *Cornell L. Rev.* 420 (1930), 434.

35 ЗПД, чл. 376 ст. 1 и 3.

36 ЗПД, чл. 474 ст. 2.

одлуке скупштине.³⁷ Истовремено, прописани рокови за остваривање права на откуп (15 дана за подношење захтева, рачунајући од дана закључења седнице скупштине, и наредних 60 дана за откуп акција) намећу обавезу откупа акција и пре истека рока за подношење тужбе ради побивања одлуке скупштине на којој је право откупа засновано (три месеца од дана када је одлука донета). Проистиче да би друштву – у случају поништаја одлуке поводом које је претходно извршен откуп акција (и, евентуално, исплаћена разлика до пуне вредности акција на основу судске одлуке донете по тужби несагласних акционара) – требало признати право на реституцију, која би се извршила продајом сопствених акција лицима од којих су стечене у поступку остваривања права на откуп, по продајној цени која је једнака исплаћеној откупној цени, укључујући и евентуално исплаћену разлику до пуне вредности акција. Исто право друштву би требало признати и у случају да је за одлуку скупштине накнадно утврђено да је без правног дејства, а тиме и без могућности примене.

г) Одлука скупштине на којој је засновано право на откуп је без правног дејства

Одлука друштва о повлачењу акција са регулисаног тржишта подложна је преиспитивању и коначној потврди (дозволом повлачења акција са тржишта) од стране организатора тржишта капитала. Законом о тржишту капитала прописано је да скупштина јавног друштва може донети одлуку о повлачењу акција са регулисаног тржишта, односно МТП, ако су кумулативно испуњени следећи услови: 1) да друштво има мање од 10.000 акционара; 2) да је у периоду од шест месеци који претходи доношењу одлуке укупно остварени обим промета акција које су предмет повлачења износио мање од 0,5 % од њиховог укупно издатог броја; 3) да је у најмање три месеца периода из тачке 2) остварени месечни обим промета таквим акцијама на регулисаном тржишту, односно МТП износио мање од 0,05 % од њиховог укупно издатог броја.³⁸ Наведени, законом прописани услови могу бити испуњени на дан сазивања седнице скупштине, иако до дана одржавања саме седнице не морају бити задовољени, посебно и због могућности манипулативне трговине акцијама друштва у том периоду. Управо је то био случај у напред поменутој

37 Поднета тужба за поништај одлуке не спречава извршење, нити регистрацију одлуке, а суд може само по захтеву тужиоца (акционара) донети привремену меру забране извршења, одн. регистрације. (ЗПД, чл. 379)

38 Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, чл. 123 ст. 2.

парници Привредног суда у Нишу – у којој је утврђено да је предметна одлука друштва остала без правног дејства, тако што је решењем Београдске берзе одбијен захтев за искључење акција (јер је у периоду од шест месеци који претходи дану доношења одлуке издаваоца остварени обим промета био већи од прописаног). Притом је законом прописана горња граница шестомесечног промета од 0,5 % у односу на укупан број издатих акција прекорачена прометом оствареним стицањем акција од стране тужилаца у периоду од дана објављивања јавног позива за учешће у раду седнице скупштине до дана њеног одржавања – прецизније, до дана који је у јавном позиву одређен као дан утврђивања листе акционара са правом учешћа у раду скупштине.

Сагласно је основним принципима права и правде да одлука друштва која је без правног дејства (иако није поништена судском одлуком) није и не може бити основ за остваривање права несагласних акционара на откуп акција. Такво схватање је у складу и са упоредноправном теоријом и праксом.³⁹ У неким правним системима је законом изричито прописано да несагласни акционари стичу право на откуп акција ако и када одлука скупштине на којој је то право засновано буде и примењена.⁴⁰ Закон Републике Србије, управо супротно, прописује да одлука скупштине мора садржати одредбу о томе да ступа на снагу давањем писане изјаве председника одбора директора, одн. председника надзорног одбора, да су све обавезе друштва у вези са откупом акција у целости извршене, одн. да није било несагласних акционара.

д) Манипулативно стицање акција

Законом о тржишту капитала прописано је да су манипулације на тржишту забрањене.⁴¹ Манипулације на тржишту, између осталог, представљају: трансакције и налози за трговање којима се дају или који ће вероватно пружити неистините или обмањујуће сигнале или информације о понуди, тражњи или цени финансијских инструмената;⁴² трансакције или налози за трговање у којима се употребљавају фиктивни поступци или сваки други облик обмане или преваре.⁴³ У предметној парници Привред-

39 I. Levy, 435. Cit: „Unauthorized and fraudulent changes may be enjoined. (...) But it is probable that payment of the dissenters will be held to be merely a condition subsequent to making the change valid, ...“.

40 Okay Hiacinth Anyadiegwu, „Minority Shareholder's Remedies in Corporate Law“, A Thesis ... for the Degree of Master of Laws, The University of British Columbia, 1991, 227.

41 ЗТК, чл. 86 ст. 1.

42 ЗТК, чл. 85 ст. 1 тач. 1(1).

43 ЗТК, чл. 85 ст. 1 тач. 2.

ног суда у Нишу утврђено је да је обим трговања акцијама туженог у шестомесечном периоду који је претходио дану објављивања јавног позива за учешће у раду скупштине (на којој је донета одлука о повлачењу акција са регулисаног тржишта) износио 0,34% од укупног броја издатих акција. Истовремено, утврђено је да је обим трговања на основу налога тужилаца у периоду од свега пет дана (у оквиру периода након дана објављивања позива до дана који је у јавном позиву одређен као дан утврђивања листе акционара са правом учешћа на седници скупштине) – износио 0,205% од укупног броја издатих акција. Суд је закључио да предметне трансакције, по којима су тужиоци у року од свега пет дана стекли акције у наведеном обиму, представљају изненадно и значајно одступање од посматраног промета акцијама туженог на Београдској берзи у шестомесечном периоду који је претходио објављивању јавног позива за учешће на седници скупштине. Управо је таквим стицањем укупан промет акцијама туженог у релевантном шестомесечном периоду остварен у обиму који прелази законом прописану границу од 0,5% од укупног броја издатих акција, одн. 0,05% месечног промета у најмање три месеца у оквиру поменутог шестомесечног периода. Тачније, прометом акција по основу налога тужилаца за трговину осујећено је остваривање законом прописаних услова за повлачење акција туженог са регулисаног тржишта. Притом, предметно трговање тужилаца акцијама туженог учињено је у намери стицања статуса акционара који имају право на учешће у раду седнице скупштине, одн. у намери остваривања права несагласних акционара на откуп акција и, по том основу, остваривања користи у висини разлике између тржишно потцењене вредности акције (цене по којој су тужиоци купили акције) и пуне вредности тих акција (правичне цене која се утврђује на основу процењене вредности привредног друштва).

ђ) Злоупотреба права мањинских акционара

Злоупотреба права представља коришћење права на начин који је противан циљу због кога је то право законом признато – сагласно изричитим одредбама закона о циљу установљеног права или интенцији законодавца.⁴⁴ Напред изнете чињенице, утврђене у предмету Привредног суда у Нишу, потврђују да је (манипулативно) стицање акција туженог налозима тужилаца за трговину извршено у циљу остваривања користи на начин који представља злоупотребу права мањине. Тужиоци нису

44 Према члану 13 Закона о облигационим односима, забрањено је вршење права из облигационих односа противно циљу због кога је оно законом установљено или признато.

имали статус акционара туженог пре објављивања позива туженог друштва за учешће на ванредној седници скупштине, те је више него очигледно да је циљ стицања статуса акционара који имају право учешћа у раду седнице искључиво *лукративан* – заснован на намери остваривања профита у разлици између цене акција по којој су тужиоци стекли акције и процењене вредности акција. Тачније, заснован је на процени о извесности остваривања безризичне финансијске користи, а не на процени корисности одлуке за само друштво, нити дугорочних последица одлуке на обим и остваривање права акционара (као циља због кога је установљено право на откуп). Планирана финансијска корист за тужиоце је безризична и заснива се на тзв. арбитражној процени вредности акција – о којој је било речи у претходном делу рада.

Врховни касациони суд, међутим, у својој одлуци износи став да тужиоци нису злоупотребили право на откуп, иако је очигледно (према ставу аутора рада) да су ово право користили противно циљу у коме је оно законом установљено. Врховни касациони суд није објаснио шта чини „*економске интересе*“ мањинских акционара чијој заштити треба да служи право на откуп акција, те су изостали јасни, потпуни и мериторни разлози на којима је засновао став о непостојању злоупотребе права.⁴⁵ Притом, цитирани део образложења указује на очигледну грешку у логичком закључивању (заменом теза). На крају, намеће се закључак да безризично, једнократно остваривање профита, засновано на арбитражној процени акција – према израженом (иако неаргументованом) становишту ВКС – представља легитимни циљ права на откуп акција несасгласних акционара. Такав став одступа од теоријских и нормативних ставова ЕУ у вези са концептом злоупотребе права мањинских акционара и

45 Решење Врховног касационог суда Прев 378/2017 од 10.05.2018. године. У образложењу решења (стр. 4, трећи и четврти пасус) је наведено (цит): „*Став нижестепених судова да су тужиоци злоупотребили права мањинских акционара на несасгласност (sic!), јер су куповином акција себи прибавили статус мањинских акционара само у намери да изјасне несасгласност са одлуком о повлачењу акција са регулисаног тржишта и издејствују откуп акција по цени која је двоструко виша од цене по којој су акције купили, се ... не може прихватити. Сврха одредбе члана 475. Закона о привредним друштвима је вид заштите економских интереса мањинских акционара који су изразили своју несасгласност са одређеним одлукама друштва. Да ли је одлука против које су акционари изјавили своју несасгласност, извршена или није, то је ствар пословне политике друштва и није од утицаја на њихово право да остваре право откуп (sic!) акција.*“

потребом успостављања ефективних механизма заштите компанија и већинских акционара од таквих облика злоупотребе.⁴⁶

III Закључак

Аутор закључује да би требало нормативно ограничити и условити право несагласних акционара на откуп акција, на начин како је сугерисано у раду. Такође, предлог аутора је да се Закон о привредним друштвима допуни одредбама о злоупотреби права мањине, праву друштва да одустане од гласања за одлуку, правном дејству донете одлуке која није примењена, а посебно оне која није у складу са законом или статутом друштва, као и о утицају покренутог поступка побијања одлуке скупштине на поступак остваривања права на откуп акција.

Vanja SERJEVIĆ, PhD
Judge, Commercial Court of Niš

THE BUY-OUT RIGHT OF DISSENTING MINORITY SHAREHOLDERS

Summary

The buy-out right of dissenting minority shareholders is the subject of the paper, dealt with in the context of the comparative legal theory and practice, as well as in the context of the recent judgments given by the Commercial Court of Niš and the Supreme Court of Cassation in a litigation case concerning the dissenting shareholders' appraisal right. The author expounds on the contents, the grounds, and the scope of the pertinent right, with particular focus on the problem of the appraisal arbitrage and the abuse of right. The paper abounds with analytical conclusions that the buy-out right (as is currently legislated in the Republic of Serbia) should be reviewed and revised in order to bring it into line with the comparative legal systems (preferably, that of the Germany) and into line with the economic school of thought on the efficiency of the market and on the shareholder value analysis.

Key words: minority shareholders, buy-out right, abuse of right.

46 „Rights and obligations of shareholders, national regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency“, European Parliament, Study, May 2012, 117.