

УДК: 346.62:336.76(497.11)"2021/2025" ; 005.41:334.722.8

CERIF: S 144

ТИП РАДА: ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_26203A

Кристина ЈЕВТИЋ*

асистент Универзитета у Београду – Правног факултета, Србија

ОТВАРАЊЕ И ЗАТВАРАЊЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА У СРБИЈИ – ДОМЕТИ НОВОГ ЗАКОНА О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

Сажетак

Раг анализира њравни оквир којим се уређује њрисиуу њржишћу кайишћала и излазак са њећа у Реуублици Србији, са њосебним осврћом на Закон о њржишћу кайишћала из 2021. њодине и њећове измене из децембра 2025. њодине. Исћираживање се усредсређује на два кључна њроцеса, going public и going private. Раг исћишћује еволуцију режима њросћекћиа у односу на њрећходни њравни режим заснован на Закону о њржишћу кайишћала из 2011. њодине, укључујући измене у њоћледу изузетћака од обавезе објављивања њросћекћиа, нових врстћиа њросћекћиа, њће услова за листћини, као и њравним њразнинама које и даље њосћоје у домаћем њраву у односу на најновије измене њравноћ режима ЕУ о њросћекћиу. Поред њоћиа, раг исћишћује и њромене у односу на раније законско решење у њоћледу зайварања акционерских друшћава и указује на њравне њразнине које већ деценијама бивају занемарене. Закључује се да Закон из 2021. њодине, уз измене из 2025. њодине, њредсћавља значајан корак у усклађивању са евројским њравом, али да извесне њравне њразнине и сћрукћурне

* Електронска адреса ауторке: kristina.jevtic@ius.bg.ac.rs.
ORCID: 0009-0006-6154-8741.

слабости домаће тржишта кинишала осћају као изазов за будуће измене важећих пројиса.

Кључне речи: *Отварање друштва. – Going public. – Затварање друштва. –Going private. – Going dark.*

I Увод

Одлука акционарског друштва да постане јавно или нејавно (да своје акције укључи или искључи са регулисаног тржишта) представља један од стратешки значајнијих корпоративних избора. Поступци отварања (енгл. *going public*, нем. *Börsengang*) и затварања (енгл. *going private*, нем. *Rückzug von der Börse*) не могу се свести на пуке финансијске промене, будући да подразумевају битну промену правног статуса друштва: могућу промену у структури власништва, измену положаја и права акционара, као и другачији правни режим коме ће друштво убудуће бити подвргнуто. У том смислу, ови поступци стоје на пресеку компанијског и права тржишта капитала.¹

У српском праву се регулисање ових поступака развијало постепено. Из угла компанијског права, оно је почело Законом о предузећима из 1996. године, Законом о привредним друштвима из 2004. године и тренутно важећим из 2011. године.² Са друге стране, из угла тржишта капитала, регулисање је почело Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године, да би се наставило Законом о тржишту капитала из 2011. године, којим је систем значајно модернизован и усклађен са тадашњим правним стандардима Европске уније (даље у тексту: ЕУ).³ На основу тих закона развијена је

1 За детаљнији приказ односа компанијског и берзанског права вид. Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, 25. На самом почетку, потребно је указати на то да изрази „отварање“ и „затварање“ акционарског друштва не означавају његово оснивање, односно престанак у правном смислу, иако би се то на први поглед могло учинити, нарочито из перспективе лаичке јавности. Ови појмови се користе у функционалном значењу, да означе стицање, односно губитак статуса јавног друштва, без утицаја на правни континуитет самог друштва. У наставку текста ови термини ће бити коришћени у свом функционалном значењу, како је напред наведено. Небојша Јовановић, „Отварање и затварање привредних друштава“, *Акционарска друштва, берзе и акције – АБА – Специјалистичке студије – Зборник радова* (уредник Мирко Васиљевић), Београд, 2006, 308.

2 Закон о привредним друштвима – ЗПД, Службени гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021 и 19/2025.

3 Закон о тржишту капитала – ЗТК 2011, Службени гласник РС, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020.

већина теоријских ставова у домаћој литератури који се односе на статус акционарских друштава и поступке њиховог отварања и затварања. Ипак, ти ставови су у великој мери формирани у другачијем нормативном и тржишном окружењу. Полазећи од тога, овај рад се усмерава на анализу нових законских решења, са циљем да се испита да ли су новим Законом о тржишту капитала из 2021. године, као и његовим изменама из 2025. године, превазиђени уочени недостаци ранијег режима, или поједина отворена питања и даље опстају.

Доношењем новог Закона о тржишту капитала 2021. године, ствара се потреба за изменом постојећих ставова и утврђивање разлика новог режима у односу на стари.⁴ Овај закон, заснован на савременим решењима права ЕУ, уводи нову концепцију јавне понуде, проспекта и статуса издаваоца, чиме се посредно мењају и основне претпоставке за стицање и губитак статуса јавног друштва. Посебан значај имају измене закона из децембра 2025. године, којима се додатно усклађује домаће право са правом ЕУ, иако је у образложењу Закона о изменама и допунама написано да се његовим изменама не усклађује домаће право са правом ЕУ, да не постоје прописи са којима је потребно обезбедити усклађеност и да нису консултовани надлежни органи ЕУ.⁵ Те измене доносе новине које се, између осталог, односе на прецизније дефинисање појма *издаваоца*, што има директне импликације на одређивање круга субјеката који имају/могу имати статус јавног друштва. На тај начин се мењају и границе између јавног и нејавног сегмента тржишта капитала, што је од посебног значаја за разумевање поступака отварања и затварања акционарских друштава. Поред тога, нови закон и његове измене уводе више правила са циљем повећања флексибилности (покретљивости) тржишта капитала, као што су различити облици проспекта и поједностављени режими обелодањивања, што додатно утиче на економску и правну логику одлуке друштва да приступи регулисаном тржишту или да га напусти. Како би се наш систем додатно ускладио са правом ЕУ и како би наши закони били међусобно усклађени, у току су припреме измена и допуна Закона о привредним друштвима, које ће имати утицај на одређивање статуса јавног друштва.⁶

4 Закон о тржишту капитала – ЗТК 2021, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.

5 Закон о изменама и допунама Закона о тржишту капитала – ЗТК 2025, *Службени гласник РС*, бр. 109/2025. Образложење за доношење ЗТК 2025 доступно на адреси: <https://www.parlament.gov.rs/%D0%B0%D0%BA%D1%82%D0%B8/%D0%B4%D0%BE%D0%BD%D0%B5%D1%82%D0%B8-%D0%B7%D0%B0%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%B8/%D0%B4%D0%BE%D0%BD%D0%B5%D1%82%D0%B8-%D0%B7%D0%B0%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%B8.45.html>, 3. 4. 2026, 77.

6 Радна верзија измена и допуна Закона о привредним друштвима, још увек није јавно доступно – приватна архива.

Из тога се може закључити да нови Закон о тржишту капитала са последњим изменама, као и будуће измене и допуне Закона о привредним друштвима доносе важне измене у оба поступка, пре свега у правцу усклађивања са правом ЕУ. Упркос томе, примена нових решења у условима недовољно развијеног и ликвидног српског тржишта капитала остаје озбиљан изазов.

II Концептуални оквир отварања (*going public*) и затварања друштва (*going private*)

1. Појам и термилошко разграничење

Енглески изрази *going public* и *going private*, нису законом уведени у домаћи правни систем, али их домаћа теорија и пракса прихватају као устаљене стручне термине. *Going public* означава поступак стицања статуса јавног акционарског друштва, тј. онај тренутак када друштво постаје субјект примене режима тржишта капитала кроз успешно извршену јавну понуду хартија од вредности уз одобрени проспект или кроз укључење хартија од вредности у трговање на регулисано тржиште. *Going private*, насупротив томе, означава поступак којим јавно друштво губи тај статус добровољно (одлуком самог друштва) или принудно, као последица престанка испуњавања услова да буде јавно.⁷

7 Овде је потребно направити разлику између два слична института. *Going private* у класичном смислу подразумева намерни, плански поступак којим акционарско друштво губи статус листираног субјекта. Реч је о процесу који је регулаторно уређен и који подразумева по правилу понуду за окуп акција од мањинских акционара по правичној цени и који резултира већинским или потпуним преласком власништва у руке приватног инвеститора или уског круга лица. Реч је, дакле, о послу који примарно подразумева, промену власничке структуре праћену повлачењем са берзе. Са друге стране, институт („помрачења“) *going dark*, једноставно подразумева deregистрацију код овлашћене берзе, али акције тог друштва и даље могу бити предмет ванберзанског трговања. На тај начин друштво „иде у мрак“, односно престаје да испуњава услове, који се односе на обавезно извештавање, прописане одговарајућим законом о тржишту капитала, чиме смањује трошкове пословања, а задржава исти власничку структуру. Овај институт је типичан за америчко тржиште, на ком се као услов за одлазак у мрак поставља да акције не смеју бити предмет трговања на Њујоршкој берзи или Насдаку (NASDAQ). Уместо тога, трговање се може наставити на мање регулисаним платформама, тзв. *Pink Sheets*, које не подразумевају исте стандарде извештавања јавности. Реч је, значи, о два слична института, која се у пракси често и преклапају. Одлазак у мрак може представљати међукорак ка потпуном повлачењу са тржишта, због чега се може посматрати као хибридни институт који стоји између класичног статуса јавног друштва и обавеза које тај статус са собом носи и потпуно повлачења са регулисаног тржишта. Вид. Jesse M. Fried, „Firms Gone Dark“, *The University of Chicago Law Review*, 2009, 138–145.

У домаћем праву, полазну основу оба поступка чини појам јавног друштва. Иако би се, имајући у виду више узастопних законских режима који су уређивали и тржиште капитала и привредна друштва у Србији, могло очекивати да је овај појам до данас већ искристалисан, ситуација је супротна. Од Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године, преко Закона о тржишту капитала из 2011. године, до Закона о тржишту капитала из 2021. године и његових измена из 2025. године, законодавац је више пута мењао критеријуме релевантне за разграничење јавног и нејавног друштва. Стога се може закључити да је реч о појму који, упркос дугој законодавној историји, и даље оставља могућност за различита тумачења.

Према важећем Закону о тржишту капитала, јавно друштво је издавалац који стиче тај статус или успешним спровођењем јавне понуде хартија од вредности уз одобрени проспекат, или укључењем хартија од вредности у трговање на *регулисаној тржишћу*.⁸ Овакво решење у великој мери задржава концептуалну основу ранијег закона из 2011. године, који је такође полазио од тога да се статус јавног друштва не везује за правну форму друштва, већ за његов приступ тржишту капитала, односно за учешће на примарном или секундарном тржишту. Детаљнија компаративна анализа показује да је законодавац у међувремену мењао домаћај овог појма. Закон из 2011. године изричито је предвиђао да статус јавног друштва може настати и укључењем хартија од вредности у трговање на *мултилатералној трговачкој илајформи* (МТП), што указује на шире схватање тржишне јавности. Закон из 2021. године је тај приступ привремено додатно проширио, обухватајући, поред регулисаног тржишта и МТП-а, и *организоване трговачке илајформе* (ОТП), чиме је појам јавног друштва био најшире постављен. Ради појашњења, у наставку следи директно поређење законских одредби.

Према чл. 2 ст. 1 тач. 100 важећег закона, најновијим изменама из 2025. године предвиђено је да је издавалац јавно друштво уколико испуњава барем један од следећих услова: 1) успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија за хартије од вредности или 2) чије су хартије од

Делује као да *going dark* у српском праву није могућ. Уска дефиниција закона која јавни статус везује искључиво за укључење на регулисано тржиште или успешно извршену јавну понуду уз проспекат, имплицитно искључује могућност јавне трговине хартијама на МТП, ОТП или неорганизованом тржишту.

8 Реч је о уобичајеној дефиницији јавног, листираног друштва у европској регулативи тржишта капитала. Dirk Zetzsche, *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS) – Heinrich-Heine-University Düsseldorf, 2014, 2.

вредности укључене у трговање на *регулисаном тржишту* у Републици. Са друге стране, Закон о тржишту капитала из 2011. године, чл. 2 ст. 1 тач. 43 је јавно друштво дефинисао као издаваоца који испуњава бар један од следећих услова: 1) успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија или 2) чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, *односно МТП у Републици*.

Компаративно посматрано дефиниција јавног друштва данас у великој мери задржава суштину решења из Закона из 2011. године, али истовремено уводи одређене суптилне, али правно релевантне измене које указују на еволуцију регулаторног приступа. Конкретно, друштво стиче овај статус *или* успешним спровођењем јавне понуде уз одобрен проспектом, *или* укључењем његових хартија од вредности у трговање на регулисаном тржишту. Ова двојна алтернатива одражава разумевање да се отварање друштва може остварити и кроз примарно тржиште и кроз секундарно тржиште (трговање).⁹ У Закону из 2011. године, законодавац је изричито предвидео да статус јавног друштва може настати не само укључењем хартија од вредности на регулисано тржиште, већ и њиховим укључењем на МТП, односно према Закону из 2021. године и укључењем на ОТП. Оваква решења указују на шире схватање тржишне јавности, у којем и алтернативни трговачки системи имају довољан степен транспарентности и доступности да оправдају примену режима јавних друштава. Брисањем референце на МТП и ОТП из законске дефиниције јавног друштва, статус јавног друштва поново се везује искључиво за регулисано тржиште или јавну понуду уз одобрени

9 У Србији више није дозвољено сукцесивно оснивање акционарских друштава, што би значило да се акционарско друштво мора основати као затворено, нејавно, а тек потом постати јавно. Заправо, можда би било боље рећи да сукцесивно оснивање више није уређено, као што је раније било, из чега индиректно произлази да није спроводиво према важећем Закону о привредним друштвима, док се може уочити да ЗТК оставља могућност за такву врсту оснивања. Вид. Вук Радовић, „Глава XVIII – Акционарско друштво“, *Компанијско право – Право привредних субјеката* (Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић), 3. издање, Београд, 2023, 426–427; Мирко Васиљевић, Татјана Јевремовић Петровић, Јелена Лепетић, *Компанијско право – Право привредних друштава*, Београд, 2023, 423–424; Небојша Јовановић, *Уџбеник из компанијског права*, Београд, 2026, 252. Раније су у нашем праву према Закону о привредним друштвима из 2004. године биле дозвољене и детаљно регулисане оснивачке емисије, односно сукцесивно оснивање. Вид. Н. Јовановић (2009), 478–479. Насупрот томе, у Хрватској на пример, као чланице ЕУ, а и суседној држави, изричито је дозвољено сукцесивно оснивање законским регулисањем свих релевантних питања (оснивачке седнице скупштине, поступка уписа, односно последица неуспешног уписа, и др.) за настанак јавног друштва приликом оснивања. Вид. хрватски Закон о трговачким друштвима из 1993. године са свим каснијим изменама (*Zakon o trgovačkim društvima*), чл. 195–210.

проспект.¹⁰ На тај начин се напушта раније решење према коме је само укључење хартија од вредности на алтернативне трговачке платформе било довољно за стицање овог статуса. Последица ове измене није у искључивању издавалаца на МТП-у и ОТП-у из домаћаја регулације тржишта капитала, већ у њиховом раздвајању од ужег круга јавних друштава. Законодавац тиме прави јаснију разлику између регулисаног тржишта, као најстроже уређеног сегмента тржишта капитала, и алтернативних платформи трговања, које су по правилу намењене малим и средњим издаваоцима. Овакво решење може се оправдати потребом да се тим издаваоцима омогући приступ тржишту капитала без наметања несразмерно строгог правног режима у статусноправном и тржишноправном смислу. Истовремено, оно чини систем сложенијим, јер захтева јасно разликовање између појма јавног друштва и ширег круга издавалаца чије су хартије од вредности укључене у трговање на различитим организованим местима трговања.

Идентична је ситуација и у правном режиму успостављеном Законом о привредним друштвима. Тренутно важећи Закон о привредним друштвима не прави изричиту поделу на јавна и нејавна друштва

10 Директива 2013/50/EU о транспарентности (измене Директиве 2004/109/E3) (*Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 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, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC*, OJ L 294, 6. 11. 2013; даље у тексту: Директива о транспарентности), доступно на адреси: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2013/50/oj/eng>, 3. 4. 2026, у чл. 1 ст. 1 прописује да се њен домаћај узима искључиво за регулисано тржиште; МТП и ОТП, нису обухваћени. Делује као да Директива „каже“ да за она друштва на регулисаном тржишту обавезе извештавања постоје, док за МТП и ОТП то зависи од националног права, односно да не мора нужно значити да укључење на МТП не може конституисати статус јавног друштва.

Поред тога, важно је напоменути да ОТП по закону не може бити платформа за акције, ОТП је вишестрани систем у оквиру ког се повезују понуде за куповину и понуде за продају обвезница, структурираних финансијских производа, емисионих јединица или изведених финансијских инструмената. Може се закључити да је ОТП ограничена на невластичке инструменте. Ово разграничење, преузето директно из Директиве ЕУ о финансијском тржиштима из 2014. године (MiFID II), има значајну последицу: акцијама се може трговати само на регулисаном тржишту или МТП-у. Вид. ЗТК 2021, чл. 2 ст. 1 тач. 27; Директива 2014/65/EU Европског парламента и Савета од 15. маја 2014. године о тржиштима финансијских инструмената и о измени Директиве 2002/92/E3 и Директиве 2011/61/EU (*Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU*, OJ L 173, 12. 6. 2014), доступно на адреси: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>, 3. 4. 2026.

у виду њиховог дефинисања, већ само предвиђа строже обавезе које се односе на јавна друштва.¹¹ Може се закључити да овај закон даје ужу дефиницију јавног друштва као друштва које је успешно извршило јавну понуду акција уз објављивање проспекта, што одговара само првој тачки дефиниције из Закона о тржишту капитала.¹² У Србији је у току припрема Преднацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима која предвиђа измену наведеног члана, тако да се јавно друштво неће више дефинисати преко успешне јавне понуде акција уз објављивање проспекта, већ кроз укључење акција на регулисано тржиште.¹³ Иако се види да постоји жеља законодавца да усклади законе у делу који се односи на регулисано тржиште, делује да ће и након овог усклађивања постојати разлика, јер би Закон о привредним друштвима занемарио први део одређења јавног издаваоца из Закона о тржишту капитала (заправо део који би овом изменом био избрисан, а односи се на успешну јавну понуду уз објављен проспект). На тај начин би друштва била присиљена да своје јавно издате хартије обавезно укључе у организовану трговину на регулисаном тржишту.¹⁴

Ниједан од до сада поменутих закона (и закона у припреми) не дефинише појам нејавног друштва, али се он може извести тумачењем по аргументу супротности у односу на законску дефиницију јавног друштва. Реч је о резидуалној категорији, која обухвата сва друштва која не испуњавају услове за стицање статуса јавног друштва.¹⁵ Поред

11 Мирко Васиљевић, *Компанијско право – Право привредних друштва*, Београд, 2019, 309.

12 В. Радовић, 418; ЗПД, чл. 46 ст. 2 тач. 1. Овакво дефинисање занемарује чињеницу да друштво може постати јавно и превођењем приватно издатих хартија на јавно тржиште путем објављивања проспекта.

13 У складу са Радном верзијом измена и допуна Закона о привредним друштвима, релевантан део ове одредбе би гласио: „јавно друштво чије су акције укључене у трговање на регулисаном тржишту у Републици Србији“.

14 ЗТК 2025 значајно сужава економску слободу издаваоца у погледу избора тржишног статуса. Друштво које одлучи да се његовим акцијама јавно тргује практично мора да буде котирано на регулисаном тржишту, будући да ЗТК не познаје појам јавног друштва чије акције нису укључене на регулисано тржиште. Тиме се аутономија воље у том домену своди на следеће: потпуна јавност кроз котирање на регулисаном тржишту или потпуна нејавност, без икакве средње позиције коју упоредноправни системи са дужом традицијом тржишта капитала редовно познају и допуштају.

Сужавање јавне трговине хартијама искључиво на регулисано тржиште производи и непосредне економске последице. Купопродаја хартија постаје скупља, јер уговорници сnose провизију посредника која у себи садржи трошкове чланарине у берзи и трошкове берзанске провизије по сваком закљученом послу. Истовремено, и јавна друштва сnose додатне трошкове у виду накнада за одржавање хартија на листингу, односно у котацији.

15 В. Радовић, 418; Небојша Јовановић, „Законодавна смушеност у претварању јавног у нејавно друштво“, *Анали Правној факултету у Београду*, бр. 2/2011, 303 фн. 3. По

термина јавно и нејавно, у теорији су присутни и термини отворено и затворено друштво, односно друштво са јавним уписом акција и друштво без јавног уписа акција, као историјски остаци ранијих законских решења.¹⁶ На отварање и затварање акционарских друштава се не морају нужно примењивати правила која се односе на поступак промене правне форме, будући да затварање не мора увек бити праћено преласком у неакционарску форму друштва.¹⁷

2. Разлози за отварање и затварање

Разлози за излазак друштва на регулисано тржиште се у теорији и пракси најчешће групишу око његове финансијске и стратешке функције. Најочигледнији мотив јесте прикупљање новог капитала, чиме се друштву омогућава да финансира даљи раст без ослањања на традиционалне изворе, као што су интерно финансирање улозима чланова, банкарски кредити или различити облици трговинског финансирања. На тај начин се не само диверзификује структура извора капитала, већ се смањује и финансијски ризик који произлази из прекомерне задужености. Истовремено, приступ тржишту капитала може имати и посредну корист, пре свега у виду побољшања кредитног рејтинга друштва, будући да повећана транспарентност и јача капитална база делују повољно на процену банака приликом доношења одлуке о одобравању кредита. Поред примарне функције прибављања капитала, излазак на берзу може имати и значајну улогу у стратегији инвеститора, нарочито фондова ризичног капитала. За такве инвеститоре, иницијална јавна понуда често представља механизам изласка из инвестиције (друштва), омогућавајући им да уновче своје акције под повољнијим условима него што би то било могуће у класичном преносу удела/акција у затвореном друштву. С тим у вези, у литератури се указује и на могућност да сама котација на берзи повећа видљивост друштва на тржишту, што може привући потенцијалне понудиоце и довести до поступка преузимања по вишој вредности. Посебан, а често занемарен значај отварања друштва, односи се на утицај јавне понуде на његову унутрашњу организацију, нарочито у погледу мотивације запослених и управе. Листирање омогућава увођење различитих шема награђивања

ЗПД из 2004. године није било могуће отворити затворено акционарско друштво кроз јавну емисију. Сматра се да је то била грешка законодавца. Вид. Н. Јовановић (2009), 466 фн. 875.

16 Небојша Јовановић, „Отварање и затварање привредних друштава“, *Право и привреда*, бр. 1–4/2005, 65–66.

17 Кристина Јевтић, „Промена правне форме у светлу сходне примене одредби о статусним променама“, *Право и привреда*, бр. 3/2025, 428 фн. 11.

запослених заснованих на акцијама. Коначно, не сме се занемарити ни утицај ширих макроекономских и геополитичких околности на одлуку о изласку на берзу. Догађаји као што су политичке промене, економске кризе или глобални поремећаји (попут пандемије или оружаних сукоба) утичу на ликвидност тржишта и вредновање друштава, те сходно томе могу подстаћи или одложити одлуку о отварању.¹⁸

Насупрот наведеним предностима, излазак на тржиште капитала носи и значајне трошкове и ограничења, која могу утицати на укупну атрактивност овог корака. Према речима професора Јовановића „предности отворених друштава су мане затворених и обратно“.¹⁹ Пре свега, реч је о трошковима који прате сам процес јавне понуде, укључујући израду проспекта, ангажовање инвестиционих друштава, правних и финансијских саветника, као и друге трошкове јавне емисије. Међутим, још већи значај имају текући трошкови повезани са статусом јавног друштва, а пре свега обавезе редовног обелодањивања информација и усклађивања са регулаторним захтевима. Поред финансијских аспеката, излазак на берзу подразумева и промене у начину управљања друштвом. Статус јавног друштва повлачи примену строжих правила корпоративног управљања, укључујући обавезу успостављања одговарајуће структуре органа управе, као што је обавезан одбор директора, независни директор, као и увођење додатних механизма контроле и транспарентности.²⁰ Истовремено, док нека друштва излазе на тржиште с намером да буду мета преузимања, ово има и своју ману, а то је да јавна доступност акција повећава ризик од непријатељских преузимања.

Имајући у виду све наведено, постоји више разлога за затварање друштава. Они се могу груписати у неколико категорија: 1) јавно тржиште капитала за нека друштва више не испуњава основну функцију финансирања; 2) нека друштва не привлаче довољну пажњу на тржишту, те изостаје ефекат тржишне процене и контроле, што даље доводи до погрешног вредновања друштва, односно његове потцењености;

18 Eilis Ferran, Elizabeth Howell, Felix Steffek, *Principles of Corporate Finance Law – Third Edition*, Oxford, 2023, 459–462; Louise Gullifer, Jennifer Payne, *Corporate Finance Law – Principles and Policy*, Hart Publishing, Third Edition, Oxford; New York, 2020, 488–490; Ailsa Roell, „The decision to go public: An overview“, *European Economic Review*, 40 (1996), 1073–1077; Александра Јовановић, „Затворена и отворена привредна друштва и економски аспекти иницијалног отварања (и обрнуто)“, *Право и њивреда*, бр. 5–8/2005, 145.

19 Н. Јовановић (2005), 69.

20 Joseph A. McCahery, Erik P. M. Vermeulen, *Corporate Governnace of Non-listed Companies*, Oxford University Press, 2008, 251; E. Ferran, E. Howell, F. Steffek, 462–463; L. Gullifer, J. Payne, 492–493; А. Јовановић, 144; James S. Ang, James C. Brau, „Firm Transparency and the Costs of Going Public“, *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV, No. 1/2002, 4–7; Вид. нпр. ЗПД, чл. 383 ст. 4, чл. 392, чл. 409 и др.

3) избегавање обавеза транспарентности и трошкова који прате статус јавног друштва; 4) мера одбране од непријатељског преузимања.²¹

21 Ово потврђује и емпиријско истраживање које је спроведено у Немачкој на узорку од 56 друштава која су у периоду између 1995. и 2002. године изашла са тржишта, укључујући и ванберзанско тржиште. О самом истраживању и конкретним резултатима израженим у процентима вид. Florian Eisele, *Going Private in Deutschland – Eine institutionelle und empirische Analyse des Rückzugs vom Kapitalmarkt*, Wiesbaden, 2006, 94–119.

У наведеном периоду, ситуација је била идентична и на америчком тржишту. Сматра се да је прва деценија 21. века била најгора деценија за тржиште акција у САД од Велике економске кризе 1930. године. Број листираних друштава је почео да се смањује крајем 1990. године, да би се тај пад убрзао 2000-их година. Сматра се да за то постоји низ узрока, који су заједно обликовали драматичан пад привлачности статуса јавног друштва. Први и можда најбројнији узрок су били масовни корпоративни скандали, попут Енрона, *WorldCom* и бројних других, који су довели до губитка поверења у корпоративно управљање великих јавних друштава. Други узрок је произашао из законодавног одговора на корпоративне скандале ради ублажавања њихових последица и спречавања нових скандала. Реч је о доношењу Закона о корпоративној одговорности и финансијском извештавању 2002. године (*Sarbanes-Oxley Act*), који је увео низ нових обавеза и стандарда корпоративног управљања, услед чега су се повећали ревизорски трошкови јавних друштава. Постоји, чак, истраживање које је показало да је око 20% јавних друштава разматрало напуштање берзе због регулаторног оптерећења, а чак је замерано да се са реформом корпоративног управљања отишло предалеко, толико да се угрожава слобода предузетништва и да од ње имају користи само саветници друштва и конкуренти, који кроз извештавање јавности могу доћи до значајних података за побољшање свог начина пословања (J. A. McCahery, E. P. M. Vermeulen, 251). Трећи узрок је био снажан талас откупа јавних друштава од стране приватних инвестиционих фондова, погуран потцењеним вредностима акција након скандала и бурног пада берзе. На крају, не сме се занемарити ни економски поремећај узрокован финансијском кризом 2008. године. За више информација о кризи јавних друштава у САД у наведеном периоду, вид. Brian R. Cheffins, „Chapter 6 – The 2000s: Decade from Hell“, *The Public Company Transformed*, Oxford University Press, 2018, 278–283, 294–305. Чефинс у цитираној књизи нуди умерену, историјски утемељену пројекцију: радикалне промене нису извесне у кратком року, а предвиђања о изумирању јавног друштва показала су се преурањенима више пута у протеклим деценијама. Данас се као нови аргумент за песимизам у погледу будућности јавних акционарских друштава истиче феномен „једнорога“ – затворених технолошких друштава са процењеном вредношћу изнад милијарду долара које одлажу или избегавају излазак на берзу. Међутим, како Чефинс исправно примећује, та друштва остају затворена/приватна „дуже, али не заувек“. Вид. B. R. Cheffins, „Chapter 7 – The Future of the Public Company“, *The Public Company Transformed*, Oxford University Press, 2018, 344–350.

У скоројјој прошлости видљиво је да је на европским тржиштима капитала и даље изражен тренд смањења броја јавних друштава. Подаци водећих европских берзи показују да добровољна делистирања чине најзначајнији део повлачења друштава са тржишта, учествујући са око 36,5% у укупном броју случајева, чиме превазилазе техничка и принудна искључења. Значајан део делистирања повезан је и са статусним променама, пре свега спајањима (око 29,4%), док мањи број случајева подразумева прелазак на алтернативне трговачке платформе, као што су *Euronext*

Све мане отварања се најбоље виде на примеру малих и средњих друштава. Код њих трошкови иницијалне јавне понуде и накнадног одржавања статуса јавног друштва могу бити несразмерно високи у односу на користи које се тим путем остварују. Ови трошкови обухватају не само једнократне издатке у вези са изградом проспекта и ангажовањем финансијских посредника, већ и обавезе редовног обелодањивања, усклађивања са регулаторним захтевима и успостављања сложеније структуре корпоративног управљања. Сходно томе, приступ регулисаном тржишту за мања друштва често није економски оправдан, због чега се она у већој мери ослањају на алтернативне изворе финансирања, пре свега банкарске кредите.²² Будући да мала и средња предузећа омогућавају већину запослености у приватном сектору ЕУ, њихова повећана изложеност економским потресима, услед ослањања на банкарско финансирање, има значајне макроекономске последице. Због тога се у савременом праву тржишта капитала развијају посебни, поједностављени режими намењени малим и средњим издаваоцима, са циљем да се ублажи регулаторни терет и олакша приступ тржишту капитала, без потпуног изједначавања са режимом који важи за велика листирана друштва. Стога, улазак на регулисано тржиште могао би се исплатити средњим и великим акционарским друштвима.²³

Growth или *AIM Italia*. То указује на настојање издавалаца да пређу на мање регулисане сегменте тржишта уместо потпуног напуштања трговања. Овај тренд у последњим годинама додатно јача. Тако је, на пример, *Borsa Italiana* у првом кварталу 2025. године забележила осам делистирања и свега три нова укључења, што указује на негативан него прилив и постепено смањење броја јавних друштава. Maria Lucia Passador, „Capital Market Conundrums: IPO Declines and Delisting Dilemmas“, *Research Handbook on Corporate Finance Law*, 2025, доступно на адреси: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5352918, 29. 3. 2026, 6.

- 22 Отварање друштва, односно емисија акција може се сматрати „кредитом“ датим од стране више инвеститора, уместо од једног кредитора – банке. Вид. Н. Јовановић (2009), 456.
- 23 Татјана Јевремовић Петровић, „Тржиште раста малих и средњих предузећа“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Европске уније (2022)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2022, 198–200; Овај проблем је нарочито видљив када би отварању претходила промена правне форме из неке неакционарске форме у акционарско друштво, јер би редовним трошковима „јавности“ друштва, претходили трошкови поступка промене правне форме, као и један изванредан период који је потребан да се промена правне форме спроведе, Вид. К. Јевтић (2025а), 428; Кристина Јевтић, „Мезанин капитал као вид алтернативног финансирања (иновативних) друштава са ограниченом одговорношћу у Србији“, *Криза љрава – сћара љићњања и нове околности: Зборник радова Кољаоничке школе љрородној љрава Слободан Перовић – Радови за наћраду „Професор Слободан Перовић“* (уредник Јелена Перовић), Том III, Београд, 2025, 27–29; Christoph Kaserer, Victoria Tressel, „EU Prospectus Regulation and its Impact on SME Listings“, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 93, 2024, 1.

III *Going public* – поступак отварања акционарског друштва

1. Место трговања и укључење на регулисано тржиште

Разумевање отварања акционарског друштва немогуће је без прецизног одређења саме категорије регулисаног тржишта и његовог односа према осталим местима трговања која Закон о тржишту капитала познаје. На почетку рада је закључено да ОТП није погодна платформа за акције, односно да акционарско друштво не може постати јавно укључењем својих акција на ОТП. То значи да је избор места трговања између регулисаног тржишта (берзе) и МТП. Основна разлика МТП-а у односу на регулисано тржиште огледа се у либералнијем приступу приликом дефинисања услова за укључење финансијских инструмената у трговање, и, као такав, представља место на коме се практично тргује инструментима који не испуњавају услове за укључење на регулисано тржиште.

Разлика између регулисаног тржишта и МТП-а није увек јасна ни у праву ЕУ, а поготово не у српском. Емпиријски увид у литературу о избору метода листирања у развијеним системима открива да ова разлика у основи одражава у инструментима прикладним за шири инвеститорски круг и оних намењених институционалним инвеститорима. Неки аутори у анализи избора листинг уговора британских компанија, показују да друштва са вишим степеном неизвесности о сопственој вредности теже мање јавним облицима листирања, док већа и мултинационална друштва бирају јавне понуде намењене ширем кругу инвеститора. Ова логика је у директној аналогiji са разликом између регулисаног тржишта (вишег стандарда обелодањивања података) и МТП-а (нижег стандарда, прикладнијег за мање зрела друштва).²⁴ Српски законодавац је нормативно преузео ову разлику, али је није подупрео тржишном инфраструктуром која би је учинила смисленом у пракси. Тренутно важећи Закон о тржишту капитала након последњих измена из децембра 2025. године сужава критеријум тржишног присуства искључиво на регулисано тржиште. Из тога произлази да укључивање акција на МТП не конституише само по себи статус јавног друштва, осим ако је друштво претходно спровело јавну понуду уз одобрен проспект.

Поступак укључивања акција на регулисано тржиште одвија се кроз неколико фаза у којима учествују различити органи: Комисија за хартије од вредности и Београдска берза (Комисија за листинг). Оба органа имају различите, али међусобно условљене, надлежности. Комисија

24 Marc Goergen, Arif Khurshed, Ram Mudambi, „The Strategy of Going Public: How UK Firms Choose Their Listing Contracts“, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 1–2/2006, 85–87.

за хартије од вредности делује као јавноправни регулатор, док се у берзи сједињују организатор тржишта који доноси интерна правила, „квази“ регулаторни орган који доноси одлуке о пријему, привременој обустави, и др., и на крају као уговорна страна која закључује уговор о укључењу са издаваоцем.

Услови за укључење акција на регулисано тржиште у Србији организовани су по тростепеном систему, при чему је строгост захтева сразмерна сегменту тржишта. Највиши стандард примењује се на *Prime Listing*, где издавалац мора да испуни кумулативне услове у погледу минималног капитала од 20 милиона евра, минималног трајања пословања од три године, позитивног ревизорског мишљења на финансијске извештаје израђене по међународним рачуноводственим стандардима, израђених интернет страница на српском и енглеском језику, као и минималног учешћа акција у слободној продаји. *Smart Listing* намењен је мањим и средњим друштвима, уз блаже финансијске и оперативне захтеве, али са сличном документационом основом. Вредно је напоменути да оба сегмента регулисаног тржишта захтевају позитивно ревизорско мишљење при укључењу, али накнадно допуштају и мишљење са резервом; асиметрија која може довести до тога да друштво остане листирано упркос погоршаној финансијској ситуацији која би спречила њено иницијално укључење. Трећи сегмент је *Open Market*, са нижим условима за укључење, као „алтернативни сегмент листинга“.²⁵

Комисија за листинг, одлуком о укључењу хартије од вредности на листинг берзе, одређује тржиште берзе на коме ће се њом трговати, датум првог трговања на листингу, индикативну цену хартије од вред-

25 Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, 04/2 бр. 4023/22, чл. 4 ст. 3, чл. 10, чл. 11.

У страним правима, вредно се ради на реформама листинга, што је последица смањења броја јавних друштава. Пример је Лондонска берза која је реформисана 2018. и 2021. године, како би довела до повећања иницијалних јавних понуда, будући да је број листираних друштава на *Main Market* са око 4.400 из 1960. године пао на 1.124 у 2021. години, док укупан број јавних друштава није много смањен захваљујући секундарном трговању на *Alternate Investment Market*. Реформа је између осталог смањила минималан слободан промет акција са 25% на 10%. Поређења ради, у Србији, као знатно слабије развијеном тржишту тај број акција у слободној продаји (*free float*) је и даље 25% за потребе укључења на *Prime Listing*. Поред тога, увидом у јавно доступни Регистар издавалаца чији су финансијски инструменти укључени у трговање на регулисано тржиште, односно МТП у Републици, види се да је свега пет акционарских друштава укључено на листинг Београдске берзе, 66 на МТП, а 166 на *Open Market*, доступно на адреси: https://register.sec.gov.rs/index.php?IsinPrikazSearch%5Bcustomer%5D=&IsinPrikazSearch%5Bisin%5D=&IsinPrikazSearch%5Bcfi%5D=&IsinPrikazSearch%5Bmarket_segment_id%5D=3&r=isin%2Findex&page=7, 14. 4. 2026. Упор. Brian R. Cheffins, „Will Listing Rule Reform Deliver Strong Public Market for the UK“, *Modern Law Review*, Vol. 86, No. 1/2023, 177–179, 191–211; E. Ferran, E. Howell, F. Steffek, 476–483 и Правилник о листингу, чл. 11.

ности за прво трговање, начин изражавања цене дужничких хартија од вредности у налозима за трговање, као и друге елементе.²⁶

2. Проспект – централни део поступка отварања друштва

Јавна понуда хартија од вредности је свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о хартијама од вредности из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових хартија од вредности, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја хартија од вредности преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента.²⁷ Проспект је формализовани облик овог обавештења, подведен под строги регулаторни режим одобравања, објављивања и садржине. По својој правној природи представља комбинован инструмент, он је истовремено информациони документ намењен потенцијалним инвеститорима, регулаторни акт који активира надзор Комисије, и документ који дефинише одговорност за тачност информација. Ова тројака природа чини га једним од сложенијих института права тржишта капитала, чија је основна улога превазилажење асиметрије информација. Најбоље је дефинисати га као позив на понуду за откуп акција од стране потенцијалних инвеститора.²⁸

Закон о тржишту капитала из 2021. године садржи значајне измене у режиму проспекта у односу на ранији закон из 2011. Прва и најзначајнија промена тиче се усклађивања са Уредбом о проспекту, која уводи нове типове проспеката: стандардни проспект, поједностављени проспект за секундарне емисије и ЕУ проспект за раст намењен малим и средњим предузећима. Друга важна промена односи се на случајеве изузећа од обавезе израде проспекта. Поступак одобравања проспекта остаје у надлежности Комисије за хартије од вредности, прецизира се сам ток поступка и мења начин објављивања проспекта.²⁹

26 Правила и процедуре пословања Београдске берзе а.д. Београд која се примењују од 24. 11. 2025. године – Правила пословања, 04/2 бр. 3172/25, чл. 63 ст. 3.

27 ЗТК 2021, чл. 2 ст. 1 тач. 111.

28 Н. Јовановић (2009), 465; М. Васиљевић, 312. Занимљиво је како се кроз године мењао значај и улога проспекта. Иницијално је његова улога била да информише професионалне инвеститоре, посреднике или пружаоце услуге инвестирања који обављају и саветовање приватних инвеститора, те је важило правило у односу на приватне инвеститоре да „његова потенцијално мање стручна експертиза не може бити водиља при сачињавању проспекта“ (енгл. „his potentially less sophisticated expertise cannot be the guideline for drawing up prospectus“). Вид. Stefan Grundmann, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Cambridge, 2012, 493.

29 Уредба (ЕУ) 2017/1129 Европског парламента и Савета од 14. јуна 2017. године о проспекту који се објављује приликом јавне понуде хартија од вредности или

а) Врсте проспекта

Оба закона полазе од истог главног захтева, а он је да проспект мора садржати све информације које инвеститорима омогућавају објективну процену издаваоца и хартија од вредности. Међутим, начин на који је овај захтев разрађен у погледу врста, структуре и садржине проспекта знатно се разликује у новом у односу на стари закон.

Скраћени проспект је институт познат оба закона, али је сада знатно детаљније уређен. Закон из 2011. године предвиђао је да скраћени проспект садржи упозорење инвеститорима да се ради о уводу у проспект и да сваку инвестициону одлуку треба засновати на целокупном садржају проспекта. Закон из 2021. године задржава ову функцију скраћеног проспекта, али уводи конкретна формална ограничења, максималну дужину од седам страна А4 формата и прописује строге захтеве у погледу језика, структуре и читљивости.³⁰ Забрањује се упућивање

њиховог укључивања у трговање на регулисаном тржишту, и о стављању ван снаге Директиве 2003/71/ЕЗ са свим њеним каснијим изменама од којих су последње из 2024. године, а које су у пуној примени од 5. марта 2026. године (*Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, OJ L 168, 30. 6. 2017*; у даљем тексту: Уредба о проспекту), доступно на адреси: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02017R1129-20260305>, 3. 4. 2026. Чињеница да је Директива о проспекту замењена Уредбом говори о значају ове теме, односно потребе да се на нивоу ЕУ ово питање у потпуности усклади. О разлозима за доношење Уредбе о проспекту вид. Мирјана Радовић, „Потреба за усклађивањем Закона о тржишту капитала са Уредбом (ЕУ) 2017/1129 о проспекту“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом ЕУ (2020)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2020, 290–292.

- 30 У теорији важи схватање да је скраћени проспект непожељан, јер са њим расте вероватноћа упрошћавања проспекта, а тиме слаби степен заштите инвеститора, односно основна улога проспекта. S. Grundmann, 493. То се најбоље види на конкретном примеру, скраћени проспект може имати максимално 7 страница А4 формата (ЗТК 2021, чл. 41 ст. 5; Уредба о проспекту, чл. 7 тач. 3), док је Уредбом (ЕУ) 2024/2809 Европског парламента и Савета од 23. октобра 2024. године о измени Уредбе (ЕУ) 2017/1129, Уредбе (ЕУ) бр. 596/2014 и Уредбе (ЕУ) бр. 600/2014 ради повећања атрактивности јавних тржишта капитала у Унији за друштва и олакшавања приступа капиталу малим и средњим предузећима (*Regulation (EU) 2024/2809 of the European Parliament and of the Council of 23 October 2024 amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, OJ L, 2024/2809, 14. 11. 2024*; у даљем тексту: Уредба 2024/2809) предвиђено ограничење 300 страна проспекта (Уредба 2024/2809, чл. 1 којим се додаје нова тачка у Уредбу о проспекту у чл. 7). Дакле, питање је како нешто од 300 страна сумирати тако да стане на свега 7 страница, а да се превише не упроси. Раније решење ЕУ је давало инструкцију да скраћени проспект не би требало садржати више од 2.500 речи. Вид. Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, Oxford, 2014, 96–101; М. Радовић, 202–203.

на друге делове проспекта у оквиру скраћеног проспекта, чиме се осигурава да овај документ буде самостално разумљив. Разлика постоји и у погледу изузетака од обавезе сачињавања скраћеног проспекта: раније је то било предвиђено за дужничке хартије са номиналном вредношћу од 50.000 евра, док се данас овај праг подиже на 100.000 евра и додаје нови изузетак за хартије које се тргују искључиво на тржишту доступном само квалификованим инвеститорима.³¹

Основни проспект је раније могао да се израђује за дужничке хартије издате у оквиру програма понуде и за одређене хартије кредитних институција, а услови под којима се примењује нису били детаљно разрађени. Данас се значајно проширује и прецизира овај институт. Уводи се обавеза да основни проспект садржи образац коначних услова, наводи адресу интернет странице на којој ће коначни услови бити објављени, те се детаљно уређује однос основног проспекта и коначних услова. Важна новина је и то да се скраћени проспект по новом режиму саставља посебно за свако издање у оквиру програма, тек након утврђивања коначних услова, чиме се осигурава да инвеститори располажу релевантним информацијама за сваку емисију, односно њен део, хартија у оквиру програма.³²

Као потпуно нов институт, уводи се универзални документ о регистрацији, непознат претходном закону. Реч је о документу који издавалац чије су хартије укључене у трговање на регулисаном тржишту може сачињавати сваке пословне године, а који обухвата свеобухватан приказ друштва, организацију, пословање, финансијски положај, управљање и власничку структуру. Кључна предност овог института је у томе што издавалац који редовно подноси универзални документ о регистрацији стиче статус редовног издаваоца и право на убрзани поступак одобрења проспекта. Штавише, уколико је документ објављен у прописаним роковима и садржи одговарајуће информације, сматра се да је издавалац испунио и обавезу објављивања годишњег, односно полугодишњег извештаја.³³

Коначно, уводи се и проспект ЕУ за раст, као поједностављена врста проспекта намењена малим и средњим предузећима, издаваоцима чијим хартијама се тргује на тржишту раста малих и средњих предузећа и другим издаваоцима испод одређених прагова тржишне капитализације или вредности понуде. Овај институт није постојао 2011. године, а његово увођење одражава шире политичке циљеве,

31 ЗТК 2011, чл. 16; ЗТК 2021, чл. 41.

32 ЗТК 2011, чл. 18; ЗТК 2021, чл. 42; Уредба о проспекту, чл. 8.

33 ЗТК 2021, чл. 43; Уредба о проспекту, чл. 9; Rudiger Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, Third Edition, Oxford, 2022, 289; М. Радовић, 298–299.

олакшавање приступа тржишту капитала за мање привредне субјекте уз задржавање минималних стандарда заштите инвеститора. Проспект ЕУ за раст подразумева сразмерне обавезе обелодањивања, стандардизовану форму и једноставан језик, чиме се смањују трошкови и административни терет за издаваоце.³⁴

Српско право не познаје институт *EU Follow-on prospectus* (Накнадни проспект/Проспект за накнадно издање), који је уведен кроз Уредбу 2024/2809. Ради се о поједностављеном проспекту намењеном издаваоцима чије су хартије од вредности већ укључене у трговање на регулисаном тржишту најмање 18 месеци и који желе да изврше додатно издавање, дакле, издаваоцима са већ успостављеном историјом обелодањивања. Разлог за одсуство овог института у домаћем праву је вероватно хронолошке природе, Закон из 2021. је усвојен пре него што је на нивоу ЕУ овај инструмент добио свој коначан облик, па стога није могао бити обухваћен том верзијом закона, али изненађује што последњим изменама из децембра 2025. године, ово није имплементирано у наш систем.³⁵

б) Изузетак од обавезе сачињавања проспекта

Питање обавезе објављивања проспекта представља централни елемент регулације јавне понуде хартија од вредности и листинга на регулисаном тржишту. Упоредивањем релевантних одредби Закона о тржишту капитала из 2011. године и његовог наследника из 2021. године уочава се значајна еволуција домаћег законодавства, која у суштини одражава процес усклађивања са европским правним оквиром и Уредбом о проспекту. Полазна разлика између два режима уочава се већ на нивоу финансијских прагова испод којих не постоји обавеза објављивања проспекта. Закон из 2011. године предвиђао је изузетак за понуде чија укупна вредност не прелази 100.000 евра у периоду од два наест месеци, са додатним праговима од 50.000 евра по инвеститору, односно по номиналној вредности хартије (тзв. „мале емисије“). Закон из 2021. године знатно подиже ове границе, укупна вредност понуде може достићи 1.000.000 евра, а прагови по инвеститору и по номиналној вредности износе 100.000 евра. Подизање прагова није пука технич-

34 ЗТК 2021, чл. 49; Уредба о проспекту, чл. 15а.

35 Уредба о проспекту, чл. 14а. Овај проспект треба да замени поједностављено објављивање за секундарна издања из ЗТК 2021, чл. 48, што је јако слично проспекту за раст. Овде, такође, треба разликовати ову врсту проспекта у односу на накнадну емисију, која постоји као врста емисије у односу на време њеног предузимања. Накнаде емисије су све оне које нису оснивачке, што се може поклапати, али и не мора са појмом Накнадног проспекта. За детаљнију поделу емисије на оснивачку и накнадну вид. Н. Јовановић (2009), 478–479.

ка измена: њоме се смањује регулаторни терет за мање издаваоце и повећава приступачност тржишта капитала за привредне субјекте који нису у позицији да сnose трошкове израде и одобравања проспекта. У истом правцу иде и проширење круга лица којима се може упутити понуда без обавезе проспекта. Стари режим је овај број ограничавао на 100 физичких или правних лица која нису квалификовани инвеститори, док нови режим ту границу помера на 150, поново следећи стандард ЕУ. Иако се ради о на изглед скромној измени, она је значајна, јер одражава опредељење законодавца да шири круг потенцијалних учесника у мањим, циљаним понудама, не доводећи у питање заштиту инвестиционе јавности.

Значајну структурну новину из 2021. године представља јасније разграничење између изузетака који се примењују на јавну понуду и оних који се примењују на поступак укључења хартија у трговање на регулисано тржиште. Ранији закон ова два режима није доследно одвајао, што је у пракси могло стварати тешкоће у примени. Нови закон систематски уређује оба скупа изузетака, уводећи притом и правило о могућности њиховог комбиновања, уз важну заштитну клаузулу, изузеци не могу бити комбиновани ако би то резултирало укључењем у трговање више од 20% акција исте класе у периоду од дванаест месеци без објављеног проспекта.³⁶ Такође, за разлику од ранијег закона, Закон из 2021. године изричито уређује могућност објављивања добровољног проспекта и у случајевима када издавалац не би имао формалну обавезу његовог објављивања. Ово решење, непознато претходном режиму у систематизованој форми, омогућава издаваоцима да и изван обавезног оквира стекну предности које просpekt пружа.³⁷

в) Објављивање и његов облик одобрења проспекта, уједињавање и уједињавање акција

Режим објављивања проспекта доживео је значајну трансформацију између два закона, која у суштини одражава опште кретање ка дигитализацији финансијских тржишта. Ранији закон, предвиђао је неколико равноправних начина објављивања проспекта, штампани

36 Уредба 2024/2809 мења овај праг, тако што га повећава на 30%. Образложење је да се стари поједностављени просpekt за накнадна издања показао недовољно ефикасним, јер је ниво обелодањивања остао превише близак стандардном просpektу, разлика у пракси није доносила значајно смањење трошкова нити поједностављење за издаваоце чије хартије од вредности већ подлежу континуираним обавезама извештавања по Директиви о транспарентности.

37 Упор. ЗТК 2011, чл. 12 и 13 и ЗТК 2021, чл. 36, чл. 38. Новине ЗТК 2021 као да су урађене по узору на одредбе Уредбе о просpektу, чл. 1, а и сличе ситуацији у Великој Британији. Вид. Е. Ferran, Е. Howell, F. Steffek, 497–501.

медији, писани облик у службеним просторијама и електронски облик на интернет страници, уз додатну обавезу објављивања обавештења у дневном листу наредног дана од објављивања проспекта. Данас се потпуно напушта овај вишеканални приступ и као једини пуноважни начин објављивања предвиђа електронско објављивање, при чему проспект мора остати јавно доступан у електронском облику најмање десет година. Истовремено се изричито забрањује наплата накнаде или захтевање регистрације за приступ проспекту, чиме се јача начело бесплатне доступности информација инвеститорима.³⁸

У погледу наставка поступка, односно рока који Комисија за хартије од вредности има да поступи по захтеву за одобрење проспекта (10 радних дана), разлога за одбијање или одбацавање захтева, и одговорности за тачност проспекта, није било великих измена у односу на наша старија решења. Након окончања успешне јавне понуде, издавалац, односно понуђач има рок од пет радних дана да Централном регистру поднесе захтев и потребну документацију за упис података о лицима која су купила хартије од вредности. Централни регистар је затим дужан да у року од два радна дана од пријема уредног захтева изврши упис и пренос хартија од вредности на рачуне финансијских инструмената законитих ималаца. Једина, значајна, разлика се уочава непосредно по окончању преноса акција на рачуне нових ималаца. Централни регистар без одлагања обавештава Комисију, а уколико се хартије од вредности укључују у трговање, обавештење упућује и регулисаном тржишту, односно МТП-у. Од тренутка пријема тог обавештења од Централног регистра, издавалац је дужан да у року од три радна дана организатору тржишта поднесе захтев за укључење хартија од вредности у трговање. Стари закон је предвиђао следеће „Уколико је укључење хартија од вредности ... *обавезно*, издавалац је дужан да ... поднесе захтев организатору тржишта за укључење у трговање.“ Ако се упореде старо и ново решење, делује да је стари закон прописивао обавезу укључења, а нови само процедуру у случају добровољног укључења. Коначно, одмах по укључењу у трговање, организатор тржишта објављује одговарајуће обавештење на својој интернет страници и електронским путем га доставља Комисији, Централном регистру и издаваоцу.³⁹

38 ЗТК 2011, чл. 31; ЗТК 2021, чл. 55. Ово правило је у потпуности сагласно са Уредбом о проспекту. У погледу објављивања, може се заузети став да је једини обавезан начин у складу са ЗТК 2021 објављивање на интернету, али да издавалац може, уколико жели или на захтев инвеститора, поред објављивања на интернету проспект учинити доступним и на неки други начин (неки од ранијих). Слично вид. М. Радовић, 297–298.

39 ЗТК 2021, чл. 63 и чл. 64 упор. са ЗТК 2011, чл. 38; Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности – Пречишћени текст (закључно са изменама и допунама које се примењују од 5. маја 2025), чл. 20. Поступак

IV *Going private* – поступак затварања акционарског друштва

1. Уводне напомене

Укључење акција на регулисано тржиште није дефинитиван и неповратан акт. Регулаторни оквир предвиђа могућност привремене обуставе трговања и искључења са листинга. Још од почетка 2000-их година се говори о томе како је поступак затварања недовољно уређен, односно посматрајући Закон о тржишту хартија из 2002. године, тај поступак није ни био регулисан.⁴⁰ Закон о тржишту капитала из 2011. године је затварање акционарског друштва регулисао само једним чланом непосредно, док се посредно може извести закључак да су још два члана била релевантна за затварање.⁴¹ Закон из 2021. године тему

је усклађен са Уредбом о проспекту, али и ранијим ЕУ режимом у складу са Директивом о проспекту. N. Moloney, 111.

- 40 Поред општих разлога за затварање друштава разрађених на почетку рада у посебном одељку, у српском праву су уочљиви и специфични фактори условљени транзиционим процесима. Пре свега, велики број друштава стекао је статус јавног друштва не као резултат својевољне тржишне одлуке, већ услед тзв. принудног отварања. Ово због тога што су сва друштвена предузећа била обавезна да се у приватизацији претворе у акционарска друштва, што је подразумевало обавезу да своја средства изразе као основни капитал подељен на акције, односно да издају акције. Осим тога, она су била обавезана да своје акције укључе у трговање на организованом тржишту. Истовремено, модел приватизације заснован на концентрацији капитала, у којем је већински пакет акција прелазео у руке једног инвеститора, док је преостали део био распршен међу запосленима и грађанима, довео је до напетости између циља развоја ликвидног тржишта и интереса контролних акционара за неограниченим управљањем друштвом. Поред тога, друштва са дисперзованом (распршеном) власничком структуром, насталом у ранијим приватизационим режимима, била су изложена повећаном ризику од преузимања, поготово што је законски режим преузимања био врло благ по преузимаоце. То је у већини случајева доводило до концентрације власништва и извлачења вредности на штету самог друштва. Ови фактори су у пракси подстакли интерес значајног броја друштава да напусте статус јавног друштва и повуку се са тржишта. Nebojša Jovanović, „Why going private is (was) prohibited in Serbia“, *Annals FLB*, Vol. 60, No. 3/2012, 115–117.

Н. Јовановић (20056), 75. На нивоу Европске уније се говори о томе како је њена обједињена регулатива у односу на затворена, нејавна друштва минорна у односу на јавна друштва, која је скоро у потпуности хармонизована. Вид. Andreas Cahn, David C. Donald, *Comparative Company Law – Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Second Edition, Cambridge University Press, 2018, 29.

- 41 ЗТК 2011, чл. 70 (непосредно – престанак својства јавног друштва), чл. 122 и 123 (посредно – искључење са регулисаног тржишта, односно МТП и одлука о повлачењу акција са регулисаног тржишта, односно МТП).

окончања трговања акцијама на регулисаном тржишту уређује кроз два члана који уређују две различите ситуације, док више не постоји члан који се односи искључиво на престанак својства јавног друштва. Члан 132 уређује принудну привремену обуставу и искључење финансијских инструмената из трговања, где је иницијатор регулатор или сам организатор тржишта. Други члан, члан 133 уређује добровољно повлачење акција, где је иницијатор повлачења само друштво, односно повлачење се базира на одлуци скупштине јавног акционарског друштва. Изменама из 2025. године није много интервенисано у ове законске чланове, односно, извршено је само једно прецизирање у чл. 133 ст. 4 где је додато да друштво „престаје да буде јавно друштво“ уписом одлуке о повлачењу акција у Регистар привредних субјеката.⁴²

2. Привремена обустава и искључење из трговања

Члан 132 ЗТК 2021 разликује две категорије искључења које се битно разликују по правној природи и правним последицама.⁴³

Прва је тзв. дискреционо искључење, које организатору тржишта даје овлашћење да уведе привремену обуставу трговања финансијским инструментом или да га искључи из трговања, под условом да инструмент више не испуњава правила регулисаног тржишта. Ово овлашћење одмах је ограничено важним изузетком: обустава или искључење не могу да се примене ако би нанели значајну штету интересима инвеститора или правилном функционисању тржишта или постоје друге законске сметње за искључење.⁴⁴ Та двострука провера неиспуњења правила

42 ЗТК 2025, чл. 16. Иако се по форми ова измена представља као прецизирање постојећег решења, у систематском контексту учвршћује концепцијски избор законодавца по коме је јавни статус друштва нераскидиво везан искључиво за регулисано тржиште. Из тога произилазе нерешена питања у погледу правне природе трговине на МТП-у и ОТП-у: ако друштва чијим се хартијама тргује на тим местима нису јавна друштва, поставља се питање да ли та трговина може бити јавна у смислу ЗТК, будући да организована трговина по самој својој природи подразумева јавно објављивање понуда, курсних листа и тржишних цена, без чега механизам формирања цена путем јавне аукције постаје нефункционалан, а улагачи немају начина да сазнају услове под којима се тргује хартијама одређеног издаваоца.

43 MiFID II, чл. 52 уређује привремену обуставу и искључење финансијских инструмената са регулисаног тржишта. ЗТК 2021, чл. 132 је писан готово паралелно са наведеним чланом директиве, и у великој мери га верно транспонује. Српски закон даје листу таксативних основа за принудно искључење, док директива то питање не регулише, већ оставља националним правима држава чланица.

44 Правила пословања, чл. 175 ст. 2. Поред тога, Правила пословања, чл. 166–174, предвиђају могућност привремене обуставе трговања хартијама од вредности у више ситуација, нарочито ради заштите инвеститора и обезбеђења уредног и пра-

уз одсуство значајне штете, нормативно је смислено конципирана, али практично захтевна за примену. Организатор тржишта мора истовремено да утврди да су услови листинга нарушени и да процени тржишне последице свог деловања. У условима српског тржишта, где је ликвидност хронично ниска, а информациона инфраструктура недовољно развијена, ова процена може бити изузетно тешка: да ли искључивање неликвидне акције штети или штити инвеститора? Акционар чија акција нема промет ни пре искључења не располаже тржишним механизмом ни после, па је питање у чему се уопште огледа „значајна штета“.

Друга, нормативно и практично значајнија категорија, јесте принудно искључење по решењу Комисије, уређено чл. 132 ст. 7 Закона из 2021. године. Комисија доноси решење о искључењу акција са регулисаног тржишта у таксативно набројаним случајевима: ако издавалац Комисији није доставио годишњи извештај у прописаним роковима, ако је Комисија два пута безуспешно покушала уручење управног акта на регистровану адресу друштва, ако је друштву правноснажним актом изречена мера забране обављања делатности или одузимање дозволе, лиценце или одобрења за обављање регистроване делатности, или ако друштво остане без законског или привременог заступника дуже од 30 дана. Таксативност ове листе ствара правну сигурност, издавалац унапред зна које понашање аутоматски активира надлежност Комисије, али истовремено оставља отвореним питање свих ситуација које нису листом обухваћене, а могу бити значајне. Тако нпр. друштво које вишегодишњим потпуним одсуством трговања фактички напушта тржиште, али редовно шаље извештаје и има регистровану адресу и назначеног заступника, не испуњава ниједан од таксативних основа, па Комисија нема овлашћење да је принудно искључи.⁴⁵

Ланац последица по доношењу решења Комисије представља нормативно осетљив сегмент режима делистирања, будући да се у тој

вично трговања. До обуставе може доћи, између осталог, уколико хартија од вредности више не испуњава услове за трговање, у случају постојања околности које могу нарушити поверење у тржиште, изазвати озбиљан поремећај у трговању или угрозити равноправан положај учесника, као и у ситуацијама када постоје сметње које онемогућавају пренос власништва или када су утврђене чињенице које могу довести до погрешног или неинформисаног одлучивања инвеститора. Ипак, овај институт нема непосредан значај за предмет овог рада, будући да привремена обустава трговања не доводи до промене статуса друштва, док тек трајно искључење хартија од вредности са организованог тржишта може отворити могућност губитка статуса јавног друштва.

45 Насупрот садашњем решењу, ЗТК 2011, чл. 122 је предвиђао да се врши искључење са регулисаног тржишта и укључује у трговање на МТП ако се финансијским инструментом није трговало дуже од 180 дана или да јавно друштво више не испуњава услове за укључење у трговање на регулисаном тржишту.

фази одређује обим заштите мањинских акционара. Решење Комисија доставља издаваоцу и организатору тржишта. Организатор тржишта дужан је да га одмах по пријему објави на свом интернет сајту и да га одржава видљивим најмање шест месеци. Тај рок није рок за поступање него рок трајања објаве, а циљ је да акционари имају довољно времена да сазнају за решење. Организатор тржишта дужан је и да без одлагања, по пријему решења, искључи акције из трговања, без права да самостално одлаже извршење. Издавалац је, са своје стране, дужан да решење достави свим акционарима у року од три дана од дана његовог пријема, иако је практична извршивост те обавезе проблематична управо у ситуацијама када Комисија по правилу нема успостављен контакт са издаваоцем. Кључна одредба у погледу заштите акционара јесте право на откуп акција. Сваки акционар може у року од шест месеци од дана доношења решења да захтева од друштва откуп својих акција, а друштво је дужно да га исплати у року од 30 дана по цени по којој се откупљују акције од несагласних акционара у складу са Законом о привредним друштвима. Ако друштво не изврши исплату или акционар оспори утврђену вредност, предвиђена је судска заштита: акционар може тужбом да захтева или исплату вредности акција ако исплата није извршена у року, или разлику до пуне вредности ако је утврђена цена оспорена.⁴⁶

Ово решење отвара неколико питања која остају отворена *de lege lata*. Прво, закон не прописује изричито да решење Комисије из чл. 132 ст. 7 аутоматски производи и престанак статуса јавног друштва. Друштво је искључено са берзе, акцијама се не тргује, али статус јавног друштва може формалноправно да остане, нарочито ако је тај статус стечен и по другом основу (нпр. ранија јавна понуда уз проспект). Такође, није јасно у ком моменту Комисија брише друштво из Регистра јавних друштава и који је тачан тренутак када друштво престаје да буде

46 ЗТК 2021, чл. 132 ст. 12 и 13. У погледу начина одређења откупне цене у односу на ЗТК 2011 вид. Н. Јовановић (2011), 308–312; Вук Радовић, „Одмеравање висине накнаде несагласним акционарима“, *Усклађивање пословној права Србије са правом Европске уније* (2017) (уредник Вук Радовић), Београд, 2017, 64–90. Према ЗТК 2021 и изменама Закона о привредним друштвима из 2018. године вид. В. Радовић (2023), 594–595.

Развијени системи, такође, воде рачуна о заштити мањинских чланова код затварања. Делавер је раније примењивао Соломон стандард заштите, произашао из случаја *In re Solomon* (1995), а касније потврђен у *In re Pure Resources* (2002). По том стандарду суд у одређеним околностима само проверава да ли је обелодањивање потпуно и да ли је понуда слободна (одсуство принуде) и тада неће улазити у оцену оправданости цене. Вид. детаљније Jon E. Abramczyk, Jason A. Cincilla, James D. Honaker, „Going Private „Dilemma“? – Not in Delaware“, *The Business Lawyer*, Vol. 58, No. 4/2003, 1351–1371.

јавно (ако уопште).⁴⁷ Чланом 132 се уређује искључење из трговања, а не престанак статуса јавног друштва, што би значило да друштво остаје јавно и даље подлеже свим обавезама извештавања, а акцијама се не може трговати на берзи. Друго, закон не прописује механизам супститутивне доставе акционарима у случају пасивности издаваоца, нити посебну санкцију за то пропуштање. Треће, судска заштита постоји, али без развијене јуриспруденције о методологији вредновања акција у контексту принудног делистирања, суд је приморан да поступа по општим правилима Закона о привредним друштвима, која нису можда нису увек најбоља за ову специфичну ситуацију. Треће, заштита мањинских акционара у поступку принудног делистирања, иако унапређена у Закону о тржишту капитала из 2021. године у односу на претходни режим, и даље зависи претежно од активности самих акционара и расположивих судских механизма, а не од проактивних регулаторних гаранција. Додуше, може се закључити да законодавац није детаљније регулисао ово питање, будући да и Директива о преузимањима 2004/25 предвиђа обавезну понуду за преузимање у случају стицања контроле у друштву, што је код нас свакако обухваћено правилима Закона о преузимању акционарских друштава.⁴⁸

Поред наведеног, члан 132 уређује два додатна аспекта режима искључења која указују на усклађеност са регулаторним стандардом ЕУ, иако су у садашњим условима српског тржишта претежно теоријске природе. Прво, организатор тржишта који обустави или искључи основни финансијски инструмент дужан је да учини исто и са повезаним изведеним финансијским инструментима, кад је то потребно ради остваривања циља обуставе. Ово правило је без практичног значаја у Србији данас, будући да тржиште деривата практично не постоји. Друго, чл. 132 ст. 3–6 Закона о тржишту капитала уређују механизам координираног деловања Комисије са регулаторима других тржишта, укључујући обавезу обавештавања ESMA-е, у случајевима у којима је

47 У складу са ЗТК 2011 је постојао посебан Правилник о начину престанка својства јавног друштва и поступку исплате несагласних акционара у случају искључења акција са регулисаног тржишта, односно МТП, *Службени гласник РС*, бр. 10/2012, 50/2012. Наведеним Правилником је ово питање било уређено на следећи начин: Јавно друштво подноси захтев за брисање из Регистра јавних друштава и уз захтев доставља акт организатора тржишта о искључењу из акција, на основу чега Комисија доноси решење о брисању (чл. 5 ст. 1 и ст. 3). Није регулисано питање пасивности јавног друштва, односно ситуација у којој друштво не чини ништа по том питању и не подноси захтев по искључењу са тржишта. Доношењем ЗТК 2021 предвиђено је да ће бити донети усклађени подзаконски акти, међутим, у овом делу је изостао одговарајући подзаконски акт, те је спорно да ли се наведени правилник и даље може сматрати валидним и примењивати (став аутора овог рада је не).

48 Директива о преузимањима, чл. 5 ст. 1.

обустава покренута из разлога попут сумње на злоупотребу тржишта, понуде за преузимање или необјављивања привилегованих информација. Иако Србија није чланица ЕУ и овај механизам не функционише у пуном обиму, нормативна позиција ових одредби указује на намеру законодавца да режим искључења буде функционално компатибилан са системом тржишног надзора у ЕУ када дође време за његову примену.

3. Добровољно повлачење акција са регулисаног тржишта

Чл. 133 ст. 1 Закона о тржишту капитала прописује да скупштина издаваоца може донети одлуку о повлачењу акција са регулисаног тржишта гласовима који представљају најмање три четвртине од укупног броја издатих акција са правом гласа, при чему се статутом може предвидети и виши праг. Одредба је формулисана прецизно, али управо та прецизност отвара практично значајно питање: реч је о три четвртине укупно издатих акција, а не само присутних на скупштинској седници. Ово је строжи стандард него код већине квалификованих одлука у праву акционарских друштава. Друштва са дисперзованом власничком структуром у којој акционари редовно не учествују на скупштини може имати практичну немогућност да окупи три четвртине свих издатих акција, чиме добровољно повлачење постаје правно дозвољено, а некада практично недостижно. Ово делује на свесну одлуку законодавца да онемогући контролним акционарима да лако затворе јавно акционарско друштво наспрам воље мањинских акционара.⁴⁹

Закон прописује неколико кумулативних услова за ваљаност одлуке о повлачењу: 1) број акционара – јавно друштво мора имати мање од 10.000 акционара да би се претворило у нејавно; 2) укупни промет у три месеца – укупан промет акција мора бити мањи од 0,5% од укупног издатог броја тих акција у периоду од три месеца пре дана доношења

49 Законодавац је противречан, с једне стране, поставља висок праг броја акционара испод кога је затварање уопште допуштено, а с друге стране намеће строге додатне услове за спровођење тог поступка. Ово је посебно противречно имајући у виду да ЗТК поистовећује престанак котирања на берзи са затварањем друштва, чиме излаз са регулисаног тржишта постаје истовремено и излаз из јавног статуса, без икакве средње позиције.

До искључења акција са тржишта, односно затварања може доћи, између осталог, у случају када су све акције издаваоца откупљене у поступку преузимања, у складу са прописима о преузимању акционарских друштава, односно у поступку принудног откупа или принудне продаје акција у складу са правилима компанијског права, као и у случају покретања поступка добровољне ликвидације издаваоца. Битно је да је то констатовано одговарајућом одлуком скупштине издаваоца. Вид. Правила пословања, чл. 177 ст. 1 тач. 1.

одлуке о сазивању скупштине;⁵⁰ 3) месечни промет – у најмање једном месецу тог тромесечног периода месечни промет мора бити мањи од 0,05% укупног броја издатих акција;⁵¹ 4) неопозива изјава о откупу којом се друштво обавезује да ће несагласним акционарима откупити акције. И поред ових, детаљно прописаних услова, теоријски, остаје ризик манипулације: контролни акционар може „умрвити“ своје акције и избегавати трговање у посматраном периоду, чиме формалноправно испуњава услов неликвидности, а затим да одлучи да повуче друштво са регулисаног тржишта изгласавањем прописаном већином на седници скупштине. Закон нема механизма верификације аутентичности неликвидности нити начина да разграничи природну неликвидност (нема заинтересованих инвеститора) од вештачке (постојећи инвеститори намерно не тргују). Продужавање посматраног периода или увођење независног надзора Комисије над испуњеношћу услова би овај ризик смањило.

По упису одлуке о повлачењу у Регистар привредних субјеката, друштво престаје да буде јавно и дужно је да обавести организатора регулисаног тржишта. Редослед је јасно превиђен законом: прво упис у Регистар привредних субјеката, обавештавање берзе, берза доноси одлуку о искључењу, уколико је достављена сва потребна документација, и на крају берза доставља решење Комисији за хартије од вредности која брише друштво из Регистра јавних друштава.⁵² Ово се разликује од режима

50 Услов 2. одређује референтни период у односу на дан доношења одлуке о сазивању скупштине, а не у односу на дан скупштине, нити дан доношења одлуке о повлачењу. Друштво мора да испуњава услов у тренутку кад доноси одлуку о сазивању, а не у тренутку кад одлука о повлачењу буде донета. С обзиром да скупштину треба сазвати са довољним роком, може проћи неколико недеља. За то време стање промета може да се промени, а закон то не регулише. Да ли услов мора бити испуњен само у тренутку сазивања, или мора да остане испуњен и до дана скупштине? Закон не даје одговор.

51 Комбинација услова 2 и 3 конципирана је тако да буде тешко манипулисати промет у кратком периоду. Услов 3 захтева да у бар једном месецу промет буде испод 0,05%, формулација „у најмање у једном месецу“ не искључује могућност да у преостала два месеца промет буде незнатно изнад 0,05%, а укупан тромесечни промет и даље испод 0,5%. То значи да ова два услова нису потпуно симетрична: испуњење услова 3 у само једном месецу није довољно само по себи, али ни испуњење услова 2 (укупног) без услова 3 (месечног) није довољно, морају да буду испуњени заједно.

52 Правила пословања, чл. 178. Према јавно доступним подацима у Регистру јавних друштава при Комисији за хартије од вредности, од почетка примене новог закона из 2021. године и овог начина затварања јавних акционарских друштава, број акционарских друштава који је постао нејаван је 37. Већина њих је након затварања променила правну форму у друштво с ограниченом одговорношћу. То значи да су након брисања из Регистра јавних друштава, вршили испис из Централног регистра, депо и клиринг хартија од вредности. Доступно на адреси: <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/%D1%81%D0%BB%D1%83%D0%B6%D0%B1%D0%B5%D0%BD%>

принудног искључења (чл. 132), где берза по налогу Комисије искључује акције. Код добровољног повлачења, правни основ је скупштинска одлука уписана у регистар. Ова конструкција ствара временски прелазни период потенцијалне правне нејасноће између уписа у регистар (момента кад друштво престаје да буде јавно) и фактичког искључења са берзе (које следи по обавештавању). У том периоду акционари и даље могу да тргују акцијама на берзи, иако је друштво регистарски постало нејавно. Пошто је упис у Регистар привредних субјеката конститутиван, берза не би смела да дозволи јавно надметање у односу на акције тог друштва. Закон не одређује рок у коме је друштво дужно да обавести берзу. Ово је значајна празнина, јер без прецизног рока, обавештавање може бити одложено произвољно, а инвеститори неосновано трговали акцијама друштва чији је јавни статус, по регистру, престао.⁵³

Ваља поменути и још једну ствар актуелну у нашој ранијој теорији. Правна празнина коју је Јовановић идентификовао 2011. године у вези са повлачењем акција са неорганизованог јавног тржишта (ОТЦ) није отклоњена ни доношењем новог закона 2021. године. Напротив, она је у извесном смислу постала практично релевантнија него у тренутку када је уочена, будући да се тржишни контекст у међувремену суштински изменио. Он је описао правну празнину у тада потенцијалном сценарију, а Закон о тржишту капитала из 2021. године је учинио тај сценарио стварним и практично значајним, не нудећи истовремено одговор. По старом закону из 2011. године проблем је постојао претежно у теоријском смислу, јер је важећим прописима свако јавно акционарско друштво морало да буде укључено на организовано тржиште, тако да је ОТЦ ситуација

D0%B8-%D1%80%D0%B5%D0%B3%D0%B8%D1%81%D1%82%D1%80%D0%B8/%D1%80%D0%B5%D0%B3%D0%B8%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%80-%D1%98%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%B8%D1%85-%D0%B4%D1%80%D1%83%D1%88%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%B0-2/%D0%B1%D1%80%D0%B8%D1%81%D0%B0%D1%9A%D0%B5-%D0%B8%D0%B7-%D1%80%D0%B5%D0%B3%D0%B8%D1%81%D1%82%D1%80%D0%B0-%D1%98%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%B8%D1%85-%D0%B4%D1%80%D1%83%D1%88%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%B0, 3. 4. 2026.

- 53 Реч је о нејасноћи на коју је указивао и Јовановић. Штавише, ЗТК из 2021. је задржао редослед на који је Јовановић имао критику: прво упис у Регистар привредних субјеката (тренутак престанка јавног статуса), па тек онда обавештавање берзе. Још једна нејасноћа на коју је указао Јовановић јесте питање када тачно друштво престаје да буде јавно, да ли је то дан брисања из регистра Комисије за хартије од вредности или дан уписа у Регистар привредних субјеката. Ово је најпрецизније решена од све четири нејасноће, на које је професор указао, и то управо на начин супротан од онога који је он препоручивао. Закон сада изричито прописује да уписом у Регистар привредних субјеката друштво престаје да буде јавно. Вид. Н. Јовановић (2011), 315. Став аутора овог рада је да би статус јавног друштва требало да престане и да се друштво сматра нејавним тек моментом брисања из посебног Регистра јавних друштава код Комисије за хартије од вредности.

имала ограничен практичан домет.⁵⁴ Како је Закон о тржишту капитала из 2021. године укинуо ту обавезу, тако је овај проблем добио нову димензију. Сада постоје јавна друштва која су тај статус стекла искључиво по основу успешно извршене јавне понуде уз одобрен проспект, а чије акције никада нису укључене на регулисано тржиште, па се њима тргује само на ОТЦ-у или се уопште не тргује. За таква друштва важећи закон не нуди никакав нормативни одговор на питање: на који начин могу да постану нејавна? Члан 133 не важи, јер је изричито насловљен и садржински ограничен на повлачење акција са регулисаног тржишта. Члан 132, такође, не важи, јер уређује искључење са регулисаног тржишта по одлуци регулатора или организатора тржишта. Ниједан од ових начина није примењив на друштво које никада није имало акције укључене на регулисано тржиште. Додатну тежину проблему даје и нова дефиниција јавног друштва по којој је друштво јавно ако је успешно извршило јавну понуду уз одобрени проспект, без обзира на то да ли су акције накнадно укључене на регулисано тржиште. Пошто закон не предвиђа механизам по коме тај конститутивни основ јавног статуса може да престане, такво друштво теоријски остаје трајно јавно. Једини логично конструисан, али нормативно неприхватљив и оптерећујући излаз, подразумевао би да друштво прво укључи акције на регулисано тржиште, а потом их повуче у складу са чл. 133, дакле да намерно успостави правну ситуацију коју тек потом може да укине. Реч је очигледно о заобилазном путу који не може да се сматра ваљаним законским решењем.

V Завршна излагања

Закон о тржишту капитала из 2021. године доноси битне измене у режиму *going public* и *going private* поступака у српском праву. Те измене нису у обиму конституисања потпуно новог система, него пре у обиму систематичног усклађивања са европским стандардима уз отклањање нормативних недоречености накупљених у деценији примене претходног закона. Оцена реформе коју доноси нови Закон мора полазити од реалности српског тржишта капитала. Београдска берза је мало и релативно плитко тржиште са ограниченим бројем листираних друштава. У таквим условима, и добро осмишљена нормативна решења могу остати без практичних ефеката ако нису праћена институционалним јачањем надлежних тела и едукацијом учесника на тржишту.

Закон о тржишту капитала из 2021. године представља искорак у односу на свог претходника из 2011. године. Нова дефиниција јавних

54 Н. Јовановић (2011), 316–318.

друштва, подизање финансијских прагова за примену изузетака од обавезе објављивања проспекта, проширење круга лица која могу да користе те изузетке, те систематско раздвајање режима јавне понуде од режима листинга, све су то измене које нормативни оквир приближавају стандардима Уредбе о проспекту. Увођење нових инструмената, пре свега универзалног документа о регистрацији и проспекта ЕУ за раст, доноси флексибилност и пропорционалност у режим обелодањивања, стварајући разнолик систем прилагођен различитим врстама издавалаца. Напуштање вишеканалног режима објављивања проспекта у корист искључиво електронске објаве одражава реалности савременог тржишта и смањује трошкове по издаваоца.

Питање је да ли нова законска правила у вези са отварањем друштва, заиста олакшавају приступ тржишту капитала малим и средњим предузећима. То захтева анализу два елемента: нормативних баријера (трошкови и сложеност проспекта, услови листинга) и тржишних баријера (ликвидност, база инвеститора, аналитичка пратња). Делује да Закон из 2021. адресира прве, али не може сам по себи отклонити друге. Ту се додају правне празнине, пре свега у делу који се односи на затварање јавних акционарских друштва, која постоје од 2000-их година, али и на неке новије пропусте уређења питања која су развијена на нивоу Европске уније, а не и код нас.

Парадокс српског тржишта капитала стога није у лошем закону, закон је модеран и приближава се стандардима ЕУ. Он лежи у томе што закон регулише тржиште какво би требало да постоји, док увођење неких института, попут проспекта за раст као нормативне иновације долази у систем у коме ни тржиште раста МСП као његов природни супстрат, ни институционална инвеститорска база која би тај тржишни сегмент учинила смисленим, нису у пуној мери активирани. У том смислу, потребна су *de lege ferenda* разматрања у неколико праваца: решавање спорних питања у погледу *going private* поступака, примене института накнадног проспекта, даље смањење регулаторног јаза између јавних и приватних друштва, те системски подстицаји за институционалне инвеститоре да повећају улагања у домаће хартије од вредности. Само оваквим интегралним приступом домаће тржиште капитала може да испуни своју економску функцију и постане атрактивно одредиште за издаваоце и инвеститоре у условима европске интеграције.

Коришћена литература

- Abramczyk Jon E., Cincilla Jason A., Honaker James D., „Going Private „Dilemma“? – Not in Delaware“, *The Business Lawyer*, Vol. 58, No. 4/2003.
- Ang James S., Brau James C., „Firm Transparency and the Costs of Going Public“, *The Journal of Financial Research*, Vol. XXV, No. 1/2002.
- Васиљевић Мирко, Јевремовић Петровић Татјана, Лепетић Јелена, *Компанијско право – Право привредних друштава*, Београд, 2023. (Vasiljević Mirko, Jevremović Petrović Tatjana, Lepetić Jelena, *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava*, Beograd, 2023)
- Васиљевић Мирко, *Компанијско право – Право привредних друштава*, Београд, 2019. (Vasiljević Mirko, *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava*, Beograd, 2019)
- Veil Rüdiger (ed.), *European Capital Markets Law*, Third Edition, Oxford, 2022.
- Goergen Marc, Khurshed Arif, Mudambi Ram, „The Strategy of Going Public: How UK Firms Choose Their Listing Contracts“, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 1–2/2006.
- Grundmann Stefan, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Cambridge, 2012.
- Gullifer Louise, Payne Jennifer, *Corporate Finance Law – Principles and Policy*, Hart Publishing, Third Edition, Oxford; New York, 2020.
- Eisele Florian, *Going Private in Deutschland – Eine institutionelle und empirische Analyse des Rückzugs vom Kapitalmarkt*, Wiesbaden, 2006.
- Zetzsche Dirk, *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS) – Heinrich-Heine-University Düsseldorf, 2014.
- Јевремовић Петровић Татјана, „Тржиште раста малих и средњих предузећа“, *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније (2022)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2022. (Jevremović Petrović Tatjana, „Tržište rasta malih i srednjih preduzeća“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2022)* (urednik Vuk Radović), Beograd, 2022)
- Јевтић Кристина, „Мезанин капитал као вид алтернативног финансирања (иновативних) друштава са ограниченом одговорношћу у Србији“, *Криза права – сџара ишћања и нове околности: Зборник радова Копаоничке школе природног права Слободан Перовић – Радови за наџраду „Професор Слободан Перовић“* (уредник Јелена Перовић),

- Београд, 2025. (Jevtić Kristina, „Mezanin kapital kao vid alternativnog finansiranja (inovativnih) društava sa ograničenom odgovornošću u Srbiji“, *Kriza prava – stara pitanja i nove okolnosti: Zbornik radova Kopaoničke škole prirodnog prava Slobodan Perović – Radovi za nagradu „Profesor Slobodan Perović“* (urednik Jelena Perović), Beograd, 2025)
- Јевтић Кристина, „Промена правне форме у светлу сходне примене одредби о статусним променама“, *Право и привреда*, бр. 3/2025. (Jevtić Kristina, „Promena pravne forme u svetlu shodne primene odredbi o statusnim promenama“, *Pravo i privreda*, br. 3/2025)
- Јовановић Александра, „Затворена и отворена привредна друштва и економски аспекти иницијалног отварања (и обрнуто)“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2005. (Jovanović Aleksandra, „Zatvorena i otvorena privredna društva i ekonomski aspekti inicijalnog otvaranja (i obrnuto)“, *Pravo i privreda*, br. 5–8/2005)
- Јовановић Небојша, *Берзанско право*, Београд, 2009. (Jovanović Nebojša, *Berzansko pravo*, Beograd, 2009)
- Jovanović Nebojša, „Why going private is (was) prohibited in Serbia“, *Annals FLB*, Vol. 60, No. 3/2012.
- Јовановић Небојша, „Законодавна смушеност у претварању јавног у нејавно друштво“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 2/2011. (Jovanović Nebojša, „Zakonodavna smušenost u pretvaranju javnog u nejavno društvo“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 2/2011)
- Јовановић Небојша, „Отворено и затворено акционарско друштво“, *Право и привреда*, бр. 1–4/2005. (Jovanović Nebojša, „Otvoreno i zatvoreno akcionarsko društvo“, *Pravo i privreda*, br. 1–4/2005)
- Јовановић Небојша, „Отварање и затварање привредних друштва“, *Акционарска друштва, берзе и акције – АБА – Специјалистичке студије – Зборник радова* (urednik Mirko Vasiljević), Београд, 2006. (Jovanović Nebojša, „Otvaranje i zatvaranje privrednih društava“, *Akcionarska društva, berze i akcije – ABA – Specijalističke studije – Zbornik radova* (urednik Mirko Vasiljević), Beograd, 2006)
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Компанијско право – Право привредних друштва*, 3. издање, Београд, 2023. (Jovanović Nebojša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava*, 3. izdanje, Beograd, 2023)
- Јовановић Небојша, *Уџбеник из компанијског права*, Београд, 2026. (Jovanović Nebojša, *Udžbenik iz kompanijskog prava*, Beograd, 2026)
- Kaserer Christoph, Tressel Victoria, „EU Prospectus Regulation and its Impact on SME Listings“, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 93, 2024.

- Moloney Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, Oxford, 2014.
- McCahery Joseph A., Vermeulen Erik P. M., *Corporate Governnace of Non-listed Companies*, Oxford University Press, 2008.
- Passador Maria Lucia, „Capital Market Conundrums: IPO Declines and Delisting Dilemmas“, *Research Handbook on Corporate Finance Law*, 2025, доступно на адреси: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5352918, 29. 3. 2026.
- Радовић Вук, „Одмеравање висине накнаде несагласним акционарима“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске уније (2017)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2017. (Radović Vuk, „Odmeravanje visine naknade nesaglasnim akcionarima“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2017)* (urednik Vuk Radović), Beograd, 2017)
- Радовић Мирјана, „Потреба за усклађивањем Закона о тржишту капитала са Уредбом (ЕУ) 2017/1129 о проспекту“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом ЕУ (2020)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2020. (Radović Mirjana, „Potreba za usklađivanjem Zakona o tržištu kapitala sa Uredbom (EU) 2017/1129 o prospektu“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2020)* (urednik Vuk Radović), Beograd, 2020)
- Roell Ailsa, „The decision to go public: An overview“, *European Economic Review*, 40 (1996).
- Ferran Eilis, Howell Elizabeth, Steffek Felix, *Principles of Corporate Finance Law – Third Edition*, Oxford, 2023.
- Fried Jesse M., „Firms Gone Dark“, *The University of Chicago Law Rewiev*, 2009.
- Cahn Andreas, Donald David C., *Comparative Company Law – Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Second Edition, Cambridge University Press, 2018.
- Cheffins Brian R., *The Public Company Transformed*, Oxford University Press, 2018.
- Cheffins Brian R., „Will Listing Rule Reform Deliver Strong Public Market for the UK“, *Modern Law Review*, Vol. 86, No. 1/2023.

Kristina JEVTIĆ, LL.M.

Teaching Assistant at the University of Belgrade Faculty of Law, Serbia

GOING PUBLIC AND GOING PRIVATE OF JOINT-STOCK COMPANIES IN SERBIA – THE REACH OF NEW CAPITAL MARKET ACT

Summary

This paper analyses the legal framework governing access to and exit from the capital market in the Republic of Serbia, with particular focus on the Capital Markets Act of 2021 and its amendments of December 2025. The research concentrates on two key processes: going public and going private. The paper examines the evolution of the prospectus regime in relation to the previous legal framework established by the Capital Markets Act of 2011, including changes regarding exemptions from the obligation to publish a prospectus, new types of prospectus, and listing conditions, as well as legal gaps that continue to exist in domestic law in relation to the most recent amendments to the EU prospectus regulatory regime. In addition, the paper examines changes compared to the earlier legislative framework with respect to the closing of joint-stock companies and identifies legal gaps that have been neglected for decades. It is concluded that the Act of 2021, together with the 2025 amendments, represents a significant step towards alignment with European law, but that certain legal gaps and structural weaknesses of the domestic capital market remain as a challenge for future amendments to the applicable regulations.

Key words: *Going public. – Going private. – Going dark. – Prospectus. – Capital Market Act.*

Датум пријема рада: 3. 4. 2026.

Датум прихватања рада: 4. 5. 2026.