

Др Небојша Јовановић*

ЗАКОНОДАВНА СМУШЕНОСТ У ПРЕТВАРАЊУ ЈАВНОГ У НЕЈАВНО ДРУШТВО

У чланку се анализира претварање јавног у нејавно друштво и указује на нејасности и на правну празнину у његовом регулисању, која је настала доношењем Закона о тржишту капитала Србије 2011. године. Тим законом се изричито уређује претварање јавног у нејавно друштво, али само у случају кад се акције јавног друштва повлаче с организованог тржишта (тзв. регулисано тржиште односно МТП). Нема, међутим, правила за случај кад јавно друштво, чијим се акцијама тргује на неорганизованом јавном тржишту (тзв. ОТП), одлучи да их повуче са њега, чиме постаје нејавно друштво. Писац разматра могућности за тумачење настале празнине, указујући на досадашњу незакониту праксу забране тог претварања. Закључује се да су законска правила о претварању јавног у нејавно друштво ограниченог домаћаја, те да би изменом тог закона требало да им се прошири примена и на јавна друштва на неорганизованом тржишту.

Кључне речи: *Јавно друштво. Претварање у нејавно друштво. Затварање акционарског друштва.*

1. УВОД

Јавно друштво је правно лице, чијим се вредносницама које је издало, јавно тргује.¹ Учесници јавне трговине слободно могу да

* Аутор је редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду, nebojsaj@ius.bg.ac.rs. Текст је настао у оквиру пројекта „Развој правног система Србије и хармонизација с правом ЕУ (правни, економски, политички и социолошки аспекти)“ Правног факултета Универзитета у Београду.

¹ Иако важеће српско право познаје само изразе „хартија од вредности“ и „финансијски инструмент“, у овом раду се користи израз вредносница. Серијске хартије од вредности су у Србији дематеријализоване, тако да не постоје у облику комада папира (хартије), већ само у облику електронских записа на рачунима својих ималаца, због чега је израз „хартија“ постао бесмислен. Израз „финансијски инструмент“ је, такође, противан духу и логици српског правничког речника, јер право

тргују њиховим вредносницама истицањем јавних понуда за куповину и продају, али имају право и да их купују или продају без јавних понуда, приватним нагодбама са саговорницима. Уобичајено је да је јавно друштво, по свом организационом облику, акционарско друштво, али може да буде и било који други облик привредног друштва (нпр. друштво с ограниченом одговорношћу, ортачко или командитно друштво), па и свако друго правно лице (нпр. задруга, задужбина, град).² За разлику од акционарског друштва које може да издаје како акције, тако и облигационе вредноснице, остала јавна друштва не смеју да издају акције, осим кад се претварају у акционарска друштва. Она могу јавно да издају само облигационе (тзв. дужничке) вредноснице, као што су обвезнице и записи. Насупрот јавном друштву, нејавно (приватно) друштво је правно лице, чијим се вредносницама које је издало, сме да тргује само нејавним понудама за купопродају, тако да се не налазе у јавној трговини.³

Јавном друштву се током пословања може да јави потреба да се претвори у нејавно, као и што се, обратно, нејавном друштву током његовог постојања може да јави потреба да се претвори у јавно.⁴ Јавно друштво може слободно да се претвори у нејавно, као и што се, обратно, нејавно друштво може слободно да претвори

није техника, да би се правници користили којекаквим справама („инструментима“), као што се инжењери њима користе.

² Закон о тржишту капитала Србије – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/11, чл. 2, тач. 35, 36, 38, 43.

³ ЗТК не садржи изаз и појам нејавног друштва, али се тумачењем на основу разлога супротности у односу на законску дефиницију јавног друштва тај израз и појам могу закључити. Чини се да је то мана закона, јер би се тим изразом олакшало разумевање његовог изузетно сложеног и смушеног текста. Закон о привредним друштвима – ЗПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/11 користи изразе „јавно акционарско друштво“ и „друштво које није јавно“. Тај закон не дефинише појам „друштва које није јавно“, али се закључује да је то је сваки облик привредног друштва који није јавно акционарско друштво (нпр. ортачко друштво), а не само нејавно акционарско друштво (нпр. чл. 295). За разлику нашег права, словеначки Закон о тргу вредносних папирјев из 1999. год. (пречишћени текст, *Урадни лист*, бр. 51/06) изричито дефинише нејавно друштво, као свако друштво које није јавно (чл. 8. тач. 2).

У суштини, јавно и нејавно (приватно) друштво су изрази врло слични изразима јавни и приватни издавалац (емитент) вредносница. Разлика је у томе што је друштво увек правно лице, а издавалац може да буде и физичко лице, и то у емисији акција ради оснивања друштва.

⁴ По Закону о привредним друштвима из 2004. год. (*Службени гласник РС*, бр. 125/04) јавно акционарско друштво се звало отворено акционарско друштво, док се нејавно акционарско друштво називало затворено акционарско друштво. Због тога се за радњу претварања отвореног акционарског друштва у затворено у науци користио израз „затварање друштва“, док се за обрнуту радњу користио израз „отварање друштва“. Вид. Небојша Јовановић, „Отварање и затварање привредних друштава“, *Право и привреда* 1/4/2005, Београд, 65.

у јавно, ако испуни услове за постојање облика друштва у који се претвара. Основни проблем у претварању јавног у нејавно друштво јесте што се имаоцима вредносница смањује њихова утрживост (могућност купопродаје), које је оно издало, јер се јавним понудама (оглашавањем понуда) лакше проналази саговорник него приватним нуђењем. То рађа незадовољство мањине акционара који не утичу на управљање издаваоцем. Због тога законодавства настоје да их заштите, што је и српско право изричито учинило доношењем Закона о тржишту капитала 2011. године (даље: ЗТК).

2. ПОЈАМ И НАЧИНИ ПРЕТВАРАЊА ЈАВНОГ У НЕЈАВНО ДРУШТВО

Претварање јавног у нејавно друштво (*going private*) је скуп радњи којим јавно друштво повлачи вредноснице које је издало из јавне трговине, услед чега престаје да буде јавно и постаје нејавно друштво. Оно тиме не прекида свој правни субјективитет, јер остаје иста правна личност. Тиме само гаси обавезе извештавања јавности и органа званичног надзора о свом економском стању у пословању. Престанак обавезе извештавања је основни мотив претварања у нејавно друштво, јер оно не само да изазива високе трошкове издаваоцу, већ га и принуђава да обелодањује осетљиве податке у пословању, као и што му успорава доношење одлука и прилагођавање промењеним околностима на тржишту.⁵

Постоји више начина претварања јавног у нејавно друштво. Према могућности промене организационог облика, оно може да задржи исти облик или да га промени. Рецимо, јавно акционарско друштво може да се претвори у нејавно, остајући у облику акционарског друштва, с тим што само повлачи акције с јавног тржишта. Исто тако, оно може том приликом и да се претвори у други облик друштва, као што је друштво с ограниченом одговорношћу, ортач-

⁵ О предностима и манама јавног и нејавног друштва в. Stephen D. Girvin, Sandra Frisby, Alistair Hudson, *Charlesworth's Company Law*, Sweet & Maxwell, London 2010, 54 56; Denis Keenan, Josephine Bisacre, *Company Law*, Pearson, Harlow 2005, 9 10; Paul L. Davies, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London 2003, 12 17; Stephen W. Mayson, Derek French, Christopher L. Ryan, *Company Law*, Blackstone Press, London 2001, 54 56; David Kelly, Ann Holmes, Ruth Hayward, *Business Law*, Cavendish Publishing, London 2002, 348 350; Poul Broude, Thomas Harman, Peter Underwood, „Going private and Going Dark“, 2005, 2, <http://www.foley.com/files> (30. јули 2001), Dorothea C. Kreymborg, *Going Private with Public Concern*, Montreal 2003, 12 15, available at: http://digitool.library.mcgill.ca/webclient/StreamGate?folder_id_0&dvs_1312025028200~112 (30. јули 2011); Дијана Марковић Бајаловић, „Управна и надзорна функција у отвореном акционарском друштву“, *Право и привреда* 5 8/2005, Београд, 187 197; Н. Јовановић, 69 70.

ко или командитно друштво. Исто важи и за неакционарско јавно друштво, као што је друштво с ограниченом одговорношћу, ортакчко друштво и командитно друштво, које је јавно издало облигационе вредноснице (нпр. обвезнице, записе). Битно је само да вредноснице које је издало повуче са јавног тржишта, након чега се њима може да тргује само нејавно. Промена облика је сложенији начин претварања у нејавно друштво, јер тада јавно друштво мора да испуни и услове за промену свог облика, као и да спроведе поступак те промене, а не само да испуни услове и да спроведе поступак повлачења вредносница са јавног тржишта. Рецимо, ако се јавно акционарско друштво претвара у друштво с ограниченом одговорношћу, оно мора одлучком о промени облика да уреди и замену акција за уделе, тако да сваки акционар добије учешће у капиталу друштва с ограниченом одговорношћу које је имао и у акционарском друштву, као и да прилагоди структуру својих органа оној која је прописана за друштво с ограниченом одговорношћу.

Према обавезности, претвање јавног у нејавно друштво може да буде вољно и принудно. Вољно претварање је кад друштво само одлучи да постане нејавно, иако нема законску обавезу да издаје вредноснице повуче из јавне трговине. Принудно претварање се јавља кад јавно друштво по закону мора да се претвори у нејавно због тога што је престало да испуњава услове да буде јавно друштво. То је случај пада капитала испод минимума прописаног за јавно акционарско друштво, слабе учесталости трговине акцијама (тзв. неликвидност тржишта) или пада броја акционара испод минимума прописаног за јавно друштво.⁶ Ако се јавно друштво у том случају вољно не претвори у нејавно, могуће су две последице. Прва је блажа, а то је искључење са организованог тржишта (тј. регулисаног тржишта или МТП), јер је престало да испуњава строже услове за јавну организовану трговину, у ком случају се његове вредноснице пребацују на неорганизовано јавно тржиште (тзв. ОТЦ).⁷ Друга санкција је тежа, а то је ликвидација друштва због неиспуњавања услова за његово постојање.⁸

Према својој организованости, јавна трговина вредносницама може да буде организована (централизована) и неорганизована (децентрализована, стихијна). Организована трговина постоји онда кад је организује и централизује у јединственом систему посебно овлашћено лице (тзв. пословођа) у складу са својим унапред

⁶ Српско право не прописује минимални број акционара за јавно акционарско друштво, те пад броја акционара испод прописаног минимума не може да буде разлог принудног претварања у нејавно друштво.

⁷ ЗТК, чл. 122.

⁸ ЗПД, чл. 546.

утврђеним правилима. Њу може да организује берза (тзв. регулисано тржиште) или пословођа ванберзанског тржишта (тзв. мултилатерална трговачка платформа – МТП). Неорганизована трговина је тргови-на вредносницама која се одвија стихијно ван система организовања трговине (тзв. ОТЦ тржиште).⁹ Да би постало нејавно, јавно друштво мора вредноснице да повуче из целокупне јавне трговине. Отуда, није довољно само да их повуче с организованог тржишта (берзанског или ванберзанског), већ и са неорганизованог, а то значи да мора потпуно да престане свако јавно нуђење ради њихове куповине или продаје.

3. УСЛОВИ ПРЕТВАРАЊА ЈАВНОГ ДРУШТВА У НЕЈАВНО

Јавно друштво може да се претвори у нејавно без промене свог облика само ако испуни прописане услове и спроведе прописани поступак. Услови су: 1) да друштво има мање од 10.000 акционара, 2) да на крају календарске године у којој је јавно издало облигационе вредноснице (тзв. дужничке хартије) има мање од 100 њихових има-лаца, 3) да је слаб промет акција јавног друштва, 4) да је откупило акције од несагласних акционара и 5) да га је Комисија за хартије од вредности (даље: Комисија) избрисала из свог регистра јавних друштава.¹⁰ Јавно друштво нема право да се претвори у нејавно у календарској години у којој је успешно обавило јавну емисију вредносница (било акција, било облигационих вредносница), него тек у некој наредној календарској години, под условом да на њеном крају испуњава услов максималног броја поверилаца по облигационим вредносницама (нпр. обвезничара). Изузетно, оно може да се претвори у нејавно и без испуњења наведених услова у било које време у следећа три случаја:¹¹ 1) кад понудилац у преузимању купи све акције и друге вредноснице које је друштво јавно издало; 2) кад владајући акционар са најмање 90% акција у друштву принудно откупи све акције које је издало или га мањински акционари натерају да им их купи;¹² 3) кад се пониште све вредноснице које је друштво издало услед његове статусне промене (нпр. припајања, спајања, деобе).¹³

⁹ ЗТК, чл. 2, тач. 20 22. Израз „ОТЦ“ тржиште потиче од енглеског израза *over the counter market* (шалтерско тржиште), јер се неорганизована трговина вредносницама углавном одвија њиховом купопродајом на шалтерима банака.

¹⁰ ЗТК, чл. 70, 123.

¹¹ ЗТК, чл. 71, ст. 2.

¹² ЗПД, чл. 515, 516, 522, 523.

¹³ ЗПД, чл. 502, 503, 507 514.

Прва два услова за претварање јавног у нејавно друштво, а то је смањење броја акционара и ималаца облигационих вредносница испод максималног прописаног броја постављена су кумулативно. Јавном друштву није довољно само да смањи број својих акционара испод 10.000, већ мора и да смањи број својих поверилаца по облигационим вредносницама које је јавно издало испод 100. Стога, акционарско друштво које има мање од 10.000 акционара не може да се претвори у нејавно, ако има више од 100 ималаца облигационих вредносница које је јавно издало. И обратно, акционарско друштво са мање од 100 поверилаца по јавно издатим облигационим вредносницама, не може да буде нејавно ако има више од 10.000 акционара. Услов максималног броја акционара не важи за неакционарски облик јавног друштва (нпр. за друштво с ограниченом одговорношћу, ортачко и командитно друштво), иако то законом није изричито предвиђено. То законом није изричито предвиђено због тога што такав облик друштва нема акционаре, као и што је у пракси вероватно немогуће да неакционарски облик друштва има више од 10.000 чланова. Стога, њега практично оптерећује само услов броја ималаца облигационих вредносница.

Акционарско друштво може да смањи број својих акционара на разне начине (нпр. куповина, поклон, правно следбеништво). Ипак, најчешћи начин је куповина, при чему купац може да буде друштво лично, кад је реч о стицању сопствених акција, или друго лице. Друго лице може да буде постојећи акционар (најчешће чланови управе друштва) или лице ван друштва.

Смањење броја ималаца облигационих вредносница постиже се тако што их друштво исплати њиховим имаоцима или у међусобној трговини њихових ималаца, у којој се оне сконцентришу у рукама мањег броја ималаца. Друштво, као издавалац и дужник, нема право да исплати имаоце пре доспелости вредносница, осим у следећим случајевима: 1) кад су издате као икупљиве, 2) имаоци на то пристану и 3) кад је рок испуњења уговорен искључиво у издавачевом интересу.¹⁴

Трећи услов да јавно друштво постане нејавно је слаба трговина акцијама које је издало (тзв. неликвидност тржишта). Она постоји кад је на организованом тржишту (тј. на регулисаном тржишту односно на МТП) у току последњих шест месеци пре дана доношења одлуке истрговано (купљено и продато) мање од 0,5% (тј. 1/200) од укупног броја акција које је друштво издало, при чему је у било која три месеца током последњих шест месеци месечно истрговано мање 0,05% (1/2000) од укупног броја акција које је друштво

¹⁴ Закон о облигационим односима Србије (Сл. гл. 29/78, 39/85, 57/89, 31/93), чл. 315.

издало.¹⁵ Тада се сматра да улагачи нису довољно заинтересовани за јавну трговину акцијама предметног друштва, те да је оправдано његово повлачење са јавног тржишта. Ово је оправдано, јер је већа штета коју друштво трпи одржавањем акција у јавној трговини (нпр. трошкови извештавања, трошкови оджавања гломазне управљачке структуре друштва), него корист коју од ње имају оно лично (прилив јефтиног капитала путем јавне емисије акција) и његови улагачи (активна трговина акцијама).

4. ОТКУПНА ЦЕНА АКЦИЈА

Четврти услов за претварање јавног у нејавно друштво је обавеза друштва да откупи акције од акционара који се томеprotиве (несагласни акционари). У откупу је друштво дужно да плати несагласним акционарима највишу цену која се утврђује у складу са правилима компанијског права.¹⁶ Та цена се различито утврђује зависно од случаја у којем се друштво затвара.

Опште правило за утврђивање цене је да је друштво дужно да несагласном акционару плати тржишну, књиговодствену или процењену вредност (цену) акција, зависно од тога која је од њих највиша на дан доношења одлуке о сазивању седнице скупштине, на којој је касније (на дан седнице) донета одлука о претварању друштва у нејавно. Несагласни акционар коме друштво не исплати цену акција, или који сматра да је цена неправилно утврђена, има право да тражи заштиту тужбом у парници.¹⁷

Тржишна вредност акције је њена просечна цена у одређеном времену утврђења пондерисањем. Пондерисана просечна цена акције предметног друштва у Србији је она која је остварена на организованом тржишту (тј. на регулисаном тржишту односно на МТП) у току последњих шест месеци пре дана доношења одлуке о утврђивању цене акција, под условом да је у том времену остварен обим промета од најмање 0,5% (тј. 1/200) од укупног броја акција које је друштво издало, као и да је најмање у било која три месеца током последњих шест месеци остварен месечни промет од најмање 0,05% (1/2000) од укупног броја акција које је друштво издало.¹⁸ Ако

¹⁵ ЗТК, чл. 123, ст. 2.

¹⁶ ЗТК, чл. 123, ст. 5.

¹⁷ ЗПД, чл. 474-476. У чланку се разматрају правила само ЗПД а из 2011. године у вези са откупном ценом акција, пошто ЗПД из 2004. год. престаје да важи 1. фебруара 2012. године, због чега разматрање његових правила у овом питању постаје практично безначајно.

¹⁸ Пондерисање просечне цене посматране ствари (нпр. акције) узима у обзир при израчунавању просека укупан број посматране ствари по свакој појединој

је друштво издало више класа акција, а откупљује само једну класу, онда се постотак од 0,5% односно од 0,05% рачуна само у односу на укупан број акција дате класе које друштво откупљује.¹⁹ Пошто је услов за претварање јавног друштва у нејавно да трговина буде слабија од наведених минимума (0,5% и 0,05%), тржишна вредност је непримењива на утврђивање обавезе друштва за откуп акција несагласним акционарима. Стога остаје могућност примене процењене или књиговодствене цене.

Процењена вредност акције је она која се утврђује проценом. Процену врши овлашћени проценитељ. То је лице (физичко или правно) које је званично овлашћено да процењује вредност ствари или права, као што је судски вештак, ревизор, рачуновођа или друго овлашћено стручно лице.²⁰ Кад год друштво није у стању да утврди пондерисану цену акције, дужно је да утврди и плати процењену цену. Утврђена цена, било да је пондерисана или процењена, важи три месеца од дана утврђивања, те у том времену друштво мора да донесе одлуку о откупу акција.

Књиговодствена вредност акције је њена цена која се израчунава на основу података у књиговодству друштва. Она се израчунава тако што се књиговодствена вредност имовине друштва дели са

цени, које улазе у просек. На пример, акционарско друштво „Дебло“ је издало 10.000 обичних акција, при чему се у последњих шест месеци истрговало (тј. купило и продало) 200 акција, што је 2% у односу на 10.000. У сваком месецу се истрговало више од 20 акција, што је бар 0,2% у односу на 10.000. Нека је у тих шест месеци 30 акција продато (купљено) по цени од 2000 дин., 50 по цени од 1500 дин, 100 по цени од 1000 дин., а 20 по цени од 700 дин. Обична просечна цена се израчунава сабирањем сваке постигнуте цене и дељењем збира са укупним бројем постигнутих цена. Значи, пошто има четири постигнуте цене, обичан њихов просек се израчунава на следећи начин: $2.000 + 1.500 + 1.000 + 700 = 5.200/4 = 1.400$ дин. Пондерисана цена се, међутим, израчунава множењем сваке постигнуте цене са укупним бројем акција које су по њој продате, сабирањем сваког добијеног умношка и дељењем добијеног збира умножака са укупним бројем продатих акција. Значи: $(2.000 \times 30) + (1.500 \times 50) + (1.000 \times 100) + (700 \times 20) = 60.000 + 75.000 + 100.000 + 14.000 = 249.000/200 = 1.245$ дин. У овом примеру је пондерисана просечна цена нижа од обичне просечне цене, јер је највећи број акција (100) продат по цени нижој од просечне обичне цене. Да је највећи број акција продат по вишој цени од просечне обичне цене, онда би и пондерисана цена била више од обичне просечне цене. Значи, ако несагласан акционар у овом примеру има 100 акција „Дебла“, оно је дужно да му укупно плати 124.500 дин. ($1.245 \times 100 = 124.500$).

¹⁹ ЗПД, чл. 259.

²⁰ Друштво утврђује процењену цену акције одлуком своје скупштине на образложени предлог одбора директора (односно надзорног одбора у дводомној систему управљања друштом). Процена, као начин утврђивања вредности акције, може се применити и кад није могуће да се утврди пондерисана цена. То је случај кад није остварен обим промета потребан за њено утврђивање пондерисањем, као и кад је друштво издало нову класу акција за које још нема законских могућности за утврђивање цене пондерисањем (нпр. њима се јавно тргује краће од шест месеци). Вид. ЗПД, чл. 51; 259, ст. 2-4.

укупним бројем акција које је оно издало. Она не мора да се поклапа са номиналном вредношћу акције.

Посебна правила о утврђивању цене коју је друштво у откупу акција дужно да плати несагласним акционарима важе у случају његовог претварања у нејавно друштво путем преузимања, искључења акционара и статусних промена.

Кад се преузимањем у друштву смањује број акционара испод прописаног максимума, онда акције купује од акционара преузималац (понудилац), а не друштво. Он је дужан да акционарима циљног друштва плати просечну пондерисану цену акције на организованом тржишту у последња три месеца пре него што је објавио намеру преузимања. Ако је последња тржишна цена акција друштва на организованом тржишту последњег радног дана пре објаве намере преузимања виша од тромесечне пондерисане цене, онда је преузималац дужан да плати последњу цену. Ако је преузималац стекао акције циљног друштва у последњих годину дана пре објаве намере преузимања по вишој цени од тромесечне пондерисане цене и од последње цене, дужан је да плати највишу цену по којој их је купио у последњих годину дана. Најзад, ако је преузималац у последње две године стекао најмање 10% акција друштва по просечној цени која је виша од највише цене по којој их је купио у последњих годину дана, онда је дужан да плати просечну двогодишњу цену акције. Ако понудилац у преузимању купи најмање 95% акција циљног друштва, има право да натера преостале акционаре да му продају своје акције по цени по којој их је купио у преузимању (искључење акционара; *squeeze-out*).²¹ Међутим, ако право на искључење мањинских акционара не оствари у року од три месеца по истеку рока из понуде за преузимање, него након истека тог рока, онда је дужан да им плати тржишну, књиговодствену или процењену цену акција, зависно од тога која је од њих највиша.²²

Искључење (истеривање) акционара је радња владајућег акционара у друштву, којом купује све акције од преосталих акционара

²¹ Закон о преузимању акционарских друштава, *Службени гласник РС*, бр. 136/06, чл. 22, 34. Напомиње се да се минимална цена у преузимању по закону може да утврди само ако се акцијама циљног друштва тргује на организованом тржишту, што у пракси Србије значи на неком од тржишта Београдске берзе. Овакав начин утврђивања цене је одговарао стању на тржишту и прописима у време доношења Закона о преузимању у 2006. године, јер је тадашњим прописима била заведена обавезна свеошта организована и јавна трговина акцијама издавалаца са седиштем у Србији. Данас, по ЗТК, могуће је да друштво буде јавно, а да акције није укључило на организовано тржиште, него да се њима јавно тргује на неорганизованом тржишту (тзв. ОТП тржиште). Због тога се у праву Србије јавља велика правна празнина у питању преузимања, јер Закон о преузимању није примењив на преузимање јавних друштава ван организованог тржишта.

²² ЗПД, чл. 523, ст. 3.

противно њиховој вољи, чиме престају да буду акционари у друштву (тзв. принудан откуп акција). То право има акционар са најмање 90% основног капитала и гласова по свим издатим обичним акцијама друштва (откупљивач). Тада је дужан да плати сваком преосталом акционару цену коју је иначе друштво дужно да плати својим несагласним акционарима. То је највиша цена која се одређује поређењем тржишне, књиговодствене или процењене цене, коју акција има на дан доношења одлуке о сазивању седнице скупштине друштва, на којој је касније донета одлука о искључењу. Цену у откупу плаћа откупљивач, а не друштво, али је друштво утврђује. Ако суд у парници по тужби несагласног акционара утврди да је друштво утврдило прениску цену, откупљивач је дужан да свим мањинским акционарима плати разлику до судски утврђене цене у року од 30 дана од правноснажности пресуде. Ако тај рок пропусти, друштво је солидарно одговорно мањинским акционарима са откупљивачем за његов дуг.²³ Од општих правила о цени акције у искључењу акционара изузетак је случај преузимања. Наиме, кад је откупљивач владавину у друштву стекао преузимањем, онда му за стицање права на искључење није довољно да стекне 90% основног капитала циљног друштва, већ најмање 95% основног капитала. Тада се примењује посебан режим искључења и одређивања цене уређен законом којим се уређује преузимање (објашњено у претходном пасусу).

Цену по којој је друштво дужно да у прописаним случајевима откупи акције несагласним акционарима, дужан је да плати и владајући деведесетопостотни акционар сваком акционару који му откуп затражи (принудна продаја). То значи да је дужан да плати тржишну, књиговодствену или процењену вредност акција, зависно од тога која је од њих највиша.²⁴ Цену утврђује друштво, а плаћа је владајући акционар. Последица радње којом мањински акционари принудно продају своје акције владајућем акционару може да буде смањење њиховог броја испод прописаног минимума за јавно друштво, услед чега оно стиче право да се претвори у нејавно.

У статусној промени јавног друштва могуће је да се појаве несагласни акционари, а то су они који су на скупштини гласали против одлуке о статусној промени или су на њој били уздржани, као и они који су били одсутни са седнице скупштине на којој је донета предметна одлука. Тада имају право да им друштво стицалац у статусној промени исплати *тржишну вредност* њихових акција. Та вредност се утврђује одлуком друштва о статусној промени. Ако друштво не исплати несагласном акционару цену коју је утврдило одлуком о статусној промени, или је несагласни акционар сматра ни-

²³ ЗПД, чл. 475, 476, 515, 516, 521.

²⁴ ЗТК, чл. 70, ст. 2; ЗПД, чл. 475, 522.

жом од тржишне, има право да у парници тражи утврђивање праве тржишне цене.²⁵

5. ПОСТУПАК ПРЕТВАРАЊА

Пети услов претварања јавног у нејавно друштво јесте брисање својства јавног друштва из регистра Комисије. Да би то учинило, друштво мора да спроведе прописани поступак и да јој поднесе захтев за брисање уз доказе да је испунило услове. Поступак претварања јавног у нејавно друштво састоји се од две фазе. Прва фаза је доношење одлуке о том претварању, а друга је брисање из регистра званичних органа.

У првој фази одлуку о претварању доноси скупштина јавног друштва. У друштву које није акционарско односно друштво с ограниченом одговорношћу одлуку о томе доносе сами чланови (ортаци), и то једногласно. Друштво које има скупштину мора законито да је закаже (уредно позивање акционара на седницу), одржи и донесе одлуку.²⁶ Одлука мора да има прописану садржину: 1) промена пословног имена друштва са нагласком да није јавно, 2) евентуална измена структуре органа, 3) врста, класа и број акција несагласних акционара, 4) цена откупа њихових акција, 5) поступак са откупљеним акцијама, 6) број преосталих акционара у друштву и 6) неопозива изјава о обавези откупа акција несагласних акционара. Ако се откупом смањује капитал друштва, морају се поштовати правила о његовом смањењу.²⁷ Одлука се доноси трочетвртинском већином гласова по свим гласачким акцијама које је друштво издало, без обзира на то да ли су њихови акционари присутни или одсутни са седнице. Дакле, кворум постоји кад су на седници скупштине присутни акционари с најмање три четвртине акција с правом гласа. Ако су на седници присутни акционари баш с трочетвртинском већином гласова, одлука мора да буде једногласна. Ако је присутно више акционара, онда се одлука може донети и уз противљење акционара који не умањују трочетвртинску већину позитивних гласова по капиталу. Међутим, одлука може да се донесе само ако је друштво испунило све услове за повлачење акција са јавног тржишта. Ти услови су: 1) да друштво има мање од 10.000 акционара и од 100 ималаца облигационих вредносница, 2) да је слаба трговина акцијама које је издало и 3) да се друштво одлуком о претварању неопозиво обавезало да откупи акције свим несагласним акционарима по највишој цени

²⁵ ЗПД, чл. 508.

²⁶ ЗПД, 327-381.

²⁷ ЗПД, чл. 314-325.

у складу са правилима о заштити несагласних акционара. Откуп је обавезно обавити само на захтев несагласног акционара.²⁸

Није јасно у ЗТК да ли друштво мора да исплати несагласне акционаре пре него што Комисији поднесе захтев за брисање из регистра јавних друштава или исплату може да учини и после подношења захтева односно брисања. Ова нејасност постоји због сукоба два правила тог закона. Прво је оно којим се уређује престанак својства јавног друштва (чл. 70, ст. 1, тач. 2), а друго је оно којим се уређује одлука друштва о повлачењу акција са регулисаног тржишта (чл. 123, ст. 2). Док се првим правилом захтева да је јавно друштво „извршило откуп акција од несагласних акционара“, другим правилом се захтева да одлука о повлачењу акција с регулисаног тржишта односно МТП садржи „неопозиву изјаву друштва којом се друштво обавезује да од несагласних акционара, а на њихов захтев, откупи акције“, што се поставља као услов пуноважности те одлуке. Ако се језички тумачи прво правило, нужно је да друштво прво откупи акције од несагласних акционара, па онда да се избрише из регистра јавних друштава Комисије. Ово због тога што ово правило изричито говори да друштво мора да изврши откуп акција несагласних акционара, да би могло себи да укине својство јавног друштва. Напротив, друго правило захтева само да друштво неопозиво изјави да ће да откупи акције несагласних акционара, а не и да их купи до брисања из регистра. Ово друго правило је збуњујуће, због тога што је бесмислено да се обавеза откупа акција утврђује одлуком о повлачењу с регулисаног тржишта, ако је она већ утврђена законом путем првог правила. Због тога би могло да се тумачи и да је друштву довољно да се обавезе да ће да откупи акције несагласним акционарима, па да се региструје као нејавно пре него што их откупи, уз обавезу да их откупи касније по утврђеној цени. У овој противречности правагу би требало дати првом правилу, јер друго правило може да се тумачи да је изјава о обавези откупа само услов за пуноважност одлуке о повлачењу са јавног тржишта, те да сама изјава, без извршења откупа, није довољна за претварање друштва у нејавно.

Друга фаза поступка претварања јавног у нејавно друштво је поступак дерегистрације. У њему друштво мора да се избрише из регистра јавних друштава код Комисије, као и што ту чињеницу мора да упише у Регистар привредних субјеката. У ЗТК није јасно да ли друштво прво наступа пред Комисијом или пред Регистром привредних субјеката. Ваљало би да ову празнину (нејасност) отклони Комисија својим подзаконским актом.

Чини се да је логично да се упис претварања у нејавно друштво у Регистар привредних субјеката услови претходном одлуком Комисије да га избрише из свог регистра јавних друштава. Ово

²⁸ ЗТК, чл. 123, ст. 2. и 3.

због тога што ЗТК захтева да друштво Комисији поднесе захтев за брисање и да јој приложи доказе да је испунило прописане услове за „престанак својства“ јавног друштва (чл. 70, ст. 1). Због тога је логично да прво Комисија, као стручни орган званичног надзора провери, на основу поднетих доказа, да ли је друштво испунило услове за претварање у нејавно. Ти докази би требало да буду примерак одлуке друштва о повлачењу акција и других вредносница са јавног тржишта, извод из Централног регистра хартија од вредности, у којем се види укупан број преосталих акционара и поверилаца по облигационим вредносницама, и исправа о начину израчунавања откупне цене акција несагласним акционарима.

Кад Комисија утврди да су услови испуњени, брише друштво из свог регистра јавних друштава и издаје му о томе одговарајућу исправу. Та исправа би требало да буде или решење о брисању из регистра или потврда о том брисању. У проверавању услова за претварање друштва у нејавно Комисија није овлашћена да по свом нахођењу (дискрецији) одлучује да ли да допусти или забрани друштву повлачење са јавног тржишта, већ је дужна да га избрише из регистра, ако је оно испунило услове.

Након брисања из регистра Комисије, друштво подноси пријаву за одговарајући упис у Регистар привредних субјеката. Агенцији за привредне регистре која води Регистар привредних субјеката тешкоћу може да ствара непостојање правила у Закону о регистрацији привредних субјеката из 2004. године, којим се изричито уређује упис чињенице претварања јавног у нејавно друштво.²⁹ Ипак, несумњиво је да је она дужна да је упише, на основу правила о упису „других промена“ (чл. 65). Уз пријаву за упис, друштво Агенцији подноси исправе које је поднело Комисији, с тим што прилаже и решење (потврду) Комисије о брисању из регистра јавних друштава. Ако је до претварања у нејавно друштво дошло услед статусне промене, као и ако је друштву измењено пословно име и статут, онда се и те чињенице морају уписати у Регистар (чл. 49, 58–60). Пошто се претварање у нејавно друштво упише у Регистар привредних субјеката, друштво обавештава регулисано тржиште односно МТП, на којем су његове акције биле укључење у трговање, да више није јавно друштво и да се његовим акцијама не може више јавно трговати.

6. НЕЈАСНОЋЕ

У поступку претварања друштва у нејавно нејасне су остале четири ствари, које указују на смушеност законског уређивања

²⁹ *Службени гласник РС*, бр. 55/04, 61/05.

претварања јавног друштва у нејавно. Ове нејасности могу да изазову озбиљне тешкоће у пракси.

Прва нејасноћа тиче се субјекта који је дужан да обавести регулисано тржиште или МТП о претварању јавног у нејавно друштво, како би ово престало да организује јавну трговину његовим вредносницама брисањем са своје листе котираних друштава. То може да буде Комисија за хартије од вредности, али и само друштво које се претвара у нејавно. Из одредби ЗТК стиче се утисак да би то требало да буде друштво, јер је то у његовом интересу. Интерес правне сигурности, међутим, налаже да и Комисија преузме на себе ту обавезу својим правилником.

Друга нејасноћа тиче се рока у коме је друштво, или евентуално Комисија, дужно да обавести регулисано тржиште или МТП о свом претварању у нејавно друштво. Свакако да би то требало да буде што краћи рок након брисања друштва из регистра Комисије. Чини се, такође, да је било боље да се законом јасно предвидело да прво регулисано тржиште односно МТП престане са организовањем јавне трогине вредносницама предметног друштва, па да га тек након тога Комисија брише из регистра.

Трећа нејасноћа тиче се питања да ли Комисија има право да наложи друштву да задржи акције још неко време у јавној трговини након доношења одлуке о повачењу из ње. Исправан став би требало да буде да Комисија по закону нема право да наложи задржавање акција друштва на јавном тржишту (да одложи брисање из свог регистра јавних друштава), ако јој је оно доказало да је испунило законске услове, јер за такву одлуку Комисија нема законски основ. Ипак, Комисија може својим подзаконским актом да одреди друштву рок за обавештавање регулисаног тржишта или МТП о свом претварању у нејавно друштво (нпр. пре или после брисања из свог регистра јавних друштава).

Четврта нејасноћа тиче се часа кад друштво коначно престаје да буде јавно. То може да буде или дан брисања из регистра Комисије или дан уписа у Регистар привредних субјеката. Чини се да је исправнији закључак да је то дан брисања из регистра Комисије, тако да тада коначно престаје обавеза друштва да извештава јавност о свом пословању. Међутим, коначна статусноправна дејства претварања јавног у нејавно друштво би требало да наступе тек уписом у Регистар привредних субјеката (нпр. промена имена друштва, промена облика, промена органа друштва).

7. ПРАВНА ПРАЗНИНА

Поред већ наведених ситнијих нејасноћа и празнина које се тичу времена откупа акција несагласних акционара, редоследа уписа престанка својства јавног друштва у регистре Комисије и Агенције за привредне регистре, доказа који се подносе Комисији за брисање из њеног регистра, рока обавештавања регулисаног тржишта о претварању друштва у нејавно и времена престанка својства јавног друштва, ЗТК садржи једну велику празнину, која се односи на начин трговине вредносницама јавног друштва. Наиме, тај закон регулише само повлачење акција са организованог тржишта (регулисаног тржишта и МТП), а не и са неорганизованог тржишта, које такође може да буде јавно. Акцијама и другим вредносницама се тргује на организованом тржишту (нпр. берзи) само кад њихову укључивање у организовану трговину захтева издавалац, који испуњава прописане услове. Ако он то не захтева, његовим вредносницама се јавно тргује ван организованог тржишта.

Тренутно је у Србији још на снази обавеза укључивања у организовану трговину вредносница чији издаваоци имају седиште у нашој земљи, тако да је режим претварања јавних друштава у нејавна свеобухватан, јер су сва наша јавна друштва укључена на неко организовано тржиште.³⁰ Ипак, пошто ЗТК признаје неорганизовано тржиште (тзв. ОТП тржиште), као тржиште које није ни регулисано (тј. берзанско), ни мултилатерална трговачка платформа (тј. организовано ванберзанско тржиште), сигурно је да ће се код нас кад тад појавити јавна друштва, чијим се вредносницама тргује ван организованог тржишта, односно на неорганизованом тржишту. За то постоји неколико могућности по садашњим прописима. Прво, неко од домаћих јавних друштава ће пожелити да повуче своје вредноснице с организованог тржишта, било да је регулисано или да је МТП, али да их остави у јавној неорганизованој трговини. Друга могућност је да неко од страних друштава укључити своје акције или друге вредноснице на јавно неорганизовано тржиште Србије, јер је и то допуштено новим законом. Трећа је могућност да организатор тржишта (берза или управитељ МТП) не прими вредноснице јавног издаваоца (нпр. због ризика поремећаја стабилности тржишта) или да их искључи из трговине коју организује због прописаних разлога (нпр. кршења прописа, неактивне трговине, промене у неакционарски облик привредног друштва). Најзад, Србија ће кад тад морати да укине

³⁰ Обавеза јавне и организоване трговине заведена је још Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године, *Службени гласник РС*, бр. 65/02, 57/03, 55/04, 45/05; чл. 52, 53, 261), а одржана је и истоименим законом из 2006. године (*Службени гласник РС*, бр. 47/06; чл. 51, 52, 262), као и најновијим ЗТК (чл. 45, 46, 299).

обавезу јавних друштава да укључују вредноснице у организовану трговину, јер је она противна изричитим правилима Упутства ЕУ о тржиштима вредносница из 2004. године, с којим ће морати домаће право да се усклади кад се постави питање учлађења наше државе у Европску унију. По укидању те обавезе, сигурно је да ће нека нејавна друштва постати јавна, превођењем својих вредносница из нејавне у јавну неорганизовану трговину (тзв. *going public*), јер им она ствара мање трошкове. То се постиже или објављивањем проспекта за већ издате вредноснице или јавном емисијом вредносница уз дозволу Комисије. У свим набројаним случајевима постоји вероватноћа да ће неко од друштава на неорганизованом јавном тржишту пожелети да се претвори у нејавно, те ће се тада поставити питање режима тог претварања. Како ЗТК уређује само режим претварања јавних друштава укључених на организовано тржиште, јавиће се празнина, која ће морати на да се попуни. Док се не попуни изменама закона, које ће морати да уследе, нужно је да се попуни тумачењем.

И Закон о привредним друштвима из 2011. године има празнину у уређивању питања претварања јавног друштва у нејавно. Она се тиче тржишне цене по којој је друштво дужно да откупи акције несагласним акционарима. Празнина је у томе што и овај закон, вероватно под утицајем ЗТК, ограничава примену свог правила о утврђивању тржишне вредности акција само на оне цене које су постигнуте на организовано тржишту. Стога онемогућава несагласне акционаре да наплате тржишну вредност својих акција од друштва, чијим се акцијама јавно тргује ван организованог тржишта, у случају кад се оно претвара у нејавно. Ова празнина, ипак, може да се надомести применом процењене или књиговодствене цене у овом случају, иако тржишна вредност акција на неорганизованом тржишту може од њих да буде већа, као и што њихова трговина може да буде учесталија него на организовано тржишту.

8. ПОПУЊАВАЊЕ ПРАЗНИНЕ

Несумњиво је да јавно друштво ван организованог тржишта има право да се претвори у нејавно, те је неприхватљиво и незаконито свако тумачење којим би се забранило повлачење јавног друштва са неорганизованог тржишта. Јавно друштво има ово право, јер је то изричито било допуштено и Законом о привредним друштвима из 2004. године (чл. 194),³¹ важећим истоименим законом из 2011. године, као и старим Законом о тржишту хартија од вредности (чл. 107, тач. 7). Осим тога, ако ЗТК допушта јавном друштву да пређе

³¹ *Службени гласник РС*, бр. 125/04.

с организованог јавног тржишта на нејавно, нелогично је да му се забрани повлачење са неорганизованог јавног тржишта, јер се на неорганизованом тржишту тргује под блажим условима него на организованом. Досадашња пракса Агенције за привредне регистре и министарства привреде, подстакнута мишљењем Комисије за хартије од вредности, којим је претварање јавних у нејавна друштва било забрањивано, била је озбиљно кршење закона.³² Службеници органа који су ту праксу спроводили морали би да одговарају за своје незаконите радње, како казненоправно, тако и материјалноправно.

Пошто је повлачење друштва с јавног неорганизованог тржишта на приватно несумњиво допуштено, јавља се питање под којим условима и у ком поступку се то обавља. Могућа су два тумачења. Једно се заснива на аналогiji са режимом повлачења са организованог тржишта, а друго на разлогу супротности. Аналогним тумачењем би се режим који важи за повлачење јавног друштва са организованог тржишта сходно примењивао и на повлачење са неорганизованог јавног тржишта. То значи да би друштво морало да има мање од 10.000 акционара и мање од 100 поверилаца по облигационим вредносницима, да има слаб промет акција, да откупи акције од несагласних акционара и да се региструје као нејавно друштво, све под надзором Комисије. Логика разлога супротности налаже, међутим, друкчије тумачење. Наиме, како ЗТК не уређује повлачење вредносница са неорганизованог јавног тржишта, значи да је јавно друштво слободно да се претвори у нејавно по општим правилима компанијског права о доношењу одлука у друштву и заштити несагласних акционара. Оно није дужно да поштује посебне услове (нпр. максималан број акционара) и поступак за повлачење са организованог тржишта у ЗТК, осим што је дужно да се избрише из регистра јавних друштава код Комисије. Ту се услови и поступак примењују само на јавно друштва чијим се вредносницима тргује на регулисаном тржишту и МТП. Изузетно, Комисија има право да провери испуњеност општих услова компанијског права у складу са својом општом надлежношћу да надзире тржиште вредносница.

9. ЗАКЉУЧАК

У сукобу аналогije и разлога супротности, као два начина попуњавања законске празнине у регулисању повлачења јавног

³² Мишљење Комисије је доступно на адреси: <http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com> од 31. јула 2011. године (први пут се појавило 12. јула 2005). Предмети у којим је Регистар незаконито одбио пријаву затварања друштва су: БД 144034/2007 (Вунил); 10289 1/2007 (Утва силоси); ВД 66498 2/2007 (Младост турист).

друштва с неорганизованог јавног тржишта на нејавно тржиште, надлежни државни органи (Комисија, Агенција за привредне регистре, министарство привреде и судови) мораће да се одреде за један од њих. Доследност правне логике (тј. нормативни и догматски метод тумачења права) налаже да се прихвати тумачење на основу разлога супротности. Пошто није реч о очигледној грешци (омашци) у ЗТК, као и пошто тај закон уређује само организовану трговину на регулисаном тржишту и МТП, несумњиво је да се неорганизована јавна трговина препустила уређивању путем општих правила. Стога је и логично да се јавно друштво, чијим се вредносницама тргује неорганизовано, може слободно да пребаци на нејавно тржиште по општим правилима, различитим од посебних правила примењивим само на јавна друштва на организованом тржишту. Насупрот томе, економско-политички разлози (тј. социолошки и циљни метод тумачења права) налажу да се превага да аналогном тумачењу. Основни циљеви ЗТК су заштита улагача и стабилност тржишта (чл. 1). Примена општих правила на превођење друштва с јавног на приватно тржиште била би ризичнија по мале улагаче, јер би омогућила великим акционарима лакше изигравање малих. Стога је са становишта економске политике, правне сугурности улагача и постизања њиховог поверења у тржишни систем, прихватљивије аналогно тумачење. Неизвесно је које ће од ова два тумачења званични државни органи (Комисија, Агенција за привредне регистре, Министарство привреде и судови) да примене, али би сигурно била изузетно штетна селективна пракса, коју је бивши Врховни суд (сада Управни суд) спроводио у управним споровима у овом питању.³³

Нејасности и празнине у ЗТК по питању превођења јавног друштва с јавног на нејавно тржиште само су мали део мана тог закона. Стручан читалац стиче утисак као да је Закон донет привремено, односно за једнократну употребу у прелазном периоду приближавања Србије Европској унији, док се не донесе ваљанији. Друкчије не може да се објасни тако велика празнина у регулисању претварања јавног у нејавно друштво. Пошто закон задовољава тренутне потребе на тржишту вредносница, јер су сва јавна друштва укључена на неко од организованих тржишта, очигледно је да је у његовом писању намерно избегнуто уређивање неорганизоване јавне трговине. Намерно је избегнуто, јер је немогуће да писци закона нису знали да у чланицама ЕУ, по узору на чије право је писан, влада начело добровољности укључивања вредносница у организовану трговину, те да се вредносницама већине јавних друштва тргује ван организованог тржишта (берзе). Здравом уму нису схватљиви разлози тог поступања законо-

³³ Вид. предмете У. бр. 664/08 (одбијена тужба јавног друштва за упис претварања у нејавно), У. бр. 5202/07 (одбачена тужба) и У. бр. 172/08 (усвојена тужба).

давца у Србији, јер је изузетно штетно по опште интересе доношење привремених закона, поготово ако су лоши као што је ЗТК. Њиме се наставља традиција Србије у последњој деценији да у трговини вредносницама има најлошије законе у поређењу са законима суседних држава.

Dr. Nebojša Jovanović

Professor

University of Belgrade Faculty of Law

LOOPHOLE IN REGULATING GOING PRIVATE PROCESS

Summary

In this article the author explains conversion of a public company into the private one (going private) and points to the loophole in its regulation, which was created by the Securities Market Act of Serbia in 2011. That Act explicitly regulates going private process, but only when the shares of the subject public company are traded on an organised market (so called, regulated market and MTP). The Act does not regulate the case when a public company, whose shares are publicly traded on over-the-counter market, decides to withdraw the shares from the public trade and to become private company. The author contemplates possible interpretations of the loophole, pointing to the earlier illegal practice of prohibiting that process in Serbia. The conclusion is that the statutory rules on going private process have limited scope and that the amendments should enlarge their coverage to the public companies on the over-the-counter market.

Key words: *Public Company. – Private Company. – Going Private.*