

Стефан ЈОВАНОВИЋ*

ПРЕТВАРАЊЕ ЗАТВОРЕНИХ ДРУШТАВА У ЈАВНО АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО – PRO ET CONTRA**

Резиме

Аутор у раду анализира позитивне и негативне аспекте претварања затворених форми привредних друштава у јавно акционарско друштво, кроз претежну анализу правне регулативе РС која уређује различите врсте привредних друштава, а која може *de facto* да определи власнике да ли ће да се одлуче за отварање друштва или не. Истиче се колика је важност овог питања због унапређења и развоја српског тржишта капитала које је тренутно на веома ниском нивоу због релативно скорог враћања на институције и механизме оваквог тржишног уређења, али и велике финансијске кризе која је додатно успорила развој. Постоје знатне разлике у прописима релевантног законског оквира који уређују различите врсте привредних друштава, а у раду се посвећује пажња оним најзначајнијим, са критичким аргументима њиховог повољног и неповољног ефекта на одлуку власника затворених друштава за трансформацију. Осим тога, указује се и на неке системске проблеме који постоје, а који делују неповољно на повећање броја отворених друштава. Аутор на крају закључује да ли, поред свих неповољних последица правних разлика и системских проблема, власник друштва треба да искористи право избора и трансформише затворено друштво у јавно акционарско друштво.

Кључне речи: јавно акционарско друштво, затворена друштва, промена правне форме, иницијална јавна понуда, позитивни и негативни аспекти, тржиште капитала, берза.

I Уводна разматрања

Највеће компаније света, у свом правном облику, већински су јавна акционарска друштва. Владавина капитала, отворено тржиште и

* студент четврте године Правног факултета Универзитета у Београду

** Најбољи рад на конкурс Фондације „Професор др Мирко Васиљевић“ за 2019. годину.

тржишна привреда отворили су пут дисеминацији оваквог специфичног облика привредног друштва, које у социјалистичким системима није могло функционисати. Као прва асоцијација на јавно акционарско друштво врло редовно и јесте, управо – капитал, односно његова кумулација. Најпрофитабилнија и највећа привредна друштва изабрала су ту форму свог организовања и правног уређивања због свих предности које оно са собом обезбеђује, али и поред тога, у Србији постоји мали број јавних акционарских друштава, а пословање берзе, као логични след такве реалности, још није довољно заживело.

Затворена привредна друштва су она друштва код којих не постоји слободан прелаз акција и удела на друга лица. То су, у нашем праву: ортакчко друштво, командитно друштво, друштво са ограниченом одговорношћу и затворено акционарско друштво. Ипак, када говоримо о преласку неког од затворених друштава у јавно акционарско друштво, примарно мислимо на друштво са ограниченом одговорношћу и затворено акционарско друштво, јер су то, пре свега, облици привредних друштава која су најподобнија за трансформацију.¹

Наш закон који регулише привредна друштва, не прави законску поделу на јавна и затворена акционарска друштва. Ипак, она у суштини, па и систематским тумачењем закона, итекако постоји. Оно што је очигледно јесте да Закон о привредним друштвима² (у даљем тексту: ЗОПД) не регулише настанак јавног акционарског друштва, већ као главни (делује и једини, мада је то погрешан став) поступак оснивања поменутог облика јесте прелазак већ основаног затвореног акционарског друштва у јавно, јавном продајом акција.³

Србија је гранично тржиште капитала (*frontier market*) и такозвано тржиште у развоју (*emerging market*) које карактерише рана фаза развита, слабо поштовање правила корпоративног управљања, недовољно одређена и поштована регулатива и значајно учешће страних портфолио инвестиција у промету.⁴ У првом кварталу 2018. године Београдска берза, у сарадњи са Европском банком за обнову и развој (*European Bank for*

1 Поред наведеног, не постоји формална сметња да и ортакчко и командитно друштво, без обзира на начелни статус друштва лица, не добију интенцију проширења и масовног умножавања капитала, и прерасту у акционарско друштво. Ипак, то се дешава изузетно, и у таквим ситуацијама потребно је испунити знатно другачије услове који се траже за то друштво.

2 Закон о привредним друштвима - ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018 и 95/2018.

3 Мирко Васиљевић, *Компанијско право*, 10. измењено и допуњено издање, Београд, 2017, 254.

4 Rade Rakočević, „Uticaj stranih investitora na srpsko tržište kapitala“, *Bankarstvo*, br. 3/2016, 14-15.

Reconstruction and Development) и познатом консултантском компанијом PwC покреће пројекат за привлачење приватних компанија на тржиште капитала, односно на берзу. Напомиње се колика је важност за привреду једне земље да има функционално и развијено регулисано тржиште и активно тржиште капитала. Финансијско тржиште, односно тржиште хартија од вредности је „кључна полуга савременог глобализованог економског система“.⁵

У раду ћемо се бавити *pro et contra* аргументима преласка из затворених привредних друштава у јавно акционарско друштво, на основу воље власника друштва. Овом приликом занемарујемо ситуације у којима по сили закона (*ex lege*) долази до промене правне форме и посвећујемо се разлозима због којих власници треба или не треба да се својеволјно одлуче за трансформацију. Истиче се и да се слобода избора не сме угрожавати због економских ефеката који произилазе из избора отворене или затворене правне форме привредног друштва јер избор правне форме компаније, избор управљачке структуре, емитованих финансијских инструмената за прибављање капитала и избор других правила за пословање друштва, дефинише његове трошкове и одређује да ли ће друштво моћи да привуче инвеститоре.⁶ Прво ћемо сагледати основне врсте привредних друштава према ЗОПД уз компаративни осврт и укратко их појаснити ради указивања на њихове базичне разлике, а потом прелазимо на анализу негативних и позитивних аспеката претварања затворених привредних друштава у јавно акционарско друштво, односно на анализу кључних разлика које ће определити власнике затворених привредних друштава да се одлуче за трансформацију у јавно акционарско друштво.

II Основна објашњења врста привредних друштава

Почетна подела друштава увек полази од њихове диференцијације на друштва лица и друштва капитала. Друштва лица су она у којима доминирају лични (*intuitu personae*) елементи, поверење између чланова и веома значајна – неограничена одговорност чланова за обавезе друштва. Друштва капитала су компаније у којима доминира интерес капи-

5 Вук Огњановић, „Стање тржишта хартија од вредности – озбиљно ограничење за рационално пословање привредних друштава“, *Право и привреда*, бр. 1-3/2016, 17.

6 Александра Јовановић, „Затворена и отворена привредна друштва и економски аспекти иницијалног јавног отварања (и обрнуто)“, *Право и привреда*, бр. 5-87/2005, 140-141.

тала и које превазилазе те личне елементе, те су стога акције (удели), у начелу, преносиви.⁷

У праву Велике Британије постоји подела на *company* (*corporation*) и *partnership* (*unincorporated association of individuals*), са веома значајним правним последицама ове поделе. Тако се прави разлика *exempli causa* између личне одговорности чланова за обавезе друштва, система управљања друштвом од стране професионалних директора или од стране самих чланова и тако даље. Такође, значајно је поменути да код *partnership* облика организовања имовина и права припадају члановима, а не друштву, што подразумева да се код било које промене чланства, имовина и права морају пренети на нове чланове (партнере).⁸ Наравно, и у британском праву су регулисане ситуације када и код облика организовања оличеног у раздвојености правне личности долази до примене изузетака и чланови постају одговорни за обавезе друштва.⁹

У руском праву имамо сличну поделу коју регулишу федерални закони, као и изузетке у којима долази до непримене правила о раздвојености правних личности. Тако, на пример, уколико су инсолвентност или банкрот друштва проузроковани активностима (или пропуштањима) власника акција или других лица која имају право да дају обавезујуће инструкције, поменута лица су супсидијарно одговорна за обавезе друштва (уколико су била свесна да ће акције или пропуштања произвести инсолвентност или банкрот друштва).¹⁰

У српском праву ЗОПД прави разлику у одговорности између друштва лица и друштва капитала. Тако, чланови ортачког и командитног друштва (осим командитора) одговарају неограничено солидарно за обавезе друштва, док чланови и акционари не одговарају за обавезе друштва (изузетак приликом злоупотребљавања правне личности друштва – пробијање правне личности¹¹). ЗОПД примарно путем одређења одговорности ортака, комплементара, командитора, чланова и акционара дефинише сваку појединачну врсту привредних друштава чиме се указује на приоритет те карактеристике. Управо је то и главни критеријум приликом одлучивања оснивача на који начин ће да организују будуће дру-

7 М. Васиљевић, 53.

8 Robert R. Pennington, *Company Law*, London, 1985, 3.

9 Вид. R. R. Pennington, 53-63.

10 William E. Butler, Maryann E. Gashi-Butler, *Russian Company Law: Basic Legislation*, Hague, 2000, 292.

11 Вид. ЗОПД чл. 18 који уређује пробијање правне личности.

штво. Уколико имају за циљ велике пословне подухвате, које у сваком случају прате и велики пословни ризици, определиће се за друштва капитала јер ће се на тај начин заштити да пословни неуспех не угрози и њихову приватну имовину. Поред ове кључне разлике, постоје још многе које ће определити осниваче да изаберу одговарајући облик организовања (као што је, *exempli causa*, минимални основни капитал), али у даљем обрађивању теме издвајамо неке због значаја које имају приликом избора власника затворених привредних друштва да изврше трансформацију у јавно акционарско друштво и изађу на берзу. Свакако да су друштва са ограниченом одговорношћу она која представљају најпримеренија друштва за процес трансформације из разлога што је и велики број успешних српских компанија изабрало управо овај облик организовања.

III Негативни и позитивни аспекти претварања затворених привредних друштава у јавна акционарска друштва

Иницијална јавна понуда (*Initial Public Offering – IPO*) представља трансакцију путем које привредно друштво из неког од затворених облика прелази у отворено акционарско друштво, односно прво јавно емитовање акција.¹² Закон о тржишту капитала¹³ (у даљем тексту: ЗОТК) подробно регулише поступак иницијалне јавне понуде, а све то у складу са своја три циља: заштита инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала и смањење системског ризика на тржишту капитала.¹⁴ Као што ЗОТК прописује у свом првом циљу, заштита инвеститора постављена је као примарно начело приликом руковођења правилима овог закона и његовим тумачењем. Наиме, приликом сваког интерпретирања норми овог закона, потребно је водити рачуна да се интерес инвеститора постави на прво место. То већ на почетку може да створи страх код власника привредних друштава, с обзиром на то да су њихови интереси и интереси њиховог друштва потчињени интересима лица која улажу у друштво, или речено језиком акционарског друштва, интересима лица која купују акције друштва. И друга два циља такође служе заштити инвеститора у привредно друштво, предвиђајући обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала и смањење системског ризика на тржишту капитала, како

12 Београдска берза а.д., Иницијална јавна понуда, Београд, доступно на адреси: https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/ipo, 17.11.2018.

13 Закон о тржишту капитала - ЗОТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016.

14 ЗОТК, чл. 1 ст. 2.

би се додатно заштитили интереси улагача у привредна друштва, односно интереси акционара.

Као почетну тешкоћу и проблем на који затворена привредна друштва наилазе јесте објава проспекта. Наиме, ЗОТК предвиђа да је ништава свака јавна понуда хартија од вредности и да није допуштено укључење хартија од вредности на регулисано тржиште, односно МТП, ако се врши без претходног објављивања валидног проспекта,¹⁵ осим у случајевима прописаним одредбама овог закона¹⁶ (изузети од обавезе објављивања проспекта за одређене јавне понуде прописани у чл. 12 ЗОТК). Валидан проспект представља највећи извор сигурности потенцијалних инвеститора и нужни инструмент којим се постиже остварење циљева Закона о тржишту капитала. Тако, поменути закон предвиђа да проспект мора да садржи све информације које, с обзиром на посебне карактеристике издаваоца и хартије од вредности које се јавно нуде или укључују у трговање на регулисано тржиште, односно МТП омогућавају инвеститорима да изврше објективну процену имовине и обавеза, финансијског стања, пословних добитака и губитака, потенцијалних пословних резултата издаваоца и гаранта уколико постоји, као и права из тих хартија од вредности. Информације у проспекту морају бити тачне, потпуне, а проспект доследан. Проспект мора бити прегледан и разумљив, а информације у проспекту морају бити приказане на начин који омогућује њихову једноставну анализу.¹⁷ Из претходног примећујемо да привредно друштво које нуди или укључује своје хартије од вредности на регулисано тржиште, односно МТП мора да прецизно, потпуно и веродостојно прикаже стање своје имовине и пословног успеха, као и све остале информације, које ће потенцијалном инвеститору бити од значаја да процени исплативост своје инвестиције.¹⁸ Комисија за хартије од вредности има доминантну улогу у објави валидног проспекта, с обзиром на то да је потребно њено одобрење како би се хартије од вредности укључиле на организовано (регулисано) тржиште, а Комисија се том приликом руководи интересима инвеститора, проверава законитост издавања акција од

15 Проспект је валидан 12 месеци од дана објављивања према чл. 22 ЗОТК.

16 ЗОТК, чл. 11, ст. 2 и 3.

17 ЗОТК, чл. 15, ст. 1, 2 и 3.

18 ЗОТК регулише више врста проспекта, као што су основни проспект, скраћени проспект, јединствени и подељени проспект, основни проспект (ЗОТК чл. 16, 17 и 18), али на овом месту их нећемо додатно анализирати, с обзиром на то да се позитивни и негативни аспекти овог института за одлучивање о трансформацији привредних друштава виде и на генералном и уопштеном сагледавању овог питања.

стране емитента и да ли постоји слободна преносивост емитованих хартија.¹⁹ Поступак израде и објаве проспекта, као и целокупан процес иницијалне јавне понуде, подразумева велике напоре привредног друштва и високе трошкове. Друштво мора да ангажује консултанте и адвокате који ће га спровести кроз цео овај поступак и израдити одговарајуће различите врсте дју дилиџенса (*due diligence*). Ипак, истиче се да извештаји ревизорских кућа представљају значајан фактор за одлучивање потенцијалних инвеститора, а да они некада нису довољно јасни, потпуни и изричитии поводом предмета ревизије, чиме онемогућавају потпуно поуздан основ инвеститорима за доношење одлуке, а све је то резултат недовољно развијеног финансијског тржишта.²⁰ До сада се радило о регистрованим хартијама које се налазе на општем финансијском тржишту, а за пријем хартија од вредности на берзанско тржиште постоје строжи услови. Тако, поступак пријема хартија од вредности на листинг регулисаног тржишта Београдске берзе спроводи Комисија за листинг Београдске берзе. Комисија за листинг доноси решење о пријему хартије од вредности на један од следећих сегмената листинга регулисаног тржишта, руковођен захтевом издаваоца: *Prime Listing*,²¹ *Standard Listing*, *SMart Listing*. Акције које не испуњавају услове за укључивање у један од ова три листинга, укључују се на *Open Market*, а оне које не испуњавају услове ни за *Open Market*, прелазе на МТП (мултилатералну трговачку платформу).²² Цела ова процедура код Комисије за хартије од вредности и Комисије за листинг Београдске берзе спроводи се ради заштите инвеститора. Привредно друштво заинтересовано за укључивање дужно је да прикаже јавности резултате свог пословања и да допусти да правила и инструменти тржишта искључиво вреднују њихов успех. Да ли ће се акције индивидуално посматране компаније наћи на листингу Берзе са најфинијим хартијама од вредности или на платформи где се налазе акције које не испуњавају услове да се нађу на другој листи – зависи искључиво од испуњавања услова од стране посматраног привредног друштва. Само укључивање на берзанско тржиште и касније опстајање на њему најтранспарентнији су инструмент за сагледавање рада привредног друштва. То има сво-

19 М. Васиљевић, 255 и 256.

20 Добросав Миловановић, „Активности за превазилажење проблема на финансијском тржишту“, *Право и привреда*, бр. 1-3/2015, 21.

21 На *Prime listing* Београдске берзе налазе се само акције четири издаваоца (Aerodrom Nikola Tesla a.d., Energoprojekt a.d, Fintel energija a.d., NIS a.d.) Вид. Београдска берза а.д., Акције, Београд, доступно на адреси: https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/trzista/prime/akcije, 3.01.2019.

22 Београдска берза а.д., Процедура пријема на тржиште, Београд, доступно на адреси: https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/procedura, 1.12.2018.

је *de facto* добре и лоше стране. Наиме, резултат рада привредног друштва постаје потпуно видљив и лако мерљив сваком заинтересованом лицу (било потенцијалном инвеститору у друштво, било конкуренту) јер цена акције најпрецизније то исказује. Супротно, транспарентност коју омогућава исказана цена акције има и велике предности. Привредно друштво које послује добро нема потребе да спроводи додатне напоре како би доказивало колико вреде чланска права у њему (имовинска – дивиденда и управљачка).

У складу са претходном анализом, цена акције исказане тржишним мерним инструментима којима располаже Београдска берза представљају најбољу вагу успешности рада и способности управе привредног друштва (која је у акционарским друштвима одвојена од власништва). Зато је потребно раздвојити ова два интереса као различита и потенцијално колидирајућа. У складу са тим, један од најефикаснијих контролора рада директора у привредном друштву јесте цена акције на тржишту, чиме се омогућава власницима компанија да лако оцене резултате изабране управе и да је по потреби промене. Управо из тога примећујемо да то може да не иде у корист самом менаџменту компаније и да они могу да буду заинтересовани да привредно друштво не изврши промену у јавно акционарско друштво. Ипак, власници привредних друштва су лица која доносе ову одлуку и спроводе трансформацију, тако да интересе директора не би требало узимати у обзир.

Претварањем друштва у јавно акционарско друштво и изласком на берзу, приватни власник се одриче дела свог власништва и својих досадашњих 100% удела смањује на мањи проценат акција. Његов је избор колики ће му после трансформације бити проценат власништва, али то и даље остаје његово највеће одрицање. Практична последица јесте што је власник друштва који је самостално доносио одлуке, сада ограничен правима других власника, односно акционара. Постоје одлуке које доноси скупштина друштва које захтевају минималан проценат гласова акционара како би биле усвојене. Осим тога, од великог је значаја институт права мањинских акционара, којима се омогућава лицима са малим капитал учешћем у друштву (5%, 10%) да сазивају скупштину, предлажу тачке дневног реда,²³ постављају питања и добијају одговоре,

23 У теорији се истиче да би непостојање овог права свело улогу акционара само на право блокирања усвајања одлука на седници, без права да креативно утичу на предмет расправљања и гласања. Више о томе вид. Вук Радовић, „Права акционара у вези са дневним редом скупштине акционарског друштва“, *Право и привреда*, број 4-6/2011, 162-186.

захтевају посебну или ванредну ревизију и тако даље. Од посебног је значаја право мањинских акционара на подношење захтева за ликвидацију друштва. Тако ЗОПД омогућава да по тужби акционара који поседују акције које представљају најмање 20% основног капитала друштва надлежни суд може одредити престанак друштва или друге мере, под законски прописаним условима.²⁴ То би у практичном смислу значило да ако акционари који поседују најмање 20% основног капитала друштва сматрају да, на пример, директори, односно чланови надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно делују противзаконито, непоштено или преварно, а противно интересима акционара који подnose тужбу, могу поднети тужбу суду да се друштво ликвидира. Власник који је у прошлости сваку одлуку доносио сам и који је одлучивао о судбини друштва, сада долази у ситуацију да друга лица могу одлучивати о судбини компаније, ако осете озбиљну злоупотребу права већине (и поред *ultima ratio* карактера овог института).²⁵

Транспарентност отвореног акционарског друштва јесте једна од његових најзначајних карактеристика и представља чињеницу која има и свој негативни и позитивни аспект. Обраћамо посебну пажњу на дужност извештавања (пре свега значајну за инвестициону јавност – акционаре или потенцијалне акционаре) акционарских друштава, која је другачије и знатно оштрије регулисана у односу на друге облике привредних друштава.²⁶ ЗОТК прописује да јавно друштво издавалац власничких хартија од вредности којима се тргује на регулисаном тржишту, односно МТП је обавезно да обезбеди да су доступни сви начини и информације потребни акционарима за остваривање њихових права, уз одговарајућу заштиту целовитости тих података.²⁷ Јавно друштво има обавезу да обавештава јавност о битним догађајима, годишњим, полугодишњим, али и кварталним извештајима, објаву битних прагова капитал учешћа (подаци о значајним учешћима²⁸), о стицању сопствених акција и тако даље. Посебно истичемо дужност сачињавања и објављивања јавно-

24 Вид. ЗОПД, чл. 469.

25 М. Васиљевић, 334.

26 Надзор над извештавањем врши Комисија за хартије од вредности.

27 ЗОТК, чл. 65 ст. 1.

28 Када физичко или правно лице непосредно или посредно достигне, пређе или падне испод 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% и 75% права гласа истог акционарског друштва чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту, односно МТП дужно је да о томе обавести Комисију, то друштво и регулисано тржиште, односно МТП на коме су акције тог друштва укључене у трговање. (ЗОТК, чл. 57 ст. 1.)

сти финансијских извештаја на годишњем, полугодишњем и кварталном²⁹ нивоу. Ово представља дужност, али уједно и погодност јавног акционарског друштва. Наиме, истина је да се трошкови друштва повећавају, да транспарентност омогућава велику екстерну контролу, да ће и конкуренција бити свесна појединости рада тог привредног друштва, али насупротив томе, присутни су и бројни ефекти у корист извештавања. Пре свега, друштво на тај начин шаље поруку да послује законито (јер власници који послују на основу закона немају разлога да се прибојавају екстерне контроле) и успешно, а то свакако омогућава велику сигурност инвестиционе јавности да ће улагање капитала бити исплатива инвестиција. Једноставно смањује се ризик уложене инвестиције. Такође, јавно акционарско друштво постаје толико велико да ће у највећем броју случајева за конкуренте имати иста таква друштва. На тај начин увид у извештаје постаје узајамна активност конкурената и тиме аргумент везан за тржишне противнике губи смисао.

Сама структура органа управљања другачија је код друштва са ограниченом одговорношћу и акционарских друштава, а прави се и разлика између нејавног и јавног акционарског друштва. Код јавних друштава нарочито се јавља тзв. агенцијски проблем (однос акционара и управе, однос контролних и мањинских акционара и тако даље). Питање корпоративног управљања постало је велики проблем јер је пракса показала да у односу акционара, управе и ревизора, не преовлађује интерес акционара као власника акционарског друштва. У јавном акционарском друштву постоји вишеслојност интереса, као што су интереси акционара,³⁰ интереси поверилаца, интереси управе, интереси запослених, самог друштва и други.³¹ Генерално, акционарска друштва представљају скуп различитих и сукобљених интереса различитих категорија чиниоца овог унутрашњег, уговорног односа. Бројне категорије лица са различитим интересима имају улогу у доношењу одлука и усмеравању пословања друштва, а сви они теже задовољењу искључиво својих, појединачних интереса (акционарско друштво апсолутно нема за свој циљ опште

29 Јавно друштво чијим се хартијама од вредности тргује на листингу регулисаног тржишта дужно је да састави, објави јавности и достави Комисији и организатору тржишта квартални извештај, најкасније 45 дана након завршетка сваког од прва три тромесечја текуће пословне године, као и да обезбеди да овај извештај буде доступан јавности најмање пет година од дана објављивања. (ЗОТК, чл. 53 ст. 1.)

30 Мањинских и већинских, који могу имати међусобно различите интересе.

31 Мирко Васиљевић, „Корпоративно управљање: од проблема до решења“, *Право и привреда*, бр. 5-8/2008а, 3 и 14.

добро, већ доминира идеологија индивидуализма и неограничености приватне својине).³² Проблем балансирања различитих циљева и јесте један од разлога што компанијски закони уводе институт независних директора, као могуће средство за решење или ублажавање овог проблема.³³ Из свега горе реченог, на пример, један власник друштва са ограниченом одговорношћу, претварањем друштва мораће да се сусретне са потенцијално супротним интересима, којима ће донекле морати да се прилагоди и да се посвети остваривању интересне равнотеже. Пре свега се поставља питање на који начин акционари могу да обезбеде да изабрана управа делује у њихову корист. Један од начина је давањем пакета акција чиме се постиже да управа буде непосредно заинтересована за успех компаније (с обзиром на то да њихови приходи зависе од пословања друштва). Свакако да решавању проблема корпоративног управљања доприноси Кодекс корпоративног управљања³⁴ који предвиђа да корпоративно управљање омогућава привредном друштву да привуче људски и финансијски капитал, да ефикасно води пословање и обезбеди дугорочни и одрживи развој, узимајући у обзир и интересе власника и интересе других страна које имају легитимне интересе у пословању друштва, уз истицање више директних користи корпоративног управљања (бољи учинак, лакши приступ тржишту капитала и слично). Не треба занемарити ни систем судске заштите путем тужби у компанијском праву. Тако, на пример, колективна тужба може бити значајно средство као метод одвраћања лица која управљају друштвом од повреде права (мада приметна су мишљења да овај тип тужби не делује одвраћајуће јер досуђене накнаде плаћа друштво, а не лица која имају дужности према друштву, а скривљеним понашањем су проузроковали штету).³⁵ Генерално посматрано, у складу са принципима и стандардима компанијског права фидуцијарна активност директора има две димензије: интерно поступање према компанији и екстерни поступак вођења послова и заступања компаније. Приликом доношења одлука од стране директора од кључне важности је деловање у складу са принципом лојалности према друштву.³⁶

32 Мирко Васиљевић, „Акционарско друштво - друштво акционара и/или носилаца других интереса/ризика – призма судске праксе“, *Правни живот*, бр. 12/2008b, 7.

33 М. Васиљевић (2008b), 8.

34 Кодекс корпоративног управљања, *Службени гласник РС*, бр. 99/2012.

35 Јелена Лепетић, „Механизми колективне заштите у компанијском праву и праву тржишта капитала“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2016, 151-152.

36 Miodrag Mićović, „The Interest of a Commercial Company and the Liability of its Management in Serbia“, *Annals of the Faculty of Law in Belgrade*, no. 3/2012, 148.

Што се тиче *M&A* (*mergers and acquisitions*) трансакција, поставља се питање да ли постоје различита правила за различите типове компанија. У кинеској јурисдикцији, прави се разлика у регулацији за *public companies* и *non-listed public companies*, где су прве уређене правилима од стране CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) и специфичним правилима за тај облик компаније у односу на други тип. Такође, специфично за Кину јесте то што се за прекограничне (*cross-border*) *M&A* трансакције претежно примењује регулација и захтева одобрење од Министарства привреде (*MOFCOM*).³⁷ У Хрватској специјална правила су предвиђена за јавно акционарско друштво која укључују правила о понуди за преузимање, њеном објављивању, процес иницијалне јавне понуде и проспект, забрану заједничких активности у циљу спречавања преузимања, правила о одређивању цене, правила за управљачка тела циљног друштва, права мањинских акционара, надзорни ауторитет од стране државних тела и слична правила која указују на појачану регулацију оваквог типа организовања компаније,³⁸ а која могу да делују одвраћајуће. У Црној Гори ова трансакција уређена је Законом о привредним друштвима, али ако је циљна компанија акционарско друштво, специфична додатна правила се примењују и регулисана су у Закону о преузимању акционарских друштава и Закону о хартијама од вредности. Такође, трансакције у којима су укључена акционарска друштва морају бити извршене преко Берзе Црне Горе (*Montenegroberza a.d.*), стога оне подлежу њеној регулацији.³⁹ У Србији статусне промене регулисане су, као што је и очекивано, најстроже за акционарска друштва. Тако, на пример, да би се усвојила одлука о статусној промени код друштва са ограниченом одговорношћу и акционарског друштва, прописани су различити минимуми гласова. За друштво са ограниченом одговорношћу потребна је већина од 2/3 укупног броја гласова чланова друштва, ако оснивачким актом није предвиђена другачија већина, али не мања од обичне већине од укупног броја гласова чланова друштва који имају право гласа по одређеном питању.⁴⁰ У случају акционарског друштва одлука о статусној промени друштва доноси се трочетвртинском већином гласова присутних акционара, ако статутом није одређена већа већина.⁴¹ Из овога

37 Global Legal Group, *The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions*, 12th Edition, London, 2018, 87.

38 Global Legal Group, 94.

39 Global Legal Group, 235.

40 ЗОПД, чл. 211.

41 ЗОПД, чл. 498 ст. 2.

закључујемо да власник друштва са ограниченом одговорношћу треба да буде свестан да ће око статусних промена након отварања друштва спроводити тежу и захтевнију процедуру. Наравно, с обзиром на све бенефите које отварање друштва носи са собом, онда када (и ако) друштво буде заинтересовано за статусне промене, биће у убедљиво повољнијој позицији за преговарање у овом поступку.

Значајно је споменути и диспозитивност деловања чланова и акционара у различитим типовима привредних друштава. У том смислу, законодавац много више слободе оставља затвореним привредним друштвима, што примећујемо у великом броју диспозитивно прописаних правила у Закону о привредним друштвима за друштво са ограниченом одговорношћу и супротно, велики број императивних правила за акционарско друштво (пре свега јавно). Отворено акционарско друштво издаје акције као власничке хартије од вредности и под надзором је Комисије за хартије од вредности, има обавезе према берзи као издавалац акција којима се на берзи тргује, као и према Централном регистру, депоу и клирингу хартија од вредности у вези са отварањем и вођењем емисионог рачуна и укњижавањем својих акција (одговарајуће обавезе су постојале и према старом Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената).⁴² Затворено акционарско друштво и друштво са ограниченом одговорношћу нема обавезе ни према Комисији за хартије од вредности ни према берзи, и на њих се не примењује целокупан строг режим у погледу услова за дистрибуцију и издавање акција и извештавање и надзор Комисије за хартије од вредности.⁴³ Свакако да је разлог оваквом диференцирању то што постоји највећи јавни и приватни интерес да се јавна акционарска друштва ставе у што сигурнији законски оквир, како се не би злоупотребили огромни акумулисани капитал, високи ризици великих пословних подухвата, разгранати канали управљања и доношења одлука и друге последице овакве форме организовања. Ово је терет који власници отвореног акционарског друштва, ради свих предности које овај облик друштва доноси, морају да понесу.

Највећи разлог да се затворено привредно друштво претвори у јавно акционарско јесте велики капитални потенцијал. Наиме, оног момента када друштво постане отворено прелази се у нови ниво немерљивих граница. Од тада сваки пословни подухват и улагања у компанију

42 Владимир Поповић, „Отворено или затворено акционарско или неко треће друштво?“, *Право и привреда*, бр. 5-8/2005, 284.

43 В. Поповић, 285.

(као што су послови истраживања и развоја) постаје остварив и друштво добија могућност за велику капиталну инјекцију. Затворене компаније финансирање базирају из сопствених извора и на задуживању. Без обзира на историјски ниске камате, средства добијена на тај начин су и даље само дуг, што би значило да из оствареног успеха треба отплатити исти, са све нарастим каматама (пример хрватске компаније „Агрокор“ показује да компанија може да послује успешно, али уколико је велики проценат екстерног финансирања заснованог на дугу, систем не може да опстане).⁴⁴ Српске компаније се прво ослањају на своја унутрашња средства, позајмљују када је то потребно и издају хартије од вредности само као крајње средство, а инвестиције (нпр. у фиксна средства) се радије финансирају из интерних фондова компаније (који су настали задуживањем).⁴⁵ Екстерно финансирање од стране инвеститора куповином акција друштва јесте одрживо решење. На тај начин финансирано друштво повећава свој сопствени капитал, а према акционарима има имовинску обавезу да исплаћује дивиденду. Ипак уколико друштво и даље буде желело да се окрене додатном финансирању задуживањем, претварањем у јавно акционарско друштво камата постаје још нижа, јер су у очима банака ови типови друштва знатно мање ризични. Самим тим, дуг према банци је нижи, премија код издавања нових емисија акција већа.⁴⁶ Капитализацијом путем продаје акција, више је гарантована сигурност у функционисању друштва и постављена је јака препрека за проблеме који проистичу из могућих унутрашњих или спољашњих нестабилности. Једноставно речено, нови велики извор финансирања и транспарентност коју одликује једно отворено друштво имају низ повољних ефеката и за власнике, и за инвеститоре, повериоце, државу и друштво у целини (поред великих повољних микроекономских ефеката, отворена друштва омогућавају развитак тржишта капитала и тржишне привреде која имају велике макроекономске ефекте).

Као посебно питање које може занимати власника привредног друштва јесте ко све може улагати у друштво куповином његових акција. На ово питање одговор даје Закон о улагањима који уређује општи правни оквир улагања у Републици Србији и за циљ има унапређење инвести-

44 Paragraf, Siniša Krneta (direktor Beogradske berze), Beograd, 2018, доступно на адреси: <https://www.paragraf.rs/intervju/sinisa-krneta.html>, 14.12.2018.

45 Sašo Arsov, „Capital Structure in Emerging Markets: The Case of Serbian Joint-Stock Companies“, *Economic Analysis: journal of emerging economics*, 2016, 12.

46 Paragraf, Siniša Krneta (direktor Beogradske berze).

ционог окружења у држави.⁴⁷ Иако закон за претежан циљ има подстицање директних улагања, не може се занемарити ни значај који индиректна улагања имају у једној земљи. Власника који треба да донесе одлуку за отварање друштва занима да ли су приликом стицања акција у привредном друштву страна физичка и страна лица изједначена са домаћим. Наиме, због величине потенцијалног капитала за индиректно улагање, није исто уколико власник може да очекује искључиво домаћи капитал куповином акција, уколико може знатно теже да очекује страни капитал због поштених услова или под једнаким околностима и истом могућношћу, може да очекује и један и други. У начелу постоји слобода улагања, у складу са Уставом и законом.⁴⁸ Закон о улагањима прописује национални третман страних улагања, односно да улагачи који су страна правна или физичка лица, у погледу свог улагања у свему уживају једнак положај и имају иста права и обавезе као и домаћи улагачи, ако овим или другим законом није другачије уређено.⁴⁹ Без дубљег тумачења одредби овог закона, очигледно је да се хоризонти потенцијалног капитала који власници могу да очекују никако не задржавају на домаћем простору.

Сматрамо да је веома важно поменути утицај правне сигурности, конзистентне судске праксе (у неким ситуацијама може се рећи да је судска пракса извор права⁵⁰) и компетентног суда на питање претварања затворених облика привредних друштава у јавно акционарско друштво. Наиме, ако очекујемо да власници затворених компанија, као што су друштва са ограниченом одговорношћу, одлуче да своје друштво отворе екстерним инвеститорима и тиме знатно прошире свој капитал, али и ограниче многа своја права, нужно је да се осећају сигурно да су, у границама закона, апсолутно заштићени од стране уређених и ауторитативних државних институција, а пре свега суда. Да би власник привредног друштва изашао из зоне комфора коју му омогућава затворен облик организовања, мора бити сигуран да ће се закони једне државе у потпуности поштовати и спроводити. За то није довољно само спровођење института владавине права, потребно је да и пракса судова буде уједначена и да суд буде довољно компетентан да решава веома сложена питања у привреди. Законски инструментаријум који уређује привредна друштва и њихово функционисање (и остала питања која их се тичу) представља један изу-

47 Закон о улагањима, *Службени гласник РС*, бр. 89/2015 и 95/2018, чл. 1 и 2.

48 Закон о улагањима, чл. 4.

49 Закон о улагањима, чл. 7.

50 Небојша Јовановић, „Очигледно незаконите пресуде – незнање, улизиштво или нешто друго?“, *Право и привреда*, бр. 7-9/2017, 26-27.

зетно комплексан скуп прописа, чије тумачење и разумевање често није једноставно.⁵¹ Због тога је кључна адекватна обука судија и њихова уска специјализација у најкомплекснијим корпоративним и привредним питањима. У том смислу, истичемо одличне резултате и поверење које постиже специјализовани *Court of Chancery* у америчкој држави Делавер (*Delaware*) који се састоји од специјализованих судија који су признати експерти у комплексним корпоративним питањима. Наравно, странке незадовољне одлукама овог суда, обраћају се једнако стручном Врховном суду (*Supreme Court*) ради адекватног и правовременог преокрета.⁵² Многе америчке компаније су основане у овој федералној јединици, а један од главних разлога јесте управо правна сигурност за привредна друштва.⁵³ Такође, као веома значајан чинилац у овој тржишној игри, Комисија за хартије од вредности мора да буде опремљена адекватним људским кадром, самосталношћу и независношћу. Наиме, Комисија за хартије од вредности је самостална и независна државна организација и представља регулатора тржишта капитала у Републици Србији. Основни задатак Комисије за хартије од вредности је законито, правично, и транспарентно функционисање тржишта капитала и заштита инвеститора.⁵⁴ Правилно остваривање функција Комисије не би било могуће уколико држава не омогући њену самосталност и независност, а то би се такође одразило и на осећај сигурности власника привредних друштава и инвеститора, како страних, тако и домаћих.

Осим горе наведених институција, битно је нагласити и питање поверења у берзанско тржиште Републике Србије, односно колико је поверење „привредне јавности“ (предузетника, инвеститора, директора, адвоката, саветника и тако даље) у Београдску берзу.⁵⁵ Таман након настајања тржишта капитала у Републици Србији, свет је задесила велика финансијска криза која је још више онеспособила нашу државу, као земљу у транзицији. Може се рећи да је највећи губитник те кризе управо српско тржиште акција. У земљи која је у периоду од 2002. до 2008. годи-

51 Закон о тржишту капира је, по мишљењу многих стручњака, један од најтеже написаних закона у српском легислативном систему.

52 Global Legal Group, 7.

53 Eric Engle, *The Company Law of the United States of America*, Great Britain, 2012, 5.

54 Republic of Serbia Securities Commission, Legal Position, Powers and Authorities, Belgrade, доступно на адреси: <http://www.sec.gov.rs/index.php/en/about-us/general-information/legal-position,-powers-and-authorities>, 20.12.2018.

55 У том смислу се за Београдску берзу у јавности употребљава назив „Казино“, што свакако показује негативно мишљење оличено у самој негативној конотацији оваквог назива.

не била још увек на прекретници друштвених, политичких и економских односа и са неколико година транзиционог искуства, тржиште капитала и Београдска берза су могли да имају веома важну улогу, као што се то десило у Пољској, Чешкој и Румунији. Финансијска криза је веома утицала на српско тржиште капитала јер је прекинула могући развитак и оспособљавање домаћих инвестиционих фондова који су тек почели са пословањем, недовољно едукованих малих инвеститора, слабе корпоративне културе листираних компанија, недовољно оспособљених берзанских посредника и омогућила опстанак присутне инсајдерске трговине.⁵⁶ Осим тога, светска економска и финансијска криза одразила се и на смањење потражње за извозом роба и услуга домаћих компанија, умањена је воља страних инвеститора за инвестирањем у Србији и отежани су услови приступа финансијским средствима.⁵⁷ Последице транзиције и финансијске кризе се осећају и данас, стога Србија и даље нема развијене институције тржишта капитала, нити „привредну свест“ која је велики чинилац тога. Због тога је потребно уложити велике напоре од стране државе, привредника, стручне јавности и осталих грађана да се препозна значај овог питања и да се напори Београдске берзе да оствари велике макроекономске и микроекономске циљеве олакшају.

IV Закључак

За привредни развој Србије неопходно је здраво тржиште капитала, односно развој берзанског тржишта. Како би се то постигло, потребно је да већи број друштава у Србији буде претворено у јавно акционарско друштво и да изађе на берзу. Анализирали смо бројне разлоге зашто се то и даље у највећем броју случајева не чини, а насупрот томе, који су позитивни аспекти таквог решења примарно за индивидуалне интересе самог власника друштва, јер доношење одлуке првенствено зависи од њега. Критички смо се осврнули на неповољне карактеристике нашег тржишта и анализу релевантног *corpus*-а правне регулативе на аргументе за и против који опредељују власника да се одлучи за трансформацију (или да је избегне), а све то инспирисани пројектом Београдске берзе који је поменут у уводним разматрањима рада и циљевима који се на тај начин желе постићи.

Из свега до сада изложеног закључујемо да дисеминација јавних акционарских друштава у једној држави има огромне предности. С обзи-

56 R. Rakočević, 32.

57 Д. Миловановић, 19.

ром на то да право избора пада на власника, напоменули смо бројне погодности које ће се остварити за њега и друштво уколико се донесе одлука о отварању. Наравно да у циљу побољшања и напретка немерљивих граница морају да постоје и одређена одрицања, али стављањем на вагу аргумената *pro et contra*, несумњиво произилази да су користи јавних акционарских друштава велике за све учеснике. Велики број појединачно постављених питања показују да исти захтеви могу имати и позитивне и негативне утицаје, у зависности од тога на који начин и у односу на који период се посматрају. Ипак, можемо приметити да повољни ефекти преовлађују, поготово уз сагледавање шире и дугорочне слике.

На крају, предвиђамо да ће на српском тржишту бити све више отворених компанија јер постоје актери који учествују на ширењу ове идеје и образовању привредне јавности који указују на све погодности овакве одлуке. Ипак, улога државе је немерљива и због тога мора бити далеко већа него што сада у реалности јесте, не само ради ширења идеје и информисања јавности, него (чак и примарно) ради решавања системских проблема који представљају главне разлоге неопредељивања власника за трансформацију из затворених облика друштва у јавно (отворено) акционарско друштво.

Stefan JOVANOVIĆ

student at the Faculty of Law University of Belgrade

TRANSFORMATION OF CLOSED FORMS OF COMPANIES INTO PUBLIC JOINT COMPANY - *PRO ET CONTRA*

Summary

The author in the paper analyzes the positive and negative aspects of the transformation of closed forms of companies into a public joint stock company, through a primary analysis of the legal regulations of the Republic of Serbia for different types of companies, which can de facto determine the owners to opt for the opening of a society or not. The topic is very important because of the improvement and development of the Serbian capital market, which is currently at a very low level due to the relatively recent return to institutions and mechanisms of the capital market as well as a major financial crisis that further slowed down the development. There are significant differences in the regulations of the relevant legal framework for different types of companies, and the paper focuses on

the most important ones, with critical arguments for their favorable and adverse effect on the decision of the owners for transformation. Furthermore, it points to some systemic problems that exist and which are acting unfavorably to increase the number of public companies. Nevertheless, the author answers the question whether the owner of the company should use the right to choose and transform the closed company into a public joint stock company.

Key words: *public joint stock company, closed company, change of legal form, initial public offering, positive and negative aspects, capital market, stock exchange.*