

Др Владимир Марјански\*

## ФОРМАЛНОПРАВНИ УСЛОВИ ИСКЉУЧЕЊА ПРАВА ПРЕЧЕГ УПИСА АКЦИЈА

*Право пречег уписа акција је субјективно имовинско право акционара по основу којег он има право пречег уписа акција из нове емисије сразмерно броју у целости уплаћених акција те класе на дан доношења одлуке о повећању основног капитала, у односу на укупан број акција те класе. Ово право акционара, међутим, може бити у потпуности или делимично искључено, уколико за то буду испуњени формалноправни и материјалноправни услови. Предмет овог чланка је првенствено анализа формалноправних услова искључења који су одређени Законом о привредним друштвима Републике Србије, с кратким освртом на решења у праву ЕУ и упоредном праву. Према Закону о привредним друштвима постоје три формалноправна услова за искључење права пречег уписа: 1. да се акције пласирају понудом код које није обавезно објављивање проспекта; 2. да постоји писани предлог одбора директора односно надзорног одбора у случају дводомног управљања друштвом; 3. да се искључење одреди у одлуци скупштине акционарског друштва. У вези с формалноправним условима у раду се указује на неколико слабих решења Закона о привредним друштвима који у значајној мери отежавају положај првенствено тзв. малих акционара.*

Кључне речи: *Акције. – Акционари. – Право пречег уписа акција из нове емисије. – Искључење права пречег уписа. – Одлука скупштине акционарског друштва.*

### 1. УВОДНЕ НАПОМЕНЕ – ПОЈАМ И ЗНАЧАЈ ПРАВА ПРЕЧЕГ УПИСА

Право пречег уписа акција је субјективно имовинско право акционара по основу којег он има право пречег уписа акција из нове емисије сразмерно броју у целости уплаћених акција те класе на дан доношења одлуке о издавању акција, у односу на укупан број акција

---

\* Аутор је доцент Правног факултета Универзитета у Новом Саду, [vmarjan-ski@pf.uns.ac.rs](mailto:vmarjan-ski@pf.uns.ac.rs)

те класе.<sup>1</sup> Статутом се може утврдити да акционар има право пречег уписа и код издавања акција друге врсте и класе од оних које има али само по остваривању тог права од стране акционара који поседују врсту и класу акција које се издају.<sup>2</sup> На самом почетку треба указати на једну омашку законописца. Наиме, с обзиром на то да је основни капитал акционарског друштва утврђен и подељен на акције, до издавања акција може доћи само на основу одлуке о повећању основног капитала, па је дан према којем се одређује обим овог права акционара заправо дан доношења одлуке о повећању основног капитала. Другим речима, нема посебне одлуке о издавању акција без одлуке о повећању основног капитала.

Право пречег уписа акција из нове емисије има вишеструк значај.<sup>3</sup>

Прво, постојањем овог права акционарима се пружа могућност да сачувају исти удео у друштву приликом повећања основног капитала. Повећање основног капитала може да угрози интересе постојећих акционара. На пример, уколико је основни капитал 100 издељен на десет акција номинале 10, тада једна акција представља 1/10 удела. У случају да се основни капитал повећа за нових 100 јединица, он износи 200 и једна акција номинале 10 представља 1/20 удела. Као што се види повећање основног капитала доводи до смањења удела који стари акционар има. Уколико је повећање веће, то је удео постојећег акционара мањи.<sup>4</sup> Дакле, без права пречег уписа акција нове емисије удео појединог акционара у основном капиталу би се смањио и следствено томе обим права акционара (гласачка моћ, учешће у расподели добити и остатку ликвидационе масе) би се редуковао.<sup>5</sup>

Друго, значај права пречег уписа огледа се у томе што се њиме омогућава очување супстанцијалне вредности постојећих акција.<sup>6</sup> Наиме, с циљем привлачења потенцијалних инвеститора акционарско друштво приликом упућивања јавне понуде акција има могућност да одреди емисиону вредност (цену) нових акција која је нижа од

<sup>1</sup> Вид. Закон о привредним друштвима – ЗПД, чл. 277, ст. 1, *Службени гласник РС*, бр. 36/11, 99/11 и 83/14.

<sup>2</sup> ЗПД, чл. 277, ст. 3.

<sup>3</sup> О значају права пречег уписа акција из нове емисије вид. опширније код Зоран Арсић, „Право акционара на приоритетни упис акција нове емисије“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2000, 76–77, Владимир Марјански, „Право пречег стицања новоиздатих акција“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2007, 214–215.

<sup>4</sup> Зоран Арсић, Владимир Марјански, *Право привредних друштава*, Нови Сад 2013, 288.

<sup>5</sup> О проблему тзв. разводњавања удела акционара у основном капиталу вид. опширније код Жељко Албанезе, „Актуелне одлике разводњавања приватизованог капитала у домаћем окружењу“ *Рачуноводство*, бр. 3–4/2004, 95–102.

<sup>6</sup> З. Арсић, В. Марјански, 288.

тржишне цене постојећих (стариx) акција. Када једном нове акције буду издате, свим акцијама одређене класе, новим и старим, трговаће се по цени која се по правилу налази негде између емисионе вредности новоиздатих акција и тржишне вредности стариx акција. Ако постојећи акционар не стекне одређену пропорцију нових акција, нови акционари ће бити „пуштени“ у друштво, тј. постаће акционари сувише јефтино.<sup>7</sup> У таквој ситуацији они ће нове акције платити мање него што је била тржишна вредност постојећих (стариx) акција. Као последица тога, тржишна вредност „стариx“ акција ће пасти, узрокујући при томе губитак тзв. старим акционарима.<sup>8</sup> Такав губитак може бити спречен вршењем права пречег уписа.<sup>9</sup>

Ипак, заштита акционара није апсолутна. Прво, могуће је да акционар у тренутку доношења одлуке о повећању основног капитала нема довољно финансијских средстава да изврши упис и уплату нових акција, а да при томе нема довољно гласова да спречи доношење одлуке о повећању основног капитала. Друго, право пречег уписа под одређеним условима може бити у потпуности или делимично искључено.

Да би дошло до искључења права пречег уписа неопходно је да буду испуњени формалноправни и материјалноправни услови искључења. Формалноправни услови искључења одређени су у ЗПД. За искључење права пречег уписа, међутим, треба да постоји и материјална оправданост таквог поступка. То су материјалноправни услови искључења. Они су у упоредном праву изграђени кроз судску праксу.

Узимајући у обзир ограничен обим овог рада, тема овог чланка јесте анализа формалноправних услова за искључење права пречег уписа.

## 2. ПОЈАМ ИСКЉУЧЕЊА ПРАВА ПРЕЧЕГ УПИСА

Акционарско друштво понекад може да има интерес да искључи акционарима право пречег уписа акција из нове емисије. Разлози за такво поступање друштва у пракси могу бити различити (санација, издавање акција запосленима, члановима управе, квалификованом инвеститору и сл.). Искључење значи да акционар у конкретном случају повећања основног капитала нема право пречег уписа нових

<sup>7</sup> Paul L. Davies, *Gower and Davies' principles of modern Company Law*, seventh edition, Лондон, 2003, 632.

<sup>8</sup> Ian Macneil, „Shareholders' pre-emptive rights“, *Journal of Business Law*, бр. 1/2002, 79.

<sup>9</sup> Владимир Марјански, „Право пречег стицања новоиздатих акција“, 214.

акција у сразмери с величином његовог дотадашњег учешћа у основном капиталу.

Право пречег уписа може бити потпуно или делимично искључено. Закон о привредним друштвима садржи појмове искључење и ограничење права. Потпуно искључење права пречег уписа значи да је право искључено у односу на целокупну емисију акција обухваћену конкретном одлуком о повећању основног капитала. Делимично искључење (ограничење) права значи да је право искључено само у односу на један део емисије, тј. само у односу на један број емитованих акција или постоји када се утврди номинална вредност акција коју акционар мора да поседује да би имао право пречег уписа. Делимичним искључењем (ограничењем) не сматра се прописивање преклузивног рока у коме се оно може остварити (закон, статут, одлука о емисији). То представља само утврђивање начина коришћења права.<sup>10</sup>

Ради спречавања било каквих злоупотреба, модерна законодавства предвиђају врло строге формалне услове искључења. У појединим земљама су ради допуне формалних услова у судској пракси развијени и материјални разлози оправдања који такође морају бити испуњени, а који се у теорији називају материјалним условима искључења права пречег уписа.

### 3. ФОРМАЛНОПРАВНИ УСЛОВИ ИСКЉУЧЕЊА

#### 3.1. Право Републике Србије

У праву Републике Србије формалноправни услови искључења права пречег уписа акција из нове емисије предвиђени су у ЗПД. Право пречег уписа може се ограничити или искључити само у случају понуде код које није обавезна објава проспекта у смислу закона којим се уређује тржиште капитала, и то одлуком скупштине донетом на писани предлог одбора директора, односно надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно.<sup>11</sup>

Дакле, према ЗПД формалноправни услови искључења су: 1. да се акције пласирају понудом код које није обавезно објављивање проспекта; 2. да постоји писани предлог одбора директора односно надзорног одбора у случају дводомног управљања друштвом; 3. да се искључење одреди у одлуци скупштине акционарског друштва.

---

<sup>10</sup> Супротан став Мирко Васиљевић, *Водич за читање Закона о привредним друштвима*, Београд 2004, 325.

<sup>11</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

### 3.1.1. Понуда код које није обавезна објава проспекта

Да би право прече уписа акција уопште могло бити искључено према ЗПД неопходан услов је да се нове акције пласирају понудом код које није обавезна објава проспекта.<sup>12</sup> У члану 12 Закона о тржишту капитала<sup>13</sup> наведено је 10 изузетака од обавезе објављивања проспекта. У контексту искључења права пречег уписа од значаја је 6 изузетака.<sup>14</sup>

Овде одмах треба приметити да није јасно зашто је могућност искључења права пречег уписа према ЗПД везана за постојање обавезе објављивања проспекта. Овде је писац закона вероватно пошао од претпоставке да у случају понуде код које постоји обавеза објављивања проспекта искључење права пречег уписа не може бити оправдано јер је реч о понуди код које је могуће да било које лице упише акције (јавна понуда акција). У складу с тим, тада није реч о тзв. наменској емисији где би иначе могла да постоји оправданост искључења. Треба, међутим, имати у виду да према Закону о тржишту капитала објављивање проспекта није обавезно не само у случају приватне понуде, већ и у одређеним прописаним случајевима код јавне понуде.<sup>15</sup> Други аргумент који би могао ићи у прилог решења према којем није допуштено искључење права пречег уписа у случају понуде код које је обавезно објављивање проспекта јесте чињеница што је у случају јавне понуде акција допуштено издавање акција испод њихове тржишне вредности уколико том јавном понудом друштво постаје јавно.<sup>16</sup> Тада би због искључења права пречег уписа могло бити онемогућено очување супстанцијалне вредности старих акција постојећих акционара.<sup>17</sup>

Ипак, мишљења смо да је везивање могућности искључења права пречег уписа за одсуство обавезе објављивања проспекта погрешно. Наиме, реч је о два потпуно различита института. Проспект је техничко-правни документ за информисање улагача који треба да им помогне приликом доношења инвестиционе одлуке.<sup>18</sup> Обавеза

<sup>12</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1

<sup>13</sup> Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/11.

<sup>14</sup> Остали изузеци не односе се на повећање основног капитала (вид. ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 6 и 7), односе се на понуду хартија од вредности које се нуде, додељују или ће бити додељене у вези са статусном променом спајања друштва (вид. ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 8) где се иначе право пречег уписа не примењује и на понуду акција које се додељују или ће бити додељене постојећим акционарима (вид. ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 9).

<sup>15</sup> Вид. ЗТК, чл. 12.

<sup>16</sup> Вид. ЗПД, чл. 260, ст. 4.

<sup>17</sup> Вид. претходна излагања о значају права пречег уписа.

<sup>18</sup> У вези с пружањем информација улагачима на тржишту капитала вид. опширније код Јелена Лепетић, „Public disclosure of inside information“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 3/2012, 188–206, Владимир Марјански, „Обавезе

објављивања проспекта зависи од чињеница које се везују за право тржишта капитала, тј. од процене да ли на страни потенцијалних улагача постоји потреба да се у конкретном случају информишу путем проспекта. Искључење права пречег уписа треба да се заснива на материјалној оправданости таквог поступка, а не на томе да ли је у конкретном случају реч о понуди код које није обавезно објављивање проспекта. У случају понуде код које постоји обавеза објављивања проспекта теже је доказати оправданост искључења права пречег уписа, али се таква оправданост не може *a priori* искључити. Према ЗПД, међутим, искључење права пречег уписа није допуштено у случају понуде код које је обавезна објава проспекта.

Да резимирамо, давање могућности за искључење права пречег уписа само код понуда код којих објава проспекта није обавезна није логично. Норме о изузецима од обавезе објављивања проспекта из члана 12 ЗТК имају потпуно другачији циљ. Изузеци су прописани јер се пошло од претпоставке да ни у једном од наведених случајева информисање потенцијалних улагача путем проспекта није неопходно. Поред тога постоје изузеци (ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 6–9) који се примењују када се право пречег уписа свакако не може вршити. С друге стране, за искључење права пречег уписа треба да постоји материјална оправданост таквог поступка која није ни у каквој вези с тим да ли је реч о понуди код које постоји обавеза објављивања проспекта.

### *3.1.2. Предлог одбора директора односно надзорног одбора у случају дводомног управљања друштвом*

Да би била донета одлука скупштине акционарског друштва о искључењу права пречег уписа неопходно је да претходно постоји писани предлог одбора директора односно надзорног одбора уколико је управљање друштвом дводомно. Тим предлогом предлаже се доношење одлуке о искључењу.<sup>19</sup> Значај предлога огледа се у томе што је он основ за испитивање оправданости одлуке о искључењу у евентуалном поступку побијања скупштинске одлуке.<sup>20</sup>

Предлог одбора директора односно надзорног одбора у случају дводомног управљања мора бити сачињен у писаној форми.<sup>21</sup> Усмена допуна извештаја на скупштини није допуштена.

јавних друштава у погледу *ad hoc* информисања јавности на тржишту капитала“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2012, 297–309, Владимир Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу редовног периодичног извештавања јавности, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2012, 315–325.

<sup>19</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

<sup>20</sup> Uwe Hüffer, *Beckische kurzkommentare Aktiengesetz*, 4. neuarbeitete Auflage, München 1999, 834.

<sup>21</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

Предлог обавезно садржи разлоге ограничења (делимичног искључења), односно искључења права пречег уписа и детаљно образложење предложене емисионе цене.<sup>22</sup> Предлог треба да садржи конкретне чињенице којима се поткрепљује материјална оправданост искључења права пречег уписа. При томе није довољно само навести апстрактне разлоге или општа места (фразе), нпр. да је искључење права пречег уписа у интересу акционарског друштва. Материјални предуслови за искључење нису изричито предвиђени националним законима. Они су претежно изграђени кроз судску праксу. Ипак, обавезујући одбор директора да поднесе предлог у којем су садржани разлози искључења, законодавац је на посредан начин указао на неопходност доказивања материјалне адекватности таквог поступка.

Материјална адекватност постоји ако су испуњени одређени материјални предуслови. Суштински, они представљају одговарајуће стандарде који морају бити испуњени да би искључење било стварно оправдано. Да ли су они испуњени, то је фактичко питање, које је потребно испитати у сваком конкретном случају. Ипак, генерално посматрано, можемо рећи да су материјални предуслови испуњени ако се искључење базира на интересу акционарског друштва. При томе интерес треба да служи унапређењу економске активности тог друштва и да при томе буде већи од интереса било ког или поједине групе акционара.<sup>23</sup> Одлука о искључењу чије се доношење предлаже мора да буде истовремено подобна и неопходна. Она је подобна ако се путем ње могу достићи циљеви унапређења економске активности. Таква одлука може се сматрати неопходном само уколико не постоји алтернатива у другој одлуци или уколико она, између више алтернатива, на најбољи начин служи остварењу поменутих циљева.<sup>24</sup> Наравно, то су само опште смернице које могу помоћи суду приликом евентуалног процеса оспоравања одлуке о искључењу права.<sup>25</sup>

Предлог обавезно садржи и детаљно образложење предложене емисионе цене.<sup>26</sup> Ово је од изузетног значаја за старе акционаре јер само уколико је емисиона вредност одговарајућа (адекватна) онда неће доћи до смањења супстанцијалне вредности акција старих акционара у случају искључења њиховог права пречег уписа. У вези с утврђивањем емисионе вредности ЗПД садржи одређена правила.

<sup>22</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

<sup>23</sup> Uwe Hüffer, *Beckische kurzkommentare Aktiengesetz*, 6. neuarbeitete Auflage, München 2004, 924.

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> Као што је још током уводних напомена наведено материјалноправни услови искључења због обима рада биће обрађени у посебном чланку.

<sup>26</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

Емисиона цена је вредност по којој се издају акције и утврђује се одлуком о издавању акција.<sup>27</sup> Одлуку о одређивању емисионе вредности доноси скупштина, осим у случају издавања одобрених акција када ту одлуку доноси одбор директора, односно надзорни одбор ако је управљање друштвом дводомно.<sup>28</sup> Ако одлуку доноси скупштина, том одлуком може се утврдити распон емисионе цене уз овлашћење одбору директора, односно надзорном одбору ако је управљање друштвом дводомно да посебном одлуком утврди емисиону цену у оквиру тог распона.<sup>29</sup>

Емисиона цена не може бити нижа од номиналне вредности акција, односно рачуноводствене вредности код акција без номиналне вредности.<sup>30</sup>

Емисиона цена не може бити нижа ни од тржишне вредности утврђене у складу са чланом 259 ЗПД,<sup>31</sup> осим у случају када се акције издају у поступку јавне понуде у смислу закона којим се уређује тржиште капитала којом акционарско друштво постаје јавно акционарско друштво. Дакле, у случају искључења права пречег уписа издавалац свакако не може одредити емисиону вредност испод тржишне вредности акција која се иначе одређује у складу са чл. 259 ЗПД јер је искључење права пречег уписа могуће само у случају понуде код које није обавезно објављивање проспекта, тј. понуде која није јавна. Ипак, уколико тржишну вредност није могуће утврдити у складу са чл. 259, ст. 1 ЗПД тада се емисиона вредност може утврдити само путем процене.<sup>32</sup> Овде је реч о језичкој омашци писца закона. Наиме, као што је већ поменуто, емисиона вредност утврђује се одлуком о издавању акција (повећању основног капитала). Не врши се процена емисионе вредности, већ се уколико није могуће утврдити тржишну вредност акција у складу са чл. 259, ст. 2 утврђује процењена вредност акција. Тада заправо емисиона вредност не сме бити утврђена испод тако процењене вредности. У случају искључења права пречег уписа акционар који сматра да та процена није одговарајућа има право да по том основу побија одлуку о искључењу права пречег уписа акција.<sup>33</sup> Одлука о искључењу не може се спровести пре истека рока

---

<sup>27</sup> ЗПД, чл. 260, ст. 1. Израз емисиона цена није адекватан јер се приликом повећања основног капитала закључује уписни а не купопродајни уговор. Реч је о оригинарном, а не деривативном стицању акција, па би у складу са тим адекватнији израз био емисиона вредност акција.

<sup>28</sup> ЗПД, чл. 260, ст. 2.

<sup>29</sup> Вид. ЗПД, чл. 260, ст. 3.

<sup>30</sup> Вид. ЗПД, чл. 260, ст. 5.

<sup>31</sup> Вид. ЗПД, чл. 260, ст. 4.

<sup>32</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 3.

<sup>33</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 3.

за побијање те одлуке који у складу с општим правилима о побијању одлука скупштине износи 30 дана од дана сазнања за доношење одлуке скупштине, односно од дана регистрације ако је одлука била регистрована у складу са законом о регистрацији, али не касније од три месеца од дана када је одлука донета.<sup>34</sup> Овде је реч о посебном основу за побијање одлуке скупштине који се односи на одлуку о искључењу права пречег уписа. У вези с оваквим правилима постоје извесни проблеми.

Проблем о којем ће бити више речи касније јесте двојност одлука о повећању основног капитала и искључењу права пречег уписа. У вези с тим, већ на овом месту намеће се питање шта значи спровођење одлуке о искључењу права пречег уписа? Наиме, спровођење одлуке о искључењу права пречег уписа везано је за спровођење одлуке о повећању основног капитала. Уколико се не спречи спровођење одлуке о повећању основног капитала код којег је потпуно или делимично искључено право пречег уписа, успешним побијањем одлуке о искључењу права пречег уписа не спречава се спровођење одлуке о повећању основног капитала јер је посебан основ побијања овде везан искључиво за одлуку о искључењу права пречег уписа а не и одлуку о повећању основног капитала. Због овакве омашке писца закона, који је уместо одлуке о повећању основног капитала чији би интегрални део требало да буде одлука о искључењу права пречег уписа установио постојање две одлуке, акционар који подноси тужбу ради побијања одлуке о искључењу права пречег уписа може једино да покуша да привременом мером тражи да се спречи спровођење одлуке о повећању основног капитала до окончања спора који се односи на побијање одлуке о искључењу права пречег уписа.<sup>35</sup> Надлежни суд на захтев тужиоца може да одреди привремену меру забране извршења, односно регистрације повећања основног капитала. На захтев лица које је поднело тужбу за побијање одлуке региструје се забележба спора у складу са Законом о поступку регистрације у Агенцији за привредне регистре.<sup>36</sup>

### *3.1.3. Одлука о искључењу права пречег уписа*

Одлуку о искључењу права пречег уписа акционара може донети искључиво скупштина акционарског друштва. Одлуку о искљу-

<sup>34</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 4. у вези са чл. 376.

<sup>35</sup> О правима акционара и њиховом активизму у реализацији њихових права видети опширније код Van der Elst Christoph, „Shareholder rights and shareholder activism: The role of the general meeting of shareholders,, „*Анали Правног факултета у Београду*, бр. 3/2012, 39–64.

<sup>36</sup> Закон о поступку регистрације у Агенцији за привредне регистре, *Службени гласник РС*, бр. 11/11.

чењу права пречег уписа не може донети неки други орган друштва. Чак и када одбор директора, односно надзорни одбор ако је управљање друштвом дводомно, има овлашћење да издаје одобрене акције, одлуку о искључењу права пречег уписа и тада мора донети скупштина акционарског друштва.<sup>37</sup>

Одлуку о искључењу права пречег уписа доноси скупштина трочетвртинском већином гласова присутних акционара.<sup>38</sup> Реч је о императивној одредби, па није могуће статутом предвидети мању већину за доношење те одлуке. Сматрамо да је статутом допуштено утврдити само већу већину (нпр. трочетвртинску већину гласова од укупног броја акција с правом гласа).

Проблем који смо помињали раније је што ЗПД предвиђа постојање две одвојене одлуке: одлуку о повећању основног капитала и одлуку о искључењу права пречег уписа. Одлука о искључењу права пречег уписа треба да буде саставни и неодвојиви део одлуке о повећању основног капитала.<sup>39</sup> Тако би у случају мањкавости искључења права пречег уписа због недостатака формалноправних и, или материјалноправних услова искључења целокупна одлука скупштине о повећању основног капитала могла бити предмет побијања. Делимично побијање не би било могуће. Према постојећем решењу побијање посебне одлуке о искључењу права пречег уписа нема смисла уколико тиме није могуће спречити спровођење повећања основног капитала по одлуци о повећању основног капитала која би засебно могла бити правно перфектна (нпр. у складу са законом и статутом<sup>40</sup>). То што је према ЗПД за повећање основног капитала довољна обична већина гласова присутних акционара, а за искључење права пречег уписа трочетвртинска већина гласова присутних акционара, никако не спречава могућност законског решења према којем би искључење права пречег уписа било саставни део одлуке о повећању основног капитала. Тада би једино била потребна трочетвртинска већина гласова присутних акционара за доношење конкретне одлуке о повећању основног капитала којом би било обухваћено искључење права пречег уписа.

Коначно, треба имати на уму да је право пречег уписа опште чланско право. Оно је апстрактно све до доношења одлуке о повећању основног капитала када оно постаје конкретно право на упис акција нове емисије. С обзиром на то да оно настаје као конкретно право тек доношењем одлуке о повећању основног капита-

<sup>37</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 6.

<sup>38</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 2.

<sup>39</sup> Uwe Hüffer, *Beckische kurzkommentare Aktiengesetz*, 6. neuarbeitete Auflage, München 2004, 922.

<sup>40</sup> Вид. ЗПД, чл. 376, ст. 1, тач. 4.

ла, оно пре доношења такве одлуке не може бити претходно (лат. *ex ante*) искључено, тј. не може бити искључено за емисију за коју одлука о повећању основног капитала тек треба да буде донета. У домаћој пракси се понекад среће апсурдна ситуација у којој се, додуше на истој скупштини, прво донесе одлука о искључењу права пречег уписа које још није настало, па се после тога доноси одлука о повећању основног ка

### 3.2. Право ЕУ и упоредно право

Формални предуслови искључења права пречег стицања су изричито предвиђени националним Законима о привредним или акционарским друштвима. Материја права пречег стицања, па и евентуалног његовог искључења регулисана је у члану 29 Друге компанијске директиве ЕУ.<sup>41</sup>

Анализирајући неколико националних закона<sup>42</sup> учили смо пет уобичајених формалноправних услова за искључење овог права. То су следећи формалноправни услови:

- а) искључење права пречег стицања може бити извршено искључиво одлуком генералне скупштине акционарског друштва;
- б) одлука о искључењу мора бити саставни део одлуке о повећању основног капитала;
- в) наведена одлука мора бити донета прописаном већином;
- г) намера о искључењу мора бити прописно унапред објављена,
- д) извештај управног одбора о материјалној оправданости искључења мора да постоји.

---

<sup>41</sup> Друга директива Савета 77/91/ЕЕЦ о координацији заштитних мера намењених заштити интереса чланова и осталих у погледу формирања отворених акционарских друштава и одржавању капитала и променама на капиталу, с циљем изједначавања тих заштитних мера (даље у тексту и фуснотама: Друга компанијска директива ЕУ).

<sup>42</sup> Извршили смо упоређивање немачког, швајцарског Закона о акционарским друштвима, као и хрватског Закона о трговачким друштвима. О искључењу права пречег уписа у наведеним правним системима вид. опширније код Peter Böckli, *Schweizer Aktienrecht mit Fusionsgesetz, Internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IFRS, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht und Corporate Governance*, 3. Auflage, Zürich-Basel-Genf, 2004 за швајцарско право, Wymeersch, Eddy. „Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Gemeinschaft: eine rechtsvergleichende Untersuchung.“ *Die Aktiengesellschaft*, 8 /1998, 382–395, Hofmeister, Holger. „Der Ausschluss des aktienrechtlichen Bezugsrechts bei börsennotierten AG. Konsequenzen aus BGHZ 136, 133 ff.“ *Siemens/Nold–, NZG* 713 (2000) за немачко право.

С обзиром на то да обим овог чланка не допушта анализу свих наведених формалних услова, те да су једни искључиво техничког карактера (нпр. начин објављивања намере искључења), док су други израз одређене правне политике (нпр. питање прописане већине за доношење поменуте одлуке), предмет наше анализе биће само неки од њих.

Најпре, Друга компанијска директива ЕУ предвиђа да право пречег стицања може бити искључено само одлуком генералне скупштине акционарског друштва.<sup>43</sup> Једини изузетак може да постоји у случају тзв. овлашћеног повећања основног капитала (код нас одобрени капитал<sup>44</sup>), када искључење може бити учињено одлуком одбора директора по процедури и овлашћењу добијеном од генералне скупштине акционарског друштва. ЗПД из 2011. године предвиђа исто правило за разлику од ЗПД из 2004. године који није био у складу с поменутим директивом. Закон који је важио пре доношења ЗПД из 2011. године предвиђао је да право може бити укинута или ограничено не само одлуком генералне скупштине друштва, већ и оснивачким актом и статутом. То значи да је код нас ово право било установљено као законско диспозитивно право.

Добро је што је такво решење напуштено јер је на такав начин право пречег уписа релативно лако могло бити искључено и то генерално за све будуће случајеве (док су наведени акти на снази), а не само за конкретан случај повећања основног капитала, када за тако нешто, морају бити испуњени строги услови.

Друго, иако се то у Другој компанијског директиви ЕУ изричито не помиње, упоредноправна решења предвиђају да одлука о искључењу мора бити саставни део одлуке о повећању основног капитала. Аргументи у прилог таквом законском решењу изнети су у претходном наслову. ЗПД, међутим, као што је већ поменуто одваја одлуку о искључењу права пречег уписа од одлуке о повећању основног капитала.

Коначно, Друга компанијска директива ЕУ, а у складу с њом и анализирана упоредно– правна решења предвиђају обавезно постојање извештаја одбора директора у којем се наводе разлози ограничења (делимичног искључења), односно искључења права пречег уписа и детаљно образложење предложене емисионе цене. Према нашем ЗПД овај извештај је саставни део предлога који одбор директора односно надзорни одбор у случају дводомног управљања упућује скупштини ради доношења одлуке о искључењу права пречег уписа.<sup>45</sup> Предлог, такође, обавезно мора да садржи разлоге

---

<sup>43</sup> Вид. Другу компанијску директиву ЕУ, чл. 29, ст.4.

<sup>44</sup> Вид. ЗПД, чл. 313.

<sup>45</sup> Вид. ЗПД, чл. 278. ст.

ограничења (делимичног искључења), односно искључења права пречег уписа и детаљно образложење предложене емисионе цене о чему је било речи у посебном поднаслову.<sup>46</sup>

#### 4. ЗАКЉУЧАК

У праву Републике Србије формалноправни услови искључења права пречег уписа предвиђени су у ЗПД. Постоји неколико лоших решења.

Прво, давање могућности за искључење права пречег уписа само код понуда код којих објава проспекта није обавезна није логично. Норме о изузецима од обавезе објављивања проспекта из члана 12 ЗТК имају потпуно другачији циљ. Изузеци су прописани јер се пошло од претпоставке да ни у једном од наведених случајева информисање потенцијалних улагача путем проспекта није неопходно. Поред тога постоје изузеци (ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 6–9) који се примењују када се право пречег уписа свакако не може вршити. С друге стране, за искључење права пречег уписа треба да постоји материјална оправданост таквог поступка која није ни у каквој вези с тим да ли приликом упућивања понуде постоји обавеза објављивања проспекта. Генерално посматрано материјална оправданост постоји ако се искључење базира на интересу акционарског друштва. При томе интерес треба да служи унапређењу економске активности тог друштва и да при томе буде већи од интереса било ког или поједине групе акционара. У случају понуде код које постоји обавеза објављивања проспекта теже је доказати оправданост искључења права пречег уписа, али се таква оправданост не може *a priori* искључити. Према ЗПД, међутим, искључење права пречег уписа није допуштено у случају понуде код које је обавезна објава проспекта.

Друго, ЗПД предвиђа постојање две одвојене одлуке: одлуку о повећању основног капитала и одлуку о искључењу права пречег уписа. Одлука о искључењу права пречег уписа треба да буде саставни и неодвојиви део одлуке о повећању основног капитала. Тако би у случају мањкавости искључења права пречег уписа због недостатка формалноправних и, или материјалноправних услова искључења целокупна одлука скупштине о повећању основног капитала могла бити предмет побијања. Делимично побијање не би било могуће. Према постојећем решењу побијање посебне одлуке о искључењу права пречег уписа нема смисла уколико тиме није могуће спречити спровођење одлуке о повећању основног капитала која би засеб-

---

<sup>46</sup> Вид. ЗПД, чл. 278, ст. 1.

но могла бити правно перфектна. Тренутно решење битно смањује могућност заштите интереса „старих“ акционара.

Треће, у раду је указано и на извесне слабости ЗПД у вези с одредбама које предвиђају посебан основ за побијање одлуке о искључењу права пречег уписа у случају када су акционари незадовољни емисионом вредношћу акција.

Dr Vladimir Marjanski

Assistant Professor

University of Novi Sad, Faculty of Law

## FORMAL REQUIREMENTS FOR EXCLUSION OF THE PREFERENTIAL RIGHT TO SHARES

### *Summary*

A preferential subscription right to shares is a subjective property right of a shareholder based on which he or she has a preferential right of subscription to shares from a new issue in proportion to the number of fully paid-in shares of that class he or she holds on the date of adoption of the decision on issuing of shares compared with the total number of shares of that class. However, this right of a shareholder can be completely or partially excluded, if formal and substantial requirements for such exclusion are met. This paper focuses primarily on analysis of formal requirements for exclusion envisaged by the Serbian Law on Companies with a brief review of EU law and comparative law. According to the Serbian Law on Companies, there are three formal requirements for exclusion of a preferential subscription right: 1. shares are issued through the offer for which there is no obligation to publish a prospectus; 2. there is a written proposal for exclusion from the Board of Directors, or of the Supervisory Board if a company has a two-tier management system; 3. the exclusion is based on a decision of the General Meeting of the Joint-stock company. With regards formal requirements, the paper concentrates on several weaknesses of the Serbian Law on Companies which considerably undermine the position of the so-called small shareholders.

Key words: *Shares. – Shareholders. – Preferential subscription right to shares from a new issue. – Exclusion of a preferential subscription right. – Decision of the General Meeting of the Joint-stock company.*