

Др Мирко Васиљевић*

Др Вук Радовић, LL.M. (University of Pittsburgh)**

ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ ПРАВА НЕСАГЛАСНИХ АКЦИОНАРА***

Право несагласних акционара представља контроверзан институт права акционарских друштава, због чега га прихвата релативно мали број држава. У овом раду аутори прво анализирају циљеве који се желе постићи увођењем института права несагласних акционара. У том погледу, прво су приказана традиционална, а након тога и модерна објашњења за увођење, односно задржавање тог института. У другом делу рада се право несагласних акционара посматра критички, и то преваходно из угла проблема које ствара акционарском друштву. Након тога је идентификовано и неколико потенцијалних узрочника неефикасности коришћења тог права. Сагледавање предности и недостатака права несагласних акционара је посебно значајно за Србију како би се извео закључак о томе у којој мери су наша решења усклађена са основним постулатима на којима тај институт треба да почива.

Кључне речи: *Акционарско друштво. – Акционар. – Право мањинских акционара. – Фундаментална корпоративна промена.*

* Аутор је редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду, vasko@ius.bg.ac.rs

** Аутор је ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду, vuk@ius.bg.ac.rs

*** Рад је настао као резултат рада на пројекту *Идентитетски преображај Србије* (2017), чији је носилац Правни факултет Универзитета у Београду.

1. ЦИЉЕВИ ПРАВА НЕСАГЛАСНИХ АКЦИОНАРА

Данас је у страниој теорији компанијског права спорно који су циљеви увођења права несагласних акционара.¹ Недоумице у погледу прецизног одређења сврхе тог института, а по некима и немогућности да се у модерним околностима она утврди, представљају Ахилу пету,² која прети да доведе или до укидања тог права или до прихватања различитих варијација у његовом законском уобличењу. За Србију је одговор на то питање веома значајан из најмање два угла: прво, на основу њега се може извести закључак о оправданости задржавања тог института, односно потреби његовог брисања из позитивног права,³ и друго, за случај да се утврди да се тим институтом остварују легитимни и општекорисни циљеви, неопходно је анализирати у којој мери је српска регулатива адекватна и усклађена са вредностима које тај институт треба да промовише.⁴

1.1. Традиционална објашњења – накнада за губитак права вета и отклањање приговора неуставности

Историјски посматрано, право несагласних акционара је настало у праву Сједињених Америчких Држава у веома специфичним околностима. Наиме, изворно су компаније осниване одлуком државе. Њихов оснивачки акт је представљао не само уговор између државе и компаније, већ и уговор између свих акционара.⁵ Одатле се изводио закључак да се права акционара нису могла променити ни на други начин ограничити ако се са тим нису сагласили сви акционари.⁶ Фактички посматрано, сваки акционар је имао право вета на

¹ Barry M. Wertheimer, „The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy“, *Tennessee Law Review* 65/1998, 661–662.

² Упор. Mary Siegel, „An Appraisal of the Model Business Corporation Act’s Appraisal Rights Provisions“, *Law and Contemporary Problems* 74/2011, 85.

³ За позитивноправну српску регулативу права несагласних акционара вид. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон и 5/2015, чл. 474–477.

⁴ За критику српских решења више вид. Мирко Васиљевић, „Привреда и судска и арбитражна пракса“, *Право и привреда* 4–6/2017, 34–36; Вук Радовић, „Услови за остваривање права несагласних акционара“, *Право и привреда* 4–6/2017, 49–70; Јована Величковић, „Права несагласних акционара – досадашња искуства у пракси“, *Право и привреда* 4–6/2017, 158–178.

⁵ Norman D. Lattin, „Minority and Dissenting Shareholders’ Rights in Fundamental Changes“, *Law and Contemporary Problems* 23(2)/1958, 307; William J. Carney, „Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes“, *American Bar Foundation Research Journal* 1/1980, 78; Elliott J. Weiss, „The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective“, *New York University Law Review* 56/1981, 627; B. M. Wertheimer, 664.

⁶ W. J. Carney, 78; B. M. Wertheimer, 664.

сваку одлуку којом се предлаже нека фундаментална корпоративна промена.⁷ Према томе, за одлуке попут спајања, припајања, промене оснивачког акта, продаје целокупне имовине друштва и сл. увек се захтевала једногласност.⁸ Било је то време владавине теорије стечених права у компанијском праву,⁹ у којој су се акционарска друштва више посматрала кроз призму ортаклука.¹⁰

Временом се показало да је такво решење неодрживо. Услов једногласности је представљао препреку за развој привредних друштава јер је спречавао благовремену и адекватну реакцију на промењене околности у привредном амбијенту.¹¹ На тај начин се наносила штета не само компанији, него и друштву у целини. Воља једног акционара, ма колико ситног и у економском смислу ирелевантног, могла је да буде одлучујућа да се не усвоји нека одлука, без обзира на то што је корисна за привредно друштво и што је подржавају сви други акционари.¹² Како у великим акционарским друштвима готово да није могуће обезбедити подршку сваког акционара, то значи да су крупне корпоративне промене представљале само теоријску могућност.¹³ Већински акционари су у том погледу били немоћни. Због тога и не чуди што је такво правило било све учесталије критиковано, и то не само због тога што представља кочницу прогреса, већ и да је неправично и противно општем интересу.¹⁴ Као одговор, компанијско право је принцип једногласности заменило принципом већинског одлучивања, при чему се по правилу

⁷ William F. Looney, Jr., „Dissenting Minority Stockholder’s Right of Appraisal“, *Boston College Industrial and Commercial Law Review* 4/1962, 85; Joseph Eliot Magnet, „Shareholders’ Appraisal Rights in Canada“, *Ottawa Law Review* 11/1979, 100; David Cohen, „Valuation in the Context of Share Appraisal“, *Emory Law Journal* 34/1985, 119; Mary Siegel, „Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century“, *Harvard Journal of Legislation* 32/1995, 86; George S. Geis, „An Appraisal Puzzle“, *Northwestern University Law Review* 105/2011, 1642.

⁸ J. Steven Rogers, „The Dissenting Shareholder’s Appraisal Remedy“, *Oklahoma Law Review* 30/1977, 629. Једина могућност да се заобиђе услов једногласности је била сагласност државе. Вид. N. D. Lattin, 308. У теорији се сматра да је увођење сагласности државе за промену оснивачког акта акционарског друштва био први корак ка ерозији принципа једногласности. Вид. M. Siegel (1995), 86.

⁹ E. J. Weiss, 626; Michael R. Schwenk, „Valuation Problems in the Appraisal Remedy“, *Cardozo Law Review* 16/1994, 653.

¹⁰ J. E. Magnet, 100. Упор. M. R. Schwenk, 653.

¹¹ Robert B. Thompson, „Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law“, *Georgetown Law Review* 84/1995, 13; James D. Cox, Thomas Lee Hazen, F. Hodge O’Neal, *Corporations*, Aspen Law & Business, New York 1997, 595; B. M. Wertheimer, 664.

¹² Економским речником, овде је био изражен тзв. *hold-out* проблем. Вид. G. S. Geis, 1642. Упор. M. R. Schwenk, 654.

¹³ Упор W. F. Looney, Jr., 85.

¹⁴ Више вид. W. J. Carney, 79–82. Упор. J. S. Rogers, 630.

захтевало да већина за фундаменталне одлуке буде квалификована.¹⁵ Тако је спречена „тиранија мањине над већином“, али је омогућена „тиранија већине над мањином“.

Промене у компанијском праву су за последицу имале увођење права несагласних акционара. Тим правом се акционарима компензује губитак права вета који су до тада имали.¹⁶ Поједини акционар више нема право да спречи фундаменталну корпоративну промену коју подржава већина, али зато има право да иступи из друштва уз обавезу друштва да му накнади вредност његових акција. То је традиционално објашњење којим је правдано увођење института права несагласних акционара, које је у том тренутку одговарало стварности.¹⁷

У том периоду је најпроблематичније било оправдати правне последице статусне промене припајања, услед којих акционарима друштва припојеника (друштва преносиоца) престаје то својство, а они постају акционари друштва припојеоца (друштва стицаоца). Имајући у виду да се та одлука доноси квалификованом већином, мањински акционар припојеника може постати акционар припојеоца против своје воље.¹⁸ Да ли је такав исход у складу са основним постулатима права својине? Ако је једно лице уложило капитал у куповину акција друштва А, може ли га воља већине натерати на постане акционар друштва Б? У стварном праву је незамисливо да једно лице, које има право својине на компјутеру, буде приморано да се одрекне својине на компјутеру у корист својине на музичком стубу. Могуће је да се то лице убеди да прода свој компјутер или да га размени за музички стуб, али није могуће да се оно принуди на размену. Традиционално компанијско право је на сличан начин посматрало право својине на акцијама и право својине на другим стварима и правима, те као што није била дозвољена размена ствари без сагласности власника, тако није била дозвољена ни принудна размена акција.¹⁹ Право несагласних акционара је фаворизовало право својине у односу на већинско одлучивање, односно примат је давало индивидуалним спрам колективних вредности.²⁰ Имајући у виду да су уставни

¹⁵ G. S. Geis, 1642; M. Siegel (1995), 93. Наравно, акционарска друштва имају опцију да се интерним актима врате на принцип једногласности, што је замисливо само у друштвима са малим бројем акционара. Вид. M. Siegel (1995), 93.

¹⁶ Hideki Kanda, Saul Levmore, „The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law“, *UCLA Law Review* 32/1985, 434; M. Siegel (2011), 93–94.

¹⁷ О неадекватности тог објашњења у модерним условима више вид. M. Siegel (1995), 93–94.

¹⁸ На тај начин је акционар натеран да инвестира у ново друштво. Вид. Peter V. Letsou, „The Role of Appraisal in Corporate Law“, *Boston College Law Review* 39/1998, 1122.

¹⁹ Више вид. Bayless Manning, „The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker“, *Yale Law Journal* 72/1962, 246.

²⁰ Упор. J. E. Magnet, 102.

садржали, а и данас садрже, попис фундаменталних правних начела, међу којима посебно место заузима и јемчење мирног уживања својине и других имовинских права стечених на основу закона, не чуди што је постојало још једно историјско објашњење давања тог права акционарима – обезбеђивање уставности законских одредаба које су омогућавале доношење одлука према већинском принципу.²¹

1.2. Модерна схватања

Данас је већински принцип у компанијском праву неприкосновен,²² те објашњавати институт права несагласних акционара као противнакнаду за губитак права вета или као модус за отклањање приговора неуставности више нема никаквог оправдања.²³ Због тога је за опстанак тог института неопходно пронаћи модерна објашњења, која би оправдала његово задржавање у правним системима.

Основно начелно оправдање за права несагласних акционара проналази се у потреби заштите мањинских акционара.²⁴ Ако је увођење већинског одлучивања за доношење фундаменталних одлука требало да заштити већину од мањине, гарантовање права несагласним акционарима требало је да заштити мањину од већине. У том погледу се то право и посматра као део корпуса права мањинских акционара,²⁵ а тиме и као начин умањења другог агенцијског проблема.²⁶ Тим институтом треба да се успостави баланс између права већинског акционара да реорганизује акционарско друштво и права мањинских акционара који се са том променом не слажу.²⁷

Права несагласних акционара треба да остваре тзв. накнадну правичност. Наиме, њима се мањинским акционарима омогућава да „напусте брод онда када га је господар усмерио у другом правцу“.²⁸

²¹ B. Manning, 246; J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O’Neal, 596.

²² О принципу већине у праву акционарских друштава више вид. Мирко С. Васиљевић, *Компанијско право – право привредних друштава*, Удружење правника у привреди Републике Србије, Београд 2015⁹, 303–304.

²³ Упор. М. Siegel (2011), 94; J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O’Neal, 595.

²⁴ Н. Kanda, S. Levmore, 434; М. Siegel (1995), 97; J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O’Neal, 596; Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge – London 1996, 145.

²⁵ М. С. Васиљевић (2015), 307–309.

²⁶ Вук Радовић, „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, *Корпоративно управљање – зборник радова* (ур. Мирко Васиљевић, Вук Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008, 255–256; Мирко Васиљевић, „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2009, 20–21.

²⁷ Alfred F. Conard, „Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters’ Rights (Section 73, 74, 80, and 81)“, *The Business Lawyer* 33/1978, 2592.

²⁸ Н. Kanda, S. Levmore, 431.

Акционар је имао у виду једну „дестинацију“ и са том идејом је уложио капитал. Променом дестинације су изневерена основана очекивања акционара. На тај начин се спречава да се мањински акционари „приморају да учествују у драстично промењеном предузећу, у које они више немају поверење“.²⁹ У односу на традиционално схватање права на акцијама као права својине, новија схватања све мање посматрају акционара као власника, а све више као инвеститора. Инвестирањем у одређени пословни подухват акционар *implicite* прихвата да његова инвестиција следи правну судбину тог подухвата, што, између осталог, обухвата и могућности промене његовог права на акцијама, односно права која произлазе из акција. На тај начин схваћено, право несагласних акционара се може оправдати само у случајевима најкрупнијих корпоративних промена.

Један од најчешће истицаних аргумената у прилог увођења права несагласних акционара јесте обезбеђивање ликвидности.³⁰ Може се десити да након спровођења одлуке већине мањински акционари више не могу да продају своје акције, тј. њихова инвестиција постаје неликвидна. Тај аргумент је посебно снажан када је реч о нејавним друштвима. Управо због тога није ретко да се акционарска друштва, чијим се акцијама тргује на регулисаном држишту, изузимају од примене института права несагласних акционара.³¹ У праву САД аргумент ликвидности се сматра историјским аргументом јер се данас готово сва спајања остварују у форми тзв. готовинских спајања, при чему већински акционар спајање користи као механизам за истискивање мањинских акционара.³² Код готовинских спајања се не може говорити о проблему ликвидности јер мањински акционари добијају најликвиднија средства. Но, за разлику од америчког права, српско право не дозвољава готовинска спајања, што значи да се код нас аргумент ликвидности може користити у сврхе правдања задржавања института права несагласних акционара.

Професор Денијел Фишел (*Daniel Fischel*) развио је теорију присвајања богатства као начин модерног објашњења тог права акционара.³³ Према тој теорији, цена која се мора платити несаглас-

²⁹ Melvin Aron Eisenberg, „The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking“, *California Law Review* 57(1)/1969, 80.

³⁰ R. V. Thompson, 11; B. M. Wertheimer, 662 и 681; М. Васиљевић (2009), 21.

³¹ Више вид. М. Siegel (1995), 96–97.

³² Та врста спајања се остварује тако што се акционарско друштво припаја свом зависном друштву, при чему већински акционар добија акције у зависном друштву, док мањински акционари добијају одређени износ новца у замену за акције. Вид. Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations*, West Group, St. Paul, Minn. 2000⁵, 621–622.

³³ Више вид. Daniel R. Fischel, „The Appraisal Remedy in Corporate Law“, *American Bar Foundation Research Journal* 8(4)/1983, 875–902.

ним акционарима гаранција је да већински акционари неће покушавати да присвоје богатство које припада мањинским акционарима, већ да ће приликом предлагања крупних промена у друштву имати у виду првенствено максимизирање вредности друштва. На тај начин посматрано, право несагласних акционара смањује вероватноћу корпоративних промена које воде умањивању вредности. Професор Фишел то право разуме као прећутну одредбу оснивачког акта акционарског друштва која претпоставља да се скупштинском одлуком увећава вредност свих акција. За разлику од већине аутора, који су до тада право несагласних акционара сагледавали у *ex post* перспективи, тј. након најаве корпоративне промене, Фишел се фокусира на улогу тог права *ex ante*, тј. пре најаве корпоративне промене. Такође, он то право не посматра само из угла мањинских (несагласних) акционара, већ из угла свих акционара.

Професори Хидеки Канда (*Hideki Kanda*) и Саул Левмор (*Saul Levmore*) развили су три објашњења права несагласних акционара.³⁴ Прво објашњење је познато под називом „инфрамаргиналност“ (*inframarginality*). Оно се везује за чињенице да акционари различито вреднују своје акције и да тржишна цена може бити испод просечне цене коју акционари приписују својим акцијама. Из тога Канда и Левмор закључују да правична цена која се плаћа несагласним акционарима може да заштити инфрамаргиналне процене акционара. Основни проблем овог објашњења је у томе што није јасно због чега законодавац треба да заштити те процене и на који начин би се одредила цена акција која уважава различите инфрамаргиналне процене. За друго објашњење професори Канда и Левмор користе термин *reckoning*, који би се могао превести као утврђивање, процена, израчунавање и сл. Превасходно се мисли на потребу акционара да врше надзор над радом чланова управе. Процена учинка је посебно значајна у случају када друштво намерава да предузме значајне корпоративне промене јер тада наступа конфузија у поступку надзора. Управно гарантовање права несагласних акционара представља институт који омогућава да се изврши евалуација претходног учинка, која ће представљати основ за будућу евалуацију. Коначно, треће и најзначајније објашњење које нуде професори Канда и Левмор, тиче се поступка откривања информација (*discovery*). Чињеница је да интереси чланова управе и акционара никада нису потпуно усклађени, а фундаменталне корпоративне промене управо наглашавају ту разлику. Оне креирају амбијент у коме је већи потенцијал за преварно и незаконито поступање чланова управе. Уместо да преговарају са циљем да обезбеде што повољније услове за своје акционаре, чланови управе ће у значајном броју случајева водити рачуна доминантно о својим интересима (задржавање постојећих позиција, обећање ви-

³⁴ Више вид. Н. Kanda, S. Levmore, 429–473.

соких накнада и слично). Тако посматрано, право насагласних акционара представља инструмент путем кога акционари могу да открију разне видове преварног поступања чланова управе, нарочито у вези са правним послом који иницира настанак овог права. Том логиком се закључује да право несагласних акционара треба обезбедити у свим ситуацијама када постоји разлог за забринутост да чланови управе неће водити рачуна о интересима акционара и када они имају информације о скривеним вредностима друштва (на пример, будућим приликама друштва).³⁵ Могућност откривања информација у поступку који иницирају несагласни акционари остварује значајно превентивно дејство, те смањује вероватноћу преварног поступања директора. Једним делом, тај аргумент своди право несагласних акционара на механизам додатне контроле правних радњи у којима постоји лични интерес чланова управе.³⁶ У српском праву, приказани аргумент нема велики значај јер су ограничене могућности спровођења поступка откривања информација у поступку утврђивања вредности правичне цене.³⁷

Основно ограничење три објашњења која су развили професори Канда и Левмор тиче се чињенице да су они пошли од конкретних законских решења у америчким државама, те су претпоставили да садржина закона треба да одговара сврси тог института. Према томе, они се нису бавили теоријским моделом тог института већ су полазили од примењених правила, због чега су и њихови закључци били у теорији критиковани.³⁸ Но, без обзира на бројна ограничења, стављање нагласка на превенцију представља значајан допринос тих аутора.

Правило је да мањински акционари, због малог учешћа у основном капиталу, немају довољно подстицаја да врше надзор над радом управе, за разлику од већинских акционара, чији значајни економски интереси повезани са друштвом оправдавају већи ангажман у вршењу контроле. Институт права несагласних акционара је у том погледу особен јер подстиче све акционаре да врше надзор над радом управе, тј. да посебно пажљиво преиспитују предлоге управе у правцу спровођења фундаменталних корпоративних промена. Економско објашњење за то треба тражити у непостојању проблема слепог путника јер се у праву несагласних акционара један акционар не може користити надзором који врше други акционари.³⁹ Сваки ак-

³⁵ Н. Kanda, S. Levmore, 460.

³⁶ J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O'Neal, 596.

³⁷ Сличан закључак важи и за јапанско право. Више вид. Alan K. Koh, „Appraising Japan's Appraisal Remedy“, *American Journal of Comparative Law* 62/2014, 448–449.

³⁸ Више вид. P. V. Letsou, 1130–1137; B. M. Wertheimer, 670–672.

³⁹ A. K. Koh, 456.

ционар који жели да користи то право мора претходно да испуни одређене процесне услове, који претпостављају самосталну анализу последица предложене корпоративне промене. Поступци које воде несагласни акционари су индивидуалног карактера и везују се само за однос друштва и конкретног акционара. Осим контроле коју врше несагласни акционари, значајно је поменути и контролу коју врше сагласни акционари. Институт права несагласних акционара подстиче већинске акционаре да сагледају све ефекте предложене промене како се не би десило да коришћење права на излазак из друштва буде противно њиховим интересима.⁴⁰ Из реченог се може закључити да је аспект контроле, односно надзора свих акционара над радом чланова управе интегрални део института права несагласних акционара. Коначно, ризик да ће велики број акционара користити право на излазак подстиче чланове управе да предлажу корпоративне промене које би биле у интересу свих акционара.⁴¹ На тај начин се, због умрежених интереса несагласних акционара, сагласних акционара и чланова управе, гарантује својеврсна трострука контрола, која треба да обезбеди да фундаменталне промене у акционарском друштву стварају вредност за све акционаре.⁴²

Професор Питер Летсоу (*Peter Letsou*), преиспитујући улогу права несагласних акционара у праву акционарских друштава, развио је „теорију помирења преференци“ (енгл. *preference reconciliation theory*) којом тај институт посматра као модалитет помирења различитих интереса акционара.⁴³ Потреба за помирењем се јавља само у оним случајевима када долази до промене ризика повезаних са поседовањем акција у одређеном акционарском друштву. Како акционари имају различите преференце у односу на ризике, право несагласних акционара умањује конфликте између акционара у ситуацијама када друштво усвоји одлуку којом иницира корпоративну промену која може довести до тога да акцијски капитал буде мање или више ризичан.

Право несагласних акционара се може посматрати и као сигурносна кочница која каналише незадовољство мањинских акционара, тако да оно не утиче на спровођење фундаменталних корпоративних промена.⁴⁴ Ако акционари знају да имају право на излазак из друштва уз исплату правичне цене, они ће бити много мање заинтересовани да оспоравају промену другим правним средствима. Из тог угла посматрано, тај институт може имати подстицајан ефекат

⁴⁰ A. K. Koh, 457.

⁴¹ Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, West Group, St. Paul, Minn. 2000, 649.

⁴² F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, 145.

⁴³ Више вид. P. V. Letsou, 1121–1174.

⁴⁴ J. D. Cox, T. L. Hazen, F. H. O’Neal, 596.

на спровођење корпоративних реструктурирања. Такође, имајући у виду да право несагласних акционара умањује значај коришћења других права, не чуди да многа законодавства уводе принцип ексклузивитета, који акционарима који се одреде за излазак из друштва онемогућава да користе права којима могу да оспоравају корпоративну промену.

Потреба за увођењем института права несагласних акционара у значајној мери произлази из доступности и ефикасности других правних средстава која стоје на располагању акционарима. Правни системи који нуде бројне могућности мањинским акционарима да оспоравају фундаменталне корпоративне промене по различитим основама немају потребу за тим институтом, односно она је мање изражена. Сагледавањем српских компанијских решења може се констатовати да је заштита мањинских акционара недовољна јер ће се у многим случајевима она свести на право на побијање скупштинске одлуке. Отуда, посматрано из угла корпуса права мањинских акционара, право несагласних акционара, макар у одређеном опсегу, има оправдања у правним системима попут српског.⁴⁵

Приказ лезе модерних објашњења института права несагласних акционара не значи да постоји нужност опредељивања за конкретан *ratio*. Напротив, тај институт, због своје законодавне полиморфности, може и треба да остварује више циљева у једном правном систему.⁴⁶ Такође, имајући у виду разнолика упоредна решења, може се очекивати да се циљеви права несагласних акционара у правним системима значајно разликују.

2. КРИТИЧКИ ПОГЛЕД

Право несагласних акционара се у теорији често критикује као реликт прошлости, који нема оправдања у новим друштвено-економским околностима. Професор Менинг, најоштрији противник тог института у САД, пореди га са египатским пирамидама, које су саграђене са идејом величања одређених вредности, које су се у међувремену промениле.⁴⁷

Из угла привредног друштва могу се навести два основна проблема која су последица гарантовања тог права несагласним акционарима. Први проблем се везује за околност да друштво има обавезу

⁴⁵ Исти закључак се изводи и за јапанско право. Више вид. А. К. Кох, 454–456.

⁴⁶ Неки аутори га због тога фигуративно пореде са мултифункционалним швајцарским војним ножем. Вид. А. К. Кох, 458.

⁴⁷ В. Manning, 246.

да исплати правичну вредност акционарима који не желе изгласану корпоративну промену. Практично посматрано, сваки несагласни акционар који оптира за коришћење тог права има право на накнаду. Збир свих тих права акционара представља укупну новчану обавезу друштва. Контрадикторно је да право које треба да обезбеди ликвидност за акционаре има супротан ефекат на друштво. Чак и када то право користи низак проценат акционара, за друштво могу наступити велики проблеми са ликвидношћу. Све то је појачано чињеницом да су акционарском друштву непосредно након спровођења фундаменталне корпоративне промене, по правилу, потребна ликвидна средства, а баш тада се активира право акционара које та средства може потпуно да исцрпи.⁴⁸

Из наведеног се изводи закључак да акционарско друштво које планира фундаменталну корпоративну промену мора да поседује ликвидна средства, која би служила за измирење антиципираних обавеза исплате правичне накнаде несагласним акционарима. Обавеза обезбеђивања перманентне финансијске ликвидности карактеристика је отворених инвестиционих фондова, али не и акционарских друштава. Перманентна ликвидност отворених инвестиционих фондова последица је законске обавезе те специфичне категорије привредних субјеката да откупљују инвестиционе јединице од чланова фонда, и то у кратком року од дана поношења захтева за откуп.⁴⁹ Да би могли да одговоре тој својој обавези, законом су уведена ограничења улагања имовине отвореног инвестиционог фонда (на пример, фонд не може да улаже у непокретности, уделе у друштвима са ограниченом одговорношћу или акције којима се не тргује на организованом тржишту).⁵⁰ Тражити од акционарских друштава да обезбеде висок ниво ликвидности значи захтевати од њих да послују као отворени инвестициони фондови, што ће у великом броју случајева бити или немогуће или економски нерационално.⁵¹

У модерним компанијским правима се за доношење скупштинске одлуке о фундаменталној корпоративној промени, по правилу, захтева нека квалификована релативна већина. Ублажавање проблема неликвидности, које може изазвати коришћење права на излазак великог броја несагласних акционара, могуће је поштравањем услова за доношење тих скупштинских одлука. То се може постићи условом да за одлуку мора да гласа већи проценат присутних акционара (на пример, да се уместо дворећинске већине захтева трочетвртинска

⁴⁸ В. Manning, 234.

⁴⁹ Закон о инвестиционим фондовима – ЗИФ, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011, чл. 47, ст. 1.

⁵⁰ ЗИФ, чл. 43 и 29.

⁵¹ В. Manning, 240.

већина) или да се постојећа квалификована већина веже не за присутне већ за све акционаре (претварањем захтева релативне у захтев апсолутне већине). На тај начин би се смањило број потенцијалних несагласних акционара, што значи да би и финансијски удар тих захтева био ублажен. Међутим, таква законодавна или корпоративна стратегија ће у ретким случајевима бити прихватљива јер би она отежавала спровођење реструктурирања акционарских друштава.

Чињеница је да право несагласних акционара тим лицима даје преговарачку позицију која је диспропорционална њиховом учешћу у основном капиталу.⁵² Ако претпоставимо да је одлуку о статусној промени подржао изразито висок проценат акција са првом гласа (на пример, 90%) и да је предложена промена економски оправдана и у интересу друштва, преостали акционари могу да је угрозе коришћењем права на излазак. Због тога неки правни системи тај проблем ублажавају тако што прописују да, ако је за одлуку гласао одређен висок проценат гласова (на пример, 80% или 90%), преосталим акционарима се ускраћују права по основу несагласности.⁵³ Такво решење веома ефикасно решава проблем диспропорционалне преговарачке позиције мањинских акционара, али на другој страни, подрива основе на којој цео институт почива.⁵⁴

Други проблем за акционарско друштво огледа се у чињеници да управа никада не може са сигурношћу знати колико акционара ће имати право на исплату правичне вредности.⁵⁵ Неку представу друштво може имати након усвајања одлуке о спровођењу фундаменталне корпоративне промене јер се тада поуздано зна колико акционара је гласало за одлуку, а та лица не могу имати право на правичну накнаду. У том тренутку је једино извесно колико акционара то право нема. Како остваривање тог права зависи од воље сваког несагласног акционара, тек истеком рока за његово коришћење висина обавезе акционарског друштва постаје позната. Због тога је неопходно да се друштву обезбеде информације о тој обавези довољно времена пре коначног спровођења фундаменталне промене. Заправо, обавеза исплате правичне накнаде несагласним акционарима мора се посматрати као имовинскоправна последица предложене корпоративне промене, те мора бити благовремено узета у обзир. Према томе, из угла друштва најповољније би било оно решење које би обавезивало акционаре да у одређеном року пре седнице скупштине најаве друштву да неће гласати за предложену одлуку. На тај начин

⁵² В. Manning, 236.

⁵³ Вид. Fred I. Zabriskie, „Appraisal Statutes – An Analysis of Modern Trends“, *Virginia Law Review* 38/1952, 917.

⁵⁴ В. Manning, 236, фн. 31.

⁵⁵ В. Manning, 234.

би управа, у случају високог процента најављених несагласних акционара, могла на време да повуче предлог за спровођење одређене корпоративне промене.⁵⁶ Такође, објављивање те информације, макар и на самој седници, може бити релевантно осталим акционарима приликом доношења одлуке о томе како ће гласати.⁵⁷ Према томе, благовремена најавна коришћења права на излазак, као нужан услов за остваривање права несагласних акционара,⁵⁸ омогућава управи и другим акционарима да утврде максималне трошкове који могу настати због обавезе исплате правичне цене, што умањује неизвесност коју тај институт иманентно креира.⁵⁹

За разлику од друштва, акционарима би одговарало супротно решење, тј. оно које би им омогућавало да то право користе у одређеном року по окончању седнице на којој су били несагласни. На тај начин би они имали довољно времена да се информишу и сагледају све правне последице предложене промене, као и да установе да ли им је више у интересу да наставе да „плове бродом који је променио курс“ или можда желе да „изађу на првој станици“. Компанијско право мора да пронађе баланс између интереса друштва за што ранијом најавом коришћења права (*ex ante* приступ) и интереса акционара да то буде након гласања, што је могуће касније у поступку (*ex post* приступ). Имајући у виду да је цео концепт права несагласних акционара усмерен ка њиховој заштити, чини се да више оправдања има нека варијанта *ex ante* приступа.⁶⁰

Осим обавезе најаве, управа треба да заштити друштво тако што неће спровести корпоративну промену ако за њу није гласао одговарајући број акционара. Управа би то право могла да има само ако се у уговор (на пример, уговор о статусној промени), чији је нацрт одобрила скупштина, унесе клаузула која би управи давала право да одустане у случају недовољне подршке акционара или у случају да је одређени проценат акционара најавио коришћење права на излазак из друштва.

Право на излазак из друштва и исплату правичне накнаде установљено је у корист акционара. Међутим, законска разрада тог института може га учинити недовољно атрактивним за акционаре, те се парадоксално може десити да нешто што је замишљено као далекосежно право акционара буде „мртво слово на папиру“. У том

⁵⁶ В. Радовић (2017), 61.

⁵⁷ Moritz Bälz, „Appraisal Rights in Japanese Corporate Law“, *Zeitschrift für japanisches Recht* 13/2002, 160.

⁵⁸ Више о овом услову вид. В. Радовић (2017), 61–62.

⁵⁹ Више вид. P. V. Letsou, 1157–1158.

⁶⁰ Вид. В. Радовић (2017), 62.

погледу постоји неколико потенцијалних узрочника неефикасности тог правног средства.

Први узрочник се тиче тешкоћа у вези са утврђивањем правичне цене.⁶¹ Код отворених инвестиционих фондова постоји једноставан начин за утврђивање откупне цене инвестиционе јединице. Наиме, имаоцима инвестиционих јединица се не обећава исплата правичне вредности, већ се цена одређује преко нето вредности имовине отвореног фонда по инвестиционој јединици на дан подношења захтева.⁶² То омогућава брзо утврђивање вредности, а имајући у виду велику ликвидност имовине, и брзу исплату. Супротно томе, утврђивање правичне цене у акционарским друштвима повезано је са бројним тешкоћама, а веома често је и предмет спорења. Према томе, акционарска друштва споро и непоуздано утврђују вредност правичне накнаде, а и када се она утврди, наступа проблем непостојања довољних ликвидних средстава за исплату акционарима. У сваком случају, предуслов за ефикасно коришћење права несагласних акционара јесте лакоћа и поузданост утврђивања правичне накнаде.⁶³

Други узрочник неефикасности тог права јесу бројни компликовани процедурални услови које мора да испуни акционар који жели да користи право на излазак из друштва и исплату правичне накнаде.⁶⁴ Ту, пре свега, спадају обавеза најављивања коришћења права пре седнице скупштине, гласање на седници против предложене одлуке и подношење одговарајућег захтева друштву у одређеном року по окончању скупштинске седнице на којој је донета одлука о корпоративној промени.⁶⁵ Ти услови су строго постављени, те неиспуњење неког од њих води губитку права. Приликом њиховог формулисања треба водити рачуна о томе да преуско дефинисани услови имају дестимулативан ефекат на коришћење тог права, док прешироко постављени услови појачавају ефекат правне неизвесности за друштва. Комплексан поступак једним делом објашњава због чега акционари недовољно користе то право.⁶⁶

⁶¹ Више вид. D. Cohen, 126–155; M. R. Schwenk, 658–698.

⁶² ЗИФ, чл. 47, ст. 2.

⁶³ Упор. B. Manning, 240.

⁶⁴ Упор. W. F. Looney, Jr., 91; Richard M. Buxbaum, „The Dissenter’s Appraisal Remedy“, *UCLA Law Review* 23/1976, 1234–1239; F. A. Gevurtz, 649; P. V. Letsou, 1157; A. F. Conard, 2592; Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda, Reinier Kraakman, „Fundamental changes“, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (eds. Reinier Kraakman et al.), Oxford University Press, New York 2009², 201.

⁶⁵ Више о процедуралним условима вид. В. Радовић (2017), 60–66.

⁶⁶ Joel Seligman, „Reappraising the Appraisal Remedy“, *George Washington Law Review* 52/1984, 857.

Трећи узрок се тиче практичних тешкоћа са којима се суочавају несагласни акционари који сматрају да цена понуђена од друштва није правична или они којима друштво не жели да исплати цену. У том случају се акционарима гарантује судска заштита. Међутим, она се у пракси често показује као недовољно ефикасна, и због дужине трајања и због високих трошкова.⁶⁷ Посебно се мора обратити пажња на то ко сноси трошкове поступка јер наметање те обавезе акционарима значи да се то право неће ни користити, односно да ће се користити само у екстремним случајевима,⁶⁸ док би наметање те обавезе друштву отворило врата злоупотребама од стране акционара. Та проблематика у великој мери подсећа на дискусије о неефикасности деривативне тужбе.⁶⁹

Тематику сношења трошкова треба посматрати и кроз призму одговора на питање да ли акционарско друштво има обавезу исплате износа који је неспоран (нижи износ) или се исплата читавог износа одлаже до коначне одлуке суда. У првом случају акционар од суда тражи да утврди правичан износ акције, који је по његовом мишљењу виши од износа који је платило друштво, те да наложи друштву да вишак плати акционару. У другом случају акционар тражи од суда да утврди вредност акције око које се не слажу акционар и друштво. Премда и у једном и у другом случају суд утврђује правичну вредност акција, из угла сношења трошкова постоји разлика. Наиме, у првом случају акционар може поступак да изгуби или да добије, што умањује подстицај за његово иницирање. Супротно томе, у другом случају акционар увек барем нешто добија јер има право на правичну накнаду, само је питање да ли добија онолико колико је желео.⁷⁰ Очигледно је да у државама у којима важи принцип да се трошкови намирују сразмерно успеху у поступку приказана дистинкција има велики практичан значај.

Потенцијал за злоупотребе права несагласних акционара постоји у системима који заштиту тог права посматрају кроз призму заштите колективних права. Индивидуалистичка философија заштите дестимулише мале акционаре да иницирају судске поступке, као и активности професионалних заштитника права мањинских акционара.⁷¹ Српско право се у том погледу налази на пола пута између два система јер пресуда има дејство и у односу на друге несагласне

⁶⁷ О неким проблемима судске заштите несагласних акционара у српском праву више вид. Ј. Величковић, 169–175.

⁶⁸ Упор. F. I. Zabriskie, 937; Julian Velasco, „The Fundamental Rights of the Shareholder“, *University of California Davis Law Review* 40/2006, 423.

⁶⁹ M. Bälz, 166.

⁷⁰ Упор. A. K. Koh, 450.

⁷¹ Упор. A. K. Koh, 448.

акционаре исте класе, при чему сваки од њих има обавезу да поднесе тужбу надлежном суду којом тражи исплату разлике до пуне вредности акција која је утврђена том пресудом (тзв. хоризонтално дејство пресуде).⁷²

3. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Акционарско друштво – уговор (класика), акционарско друштво – институција (савременост). На основици та два поља поларности лежи и теоријска расправност питања права несагласних акционара на излазак из друштва. Наиме, ако се то право веже за уговор (класика), измена уговора било којом формом већине у смислу класичних правила облигационог права није могућа, осим ако за то постоји основ у самом уговору. Модерно акционарско право, међутим, у основи и не даје оснивачком акту тог друштва уговорну природу јер му изричито не дозвољава промену, а такође изреком „*ex lege*“ чини га обавезним и за чланове друштва који након оснивања друштва постају његови чланови (акционари). Отуда, оправдавање евентуалног права несагласних акционара на излазак из друштва у законном дефинисаним случајевима, са обавезом друштва да им накнади „правичну“ вредност њихових акција, уговорном природом друштва нема чврсто правно утемељење. Удаљавајући се од своје уговорне природе савремено акционарско друштво упловило је пуним једрима у институционалне воде, функционишући по специфичним правилима једне институције са правним субјективитетом. На тој основи „одвојености од правног *per se*“ питање права несагласних акционара може се више препустити укусима економије, тржишта капитала и неким (организационо-правним) аспектима корпоративног управљања.

Економски гледано, са становишта интереса акционарског друштва, чини се да нема спора да су таква права несагласних акционара неприхватљива – извршење стратешке одлуке за развој и конкурентност друштва може бити блокирано због таквог економског бремена. Са становишта тржишта капитала, с друге стране, таква гаранција тзв. права изласка из друштва несагласних акционара може водити расту инвестиционог интереса за већи избор инвестиционе алтернативе за улагање у акције (емпиријски непотврђеног и тешко доказивог). Коначно, то питање дотиче, као што је то истакнуто, бројне аспекте корпоративног управљања који имају биполарну организационо-правну природу (*једни иду у прилог гаранције таквих права*: спречавање злоупотребе већине; превентивни надзор

⁷² Вид. Ј. Величковић, 172.

над управом друштва да таквим одлукама не прикрива личне интересе; спречавање пада вредности акција несагласних акционара и умањење њихове ликвидности узроковано одлукама већине које дају основ за та права; подстицање и других акционара, посебно контролних и већинских, да више надзиру управу како би предлагала и те одлуке само кад су у интересу свих акционара и слично; *док други иду у прилог негације таквих права*: ликвидност акција несагласних акционара може водити неликвидности самог друштва узрокованог извршењем те обавезе; одлуке које потенцијално активирају права несагласних акционара доносе се квалификованом већином акционара, уз редовно учешће и акционара који имају значајно и/или контролно капитал учешће, а који су по самом закону дужни да такве одлуке доносе „у интересу акционарског друштва“ – темељни принцип акционарског права, као синтетичком интересу свих акционара, па дакле и оних који су потенцијално несагласни; сви основи потенцијалних права несагласних акционара у зони су одлука скупштине акционарског друштва, а не управе друштва, те је предлог управе под „правим“ интересним надзором; законска гаранција таквих права несагласних акционара супротстављала би се и другом темељном принципу акционарског права – принципу равноправности акционара исте класе).

Српски законодавац у сусрет променама закона који уређује привредна друштва у уређењу тог питања мора свакако бити далеко рестриктивнији од постојећих решења. Рестриција постојећих основа, прешироко постављених, права несагласних акционара, чини се, ни у ком погледу није упитна. У окружењу неспутаности постојањем било којих обавезујућих решења регионалне или друге природе, чини нам се такође да утемељење тих права не би требало да буде у зони императивности у постојећој форми, али ако би се законодавац определио за неку форму императивности, чини се да би кључни аргумент потребе неке форме минималне законске гаранције тих права, који се састоји у последичном губитку ликвидности акција несагласних акционара, могао бити „задовољен“ уређењем тог питања на истој основи на којој је законодавац уредио права мањинских акционара зависних друштава код закључења уговора о контроли и управљању са матичним друштвом у делу права на исплату гарантоване просечне дивиденде по акцији утврђени број година. Гаранција других и додатних права несагласних акционара у случајевима законом дефинисаних минималних основа, уз могућност аутономног проширења, могла би да буде у зони аутономије акционарских друштава.

ЛИТЕРАТУРА (REFERENCES)

- Bälz, M., „Appraisal Rights in Japanese Corporate Law“, *Zeitschrift für japanisches Recht* 13/2002.
- Buxbaum, R. M., „The Dissenter’s Appraisal Remedy“, *UCLA Law Review* 23/1976.
- Carney, W. J., „Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes“, *American Bar Foundation Research Journal* 1/1980.
- Cohen, D., „Valuation in the Context of Share Appraisal“, *Emory Law Journal* 34/1985.
- Conard, A. F., „Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters’ Rights (Section 73, 74, 80, and 81)“, *The Business Lawyer* 33/1978.
- Cox, J. D., Hazen, T. L., O’Neal, F. H., *Corporations*, Aspen Law & Business, New York 1997.
- Easterbrook, F. H., Fischel, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge – London 1996.
- Eisenberg, M. A., „The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking“, *California Law Review* 57(1)/1969.
- Fischel, D. R., „The Appraisal Remedy in Corporate Law“, *American Bar Foundation Research Journal* 8(4)/1983.
- Geis, G. S., „An Appraisal Puzzle“, *Northwestern University Law Review* 105/2011.
- Gevurtz, F. A., *Corporation Law*, West Group, St. Paul, Minn. 2000.
- Hamilton, R. W., *The Law of Corporations*, West group, St. Paul, Minn. 2000.⁵
- Kanda, H., Levmore, S., „The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law“, *UCLA Law Review* 32/1985.
- Koh, A. K., „Appraising Japan’s Appraisal Remedy“, *American Journal of Comparative Law* 62/2014.
- Lattin, N. D., „Minority and Dissenting Shareholders’ Rights in Fundamental Changes“, *Law and Contemporary Problems* 23(2)/1958.
- Letsou, P. V., „The Role of Appraisal in Corporate Law“, *Boston College Law Review* 39/1998.
- Looney, W. F. Jr., „Dissenting Minority Stockholder’s Right of Appraisal“, *Boston College Industrial and Commercial Law Review* 4/1962.

- Magnet, J. E., „Shareholders’ Appraisal Rights in Canada“, *Ottawa Law Review* 11/1979.
- Manning, B., „The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker“, *Yale Law Journal* 72/1962.
- Радовић, В., „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, *Корпоративно управљање – зборник радова* (ур. М. Васиљевић, В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008. (Radović, V., „Uticaј agenciјskih problema na pravo akcionarskih društava i korporativno upravljanje“, *Korporativno upravljanje – zbornik radova* (ur. M. Vasiljević, V. Radović), Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd 2008)
- Радовић, В., „Услови за остваривање права несагласних акционара“, *Право и привреда* 4–6/2017. (Radović, V., „Uslovi za ostvarivanje prava nesaglasnih akcionara“, *Pravo i privreda* 4–6/2017)
- Rock, E., Davies, P., Kanda, H., Kraakman, R., „Fundamental changes“, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (eds. R. Kraakman et al.), Oxford University Press, New York 2009.²
- Rogers, J. S., „The Dissenting Shareholder’s Appraisal Remedy“, *Oklahoma Law Review* 30/1977.
- Schwenk, M. R., „Valuation Problems in the Appraisal Remedy“, *Cardozo Law Review* 16/1994.
- Seligman, J., „Reappraising the Appraisal Remedy“, *George Washington Law Review* 52/1984.
- Siegel, M., „Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century“, *Harvard Journal of Legislation* 32/1995.
- Siegel, M., „An Appraisal of the Model Business Corporation Act’s Appraisal Rights Provisions“, *Law and Contemporary Problems* 74/2011.
- Thompson, R. B., „Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law“, *Georgetown Law Review* 84/1995.
- Васиљевић, М., „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2009. (Vasiljević, M., „Korporativno upravljanje i agenciјski problemi (I deo)“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu* 1/2009)
- Васиљевић, М. С., *Компанијско право – право привредних друштава*, Удружење правника у привреди Републике Србије, Београд 2015.⁹ (Vasiljević, M. S., *Kompanijsko pravo – pravo privrednih*

društava, Udruženje pravnika u privredi Republike Srbije, Beograd 2015⁹)

Васиљевић, М., „Привреда и судска и арбитражна пракса“, *Право и привреда* 4–6/2017. (Vasiljević, M., „Privreda i sudska i arbitražna praksa“, *Pravo i privreda* 4–6/2017)

Величковић, Ј., „Права несагласних акционара – досадашња искуства у пракси“, *Право и привреда* 4–6/2017. (Veličković, J., „Prava nesaglasnih akcionara – dosadašnja iskustva u praksi“, *Pravo i privreda* 4–6/2017)

Velasco, J., „The Fundamental Rights of the Shareholder“, *University of California Davis Law Review* 40/2006.

Weiss, E. J., „The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective“, *New York University Law Review* 56/1981.

Wertheimer, B. M., „The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy“, *Tennessee Law Review* 65/1998.

Zabriskie, F. I., „Appraisal Statutes – An Analysis of Modern Trends“, *Virginia Law Review* 38/1952.

Mirko Vasiljević, PhD

Full Professor

University of Belgrade, Faculty of Law

Vuk Radović, PhD, LL.M. (University of Pittsburgh)

Associate Professor

University of Belgrade, Faculty of Law

THEORETICAL FOUNDATIONS OF SHAREHOLDERS’ RIGHT TO APPRAISAL

Summary

Shareholders’ right to appraisal represents a controversial topic of corporation law, which is why a relatively small number of countries accept it. In this article, the authors analyze the goals that are supposed to be achieved with the introduction of shareholders’ appraisal rights. In this respect, traditional and modern explanations for the introduction or maintaining of this right have been presented. In the second part of this article, shareholders’ right to appraisal has been critically examined, mostly from corporations’ perspective. Afterwards, several potential causes of ineffi-

ciency of using this right have been identified. Perceiving pros and cons of shareholders' right to appraisal is of particular importance for Serbia, in order to draw a conclusion about harmonization of our legislative solutions with the theoretical foundations of this right.

Key words: *Corporation. – Shareholder. – Rights of minority shareholders. – Fundamental corporate change.*

Article history:

Received: 28. 6. 2017.

Accepted: 4. 9. 2017.