

---

# СТРУЧНА МИШЉЕЊА

---

др Вук РАДОВИЋ, LL.M.  
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

## МОЖЕ ЛИ АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ЕМИТОВАТИ АКЦИЈЕ У ЗАТВОРЕНОЈ ЕМИСИЈИ СВОЈИМ ЗАПОСЛЕНИМА?

Емитентима се уобичајено намећу бројне обавезе пре и у току издавања серијских хартија од вредности. У том погледу је веома важно да закони који уређују финансијско тржиште препознају изузетке од обавезе емитента да упути јавну понуду, обавезе да сачини проспекат и обавезе да добије одобрење проспекта од надзорне власти. Нажалост, Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената<sup>1</sup> није препознао и доследно спровео концепцију изузетака, јер се за сваки појединачан изузетак не може са сигурношћу утврдити на коју обавезу издаваоца се он односи. Закон је све изузетке према сличности поделио у четири групе, при чему се као једна група издвајају изузеци према врсти (својствима) инвеститора (чл. 54). Они обухватају издавање хартија од вредности унапред познатим купцима, и то: Републици Србији, Народној банци Србије, професионалним инвеститорима, свим постојећим акционарима и запосленима код издаваоца. Због посебних својстава улагача, ову групу изузетака треба третирати као изузетке од обавезне јавне емисије, али и обавезе прибављања одобрења проспекта за издавање хартија од вредности. Остаје спорно да ли је према нашим позитивним прописима емитент у овим случајевима обавезан да сачини проспекат, јер се он не помиње у члану који уређује поступак издавања хартија унапред познатим купцима. У нашој теорији је изражен став по

---

<sup>1</sup> Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006 (даље: ЗТХОВ).

коме је емитенту допуштено да без проспекта обави емисију улагачима који су му унапред познати,<sup>2</sup> о чему се може дискутовати имајући у виду наше позитивне прописе и решења прихваћена у комунитарном праву.

У пракси се поставило питање начина правилног тумачења одредбе чл. 54(1)(5) ЗТХОВ. Наведеном одредбом је предвиђено да се без одобрења проспекта за издавање хартија од вредности може вршити издавање и понуда хартија од вредности унапред познатим купцима, и то, између осталих, и „запосленима код издаваоца, кад се акције издају једино ради доделе тим лицима, у складу са законом којим се уређују привредна друштва“. Министарство финансија је поступајући по допису Комисије за хартије од вредности од 16.7.2007. године закључило да се ради о упућујућој норми, јер је законом прописано да се издавање може извршити једино у складу са законом којим се уређују привредна друштва. Како Закон о привредним друштвима<sup>3</sup> не садржи одредбе које прописују и разрађују начин, услове, критеријуме и поступак доделе акција запосленима код издаваоца, Министарство финансија је заузело становиште по коме *тренутно постојећа законска регулатива не даје правни основ за емисију акција само запосленима* као унапред познатим лицима.<sup>4</sup>

Проблем око тумачења овог изузетка је настао због очигледне неконзистентности у решењима ЗТХОВ и ЗОПД. Касније донет закон (ЗТХОВ) је упутио на примену раније донетог закона (ЗОПД), и то у материји емисије акција запосленима. Министарство финансија је испитујући одредбе ЗОПД увидело да не постоји експлицитна и потпуна регулатива емисије акција запосленима, услед чега је закључило да се акције не могу емитовати само запосленима у друштву.

Иако овакав став Министарства финансија одговара строго језичком (дословном) тумачењу одредбе ЗТХОВ, чини се да је било знатно логичније и сврсисходније прихватити супротну концепцију. Најмање четири разлога говоре у прилог становишта да је издаваоцу допуштено да издаје акције само запосленима.

1. *Правила тумачења.* Када ЗТХОВ у материји издавања акција запосленима код издаваоца упути на примену ЗОПД, то не зна-

2 Види: Небојша Јовановић, *Емисија (издавање) серијских хартија од вредности*, у: Мирко Васиљевић (уредник), *Акционарска друштва, берзе и акције (АБА) – зборник радова*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2006, стр. 685.

3 Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004, (даље: ЗОПД).

4 Види: акт Министарства финансија Републике Србије, бр. 023-02-281/2007-16 од 14.8.2007. године.

чи да ЗОПД мора имати посебна правила за емисију акција запосленима да би ова упућујућа одредба имала смисла. Довољно је само да ЗОПД уређује генерално материју издавања акција, па да се не може говорити о неуређености питања емисије акција запосленима. Не можемо се сложити са мишљењем Министарства финансија да ЗОПД не садржи одредбе које прописују и разрађују начин, услове, критеријуме и поступак доделе акција запосленима код издаваоца. Тачно је да закон не прописује посебне услове за емисију акција запосленима, али из тога треба извући закључак да се на емисију акција запосленима примењују општа правила о повећању основног капитала акционарског друштва.

2. *Неприменљивост законске одредбе.* ЗОПД садржи једну специфичну одредбу која се односи на издавање акција запосленима.<sup>5</sup> Наиме, у случају повећања основног капитала издавањем акција запосленима у друштву и повезаним друштвима, не примењује се опште правило по коме се одлука о новој емисији акција може донети тек након потпуне уплате већ уписаних акција из претходне успеле емисије.<sup>6</sup> Ако би се прихватило мишљење Министарства финансија, законско правило о коме је овде реч би било неприменљиво, а општа правила тумачења правних прописа налажу да се избегава тумачење које би водило непримени неке законске одредбе, под условом да је могуће извести и другачији закључак.
3. *Теоријски разлози.* У теорији се издавање акција само запосленима сматра значајним изузетком од обавезне јавне емисије, односно обавезе сачињавања проспекта. Наиме, „таквим лицима није потребна заштита у виду посебног обавештавања путем проспекта, јер су већ упознати са стањем емитента, емисијом и хартијама, које им се нуде... Таква лица су способна, и без проспекта, да донесу разумну одлуку о куповини понуђених им хартија, те не постоји обавеза истицања јавне понуде, јер нема потребе за њиховом заштитом.“<sup>7</sup>
4. *Право ЕУ.* Директива ЕЗ о проспекту као један од изузетака од обавезе објављивања проспекта наводи и емисију хартија од вредности постојећим или бившим директорима или запосле-

5 Види: ЗОПД, чл. 237(4–5).

6 Посебан проблем ствара чињеница да ЗОПД помиње и емисију запосленима у повезаним друштвима, што је у складу са решењима комунитарног права, док ЗТХОВ говори само о запосленима код издаваоца.

7 Небојша Јовановић, *Емисија вредносних папира*, Грмеч, Београд, 2001, стр. 248.

нима у издаваоцу или лицима повезаним са издаваоцем.<sup>8</sup> Како је Влада Републике Србије као један од својих принципа прокламовала придруживање Европској унији и усклађивање српског законодавства са комунитарним, логично је било да Министарство финансија заузме позитиван став у погледу могућности емитовања акција запосленима у издаваоцу.

Посебан и знатно већи проблем наведеног мишљења Министарства финансија је у томе што се у оквиру разматрања да ли постоји обавеза издаваоца да упути јавну понуду, односно да тражи одобрење проспекта, изводи радикалан закључак по коме није дозвољено издавање акција само запосленима. Овакво становиште се не може прихватити, јер ЗОПД ниједном својом одредбом није забранио емисију акција само запосленима, а то је једини меродаван закон у коме треба тражити одговор на постављено питање. У контексту овог закона, емисија акција запосленима је одступање од принципа права пречег уписа акционара, а оно је допуштено у законом предвиђеним оквирима и у прописаном поступку.

Наведени разлози наводе на два закључка:

- прво, треба преиспитати став по коме законска регулатива не даје правни основ за издавање акција само запосленима, јер је према ЗОПД овакав начин повећања основног капитала акционарског друштва неспорно дозвољен; и
- друго, издавање акција запосленима треба третирати као изузетак од обавезне јавне понуде и обавезе добијања одобрења за просpekt.

---

8 Види: *Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal L 345* од 31.12.2003. године, чл. 4(1)(e).