

**Мр Вук Радовић, LL.M.**  
**асистент, Правни факултет, Универзитет у Београду**

## **Измене Друге директиве ЕУ и могући правци будућег развоја**

### **Резиме**

Основни подстицај за писање овог рада представљају измене Друге директиве ЕУ за компанијско право усвојене 2006. године. Раd је подељен на четири дела. У првом делу је приказан развој Друге директиве ЕУ кроз пет фаза. Посебан акценат је стављен на Препоруке SLIM Групе и Виниеров извештај, јер су они снагом стручних аргумената и ауторитетом својих чланова извршили највећи утицај на појединачна решења. У другом делу су описане конкретне измене четири основних института компанијског права, које се састоје у необавезности процене неовчаних улога у одређеним ситуацијама, либерализацији услова за стицање сопствених акција, укидању забране пружања финансијске подршке за стицање својих акција и заштити поверилаца при редовном смањењу основног капитала. Указано је и на разлоге због којих се тим изменама приступило и проблеме са којима ће се суочити државе чланице приликом њихове имплементације. У трећем делу рада су приказане неке од значајнијих измена које је ЕУ планирала (на пример, укидање основног капитала, могућности издавања акција без номиналне и рачуноводствене вредности, могућности да се уложу у друштво састоји у раду и услугама), али за које се на крају показало да није било довољно политичке воље и смелости. Анализа решења која нису постала саставни део усвојених измена је веома значајна, јер указује на нове тенденције и могуће правце даље развоја комуналног компанијског права. Последњи део рада говори о алтернативном режиму заштите поверилаца и акционара, који би у

случају позитивних ефеката студије изводљивости могао постојати алтернатива Другој директиви.

**Кључне речи:** Друга директива ЕУ, Препоруке SLIM групе, Виниеров извештај, Акциони план, алтернативан режим заштите поверилаца и акционара, основни капитал, неовчани улози, стицање сопствених акција, смањење основног капитала, пружање финансијске подршке за стицање својих акција, право пречега уписа, принудна продаја и куловина.

### Увод

Европско право акционарских друштава се све до краја прошлог века није могло замислити без постојања традиционалних принципа о обавези постојања минималног оснивачког капитала и потреби његовог очувања. Они представљају темељ на коме је 'сазидано' компанијско право највећег броја држава данашњице, укључујући и право ЕУ. Вишедеценијско праћење примене постојећих правила на нивоу ЕУ је указивало на све неопходнију потребу за променама комунитарног права у овој области. Притисци су долазили са различитих страна.<sup>1)</sup> Временом су се искристалисала два могућа начина превазилажења постојећих проблема: један умерен, а други радикалан. Први начин заговара промену неких од постојећих правила европског права уз задржавање основних принципа. Овакав приступ не отклања узрок проблема, већ покушава да ублажи неке његове негативне појавне манифестације. ЕУ је парцијалним изменама свог законодавства из 2006. године у одређеној (скромној) мери успела да одговори оваквим захтевима. Присталице другог начина настоје да убеду јавност у оправданост радикалног приступа, који би довео до потпуног раскида са прошлошћу. ЕУ се одлучила да испита могућност имплементације и оваквих предлога, који би у случају да се покажу као могући и корисни постали алтернатива постојећем систему.

## I Пет фаза у развоју Друге директиве ЕУ

### 1. Усвајање Друге директиве ЕУ

Усвајање Друге директиве ЕУ представља један од најзначајнијих момената у развоју компанијског права ЕУ.<sup>2)</sup> Без претеривања се може рећи да је овај правни документ основ читавог комунитарног права акционарских друштава. Принцип постојања основног капитала и обавезе његовог одржавања су две основне идеје водиле Друге директиве, чије се далекосежне последице могу уочити на конкретним решењима великог броја других правних института. Међутим, вишедецениј-

1. Види: Hanno Merkt, "Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective", European Business Law Review, 2004., стр. 1045.

ска примена ових правила је показала да су нека од њих превазиђена и да представљају сметњу за даљи развој јединственог и ефикасног тржишта капитала у ЕУ.<sup>3)</sup>

## 2. Препоруке SLIM групе

Како би се испитали захтеви тржишта за променом неких од постојећих правила Друге директиве, Европска комисија је формирала стручну радну групу (познату под називом SLIM група), којом је руководио професор *Eddy Wymeersch*. SLIM група је донела препоруке о поједностављивању Друге директиве ЕУ.<sup>4)</sup> За највећи број питања која је анализирао, SLIM група је дала конкретне предлоге о правцу у коме би требало изменити постојећа правила, док је нека друга питања оставила отвореним и предложила да се у предстојећем периоду детаљније испитају.

## 3. Извештај Високе групе експерата

Европска комисија је септембра 2001. године формирала седмочлану Високу групу експерата компанијског права (енг. *High Level Group of Company Law Experts*, од сада: Висока група експерата) са циљем да пронађе начине и формулишу конкретна решења за модернизацију европског компанијског права.<sup>5)</sup> Висока група експерата је 2002. године поднела Извештај о модерном регулаторном оквиру за компанијско право у Европи (од сада: Винтеров извештај),<sup>6)</sup> у коме је, између осталог, заузела јасне ставове о бројним аспектима формирања и одржавања основног капитала. Винтеров извештај је потврдио оправданост имплементације највећег броја препорука SLIM групе, и у том погледу је дао конкретне смернице за даље законодавне активности. Такође, Висока група експерата је формулисала и неколико додатних препорука у циљу модернизације Друге директиве ЕУ. Поред рада на поједностављивању *in concreto* решења Друге директиве ЕУ, Винте-

2. Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, Official Journal L 026 од 31. 1. 1977. године.
3. Изменама Друге директиве из 1992. године (Council Directive 92/101/EEC of 23 November 1992 amending Directive 77/91/EEC on the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, Official Journal L 347 од 28. 11. 1992. године) уведено је правило по коме се стицање акција матичног друштва од стране зависног друштва третира као стицање сопствених акција од стране матичног друштва (чл. 24а).
4. Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the simplification of the First and Second Company Law Directives (од сада: Препоруке SLIM групе) од октобра 1999. године.
5. За председника је именован Јаар Winter, а за остале чланове Jan Schans Christensen, José Maria Garrido García, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi и Joëlle Simon.
6. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe од 4. 11. 2002. године.

ров извештај је представио нови концепт за заштиту поверилаца и акционара, који би на дуги рок могао бити понуђен државама чланицама као алтернатива постојећим правилима формирања и одржавања основног капитала.

#### 4. Акциони план компанијског права

Препоруке SLIM групе и Винтеров извештај су недвосмислено указали на потребу поједностављивања Друге директиве ЕУ. По детаљној анализи ова два документа, Европска комисија је 2003. године саставила допис Савету и Европском парламенту под називом "Модернизација компанијског права и унапређење корпоративног управљања у ЕУ – план за будућност" (уобичајен скраћени назив овог документа је "Акциони план компанијског права").<sup>7)</sup> Овај акт је од великог значаја, јер је у њему Европска комисија навела шта намерава да регулише у области компанијског права, као и како и када то намерава да учини.<sup>8)</sup> Све даље планиране активности су у Акционом плану подељене у три групе: краткорочне (2003. -2005.), средњорочне (2006. -2008.) и дугорочне (од 2009.).<sup>9)</sup> Одржавање основног капитала, као суштина Друге директиве ЕУ, једина је област компанијског права за коју Европска комисија планира регулаторну активност у сва три временска периода.

#### 5. Измене Друге директиве ЕУ

Ослањајући се на препоруке SLIM групе и Винтеров извештај, а поштујући краткорочне планиране активности у виду поједностављивања Друге директиве ЕУ из Акционог плана, Европска унија је септембра 2006. године усвојила измене Друге директиве.<sup>10)</sup> Charlie McCreevy, руководилац Унутрашњег тржишта и услуга, је непосредно након усвајања измена изјавио да ће директива "поједноставити правила ЕУ и омогућити друштвима да лакше прилагоде своју величину капитала и својинску структуру, како би могли да реагују брже и ефикасније на тржишне промене, при чему заштита акционара и поверилаца није промењена".<sup>11)</sup> Међутим, значај извршених промена не треба преувеличавати, јер већина измена не

7. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward", Brussels, 21. 5. 2003, COM (2003) 284 final.

Европски савет је у свом одговору нагласио потребу за модернизацијом и поједностављивањем регулаторног оквира, а нарочито оних правила која се односе на принцип одржавања капитала и његове промене. Види: 2525th Council Meeting – Competitiveness – Internal market, industry and research од 22. 9. 2003. године, интернет адреса: [http://fire.pppl.gov/eu\\_iter\\_crm\\_092203.pdf](http://fire.pppl.gov/eu_iter_crm_092203.pdf), стр. 12.

8. Види: Klaus J. Норт, "Модернизација компанијског права и унапређење корпоративног управљања у ЕУ", Право и привреда, бр. 9-12 из 2004. године, стр. 4.

9. Види: Акциони план компанијског права, стр. 24-25.

10. Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, Official Journal L 264 од 25. 9. 2006. године.

11. Види: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/capital/index_en.htm).

обавезују државе чланице да промене своје законодавство. Наиме, државама је само дата опција да измене нека своја решења у одређеним правцима, ако оцене да је то за њих корисно. У предстојећем периоду ће бити интересантно да се види у којој мери ће државе чланице ЕУ препознати свој интерес у новим решењима.

## II Измене Друге директиве ЕУ

Измене Друге директиве ЕУ су се ограничиле само на четири правна питања: прописивање необавезности процене неновчаних улога у одређеним ситуацијама, либерализацију услова за стицање сопствених акција, укидање забране пружања финансијске помоћи за стицање својих акција и заштиту поверилаца у случају редовног смањења основног капитала акционарског друштва.

### 1. Необавезност процене неновчаних улога у одређеним случајевима

Друга директива ЕУ је у право акционарских друштава увела правило обавезне процене неновчаних улога од стране независних процењивача.<sup>12)</sup> Државе чланице могу одлучити да под одређеним условима не захтевају обавезну процену ако се 90% номиналне вредности свих акција емитује једном или већем броју друштава у замену за неновчане улоге.<sup>13)</sup> Ово је уједно био и једини могући изузетак од правила обавезности процене неновчаних улога.

Обавезна процена је замишљена као начин ограничавања слободе оснивача приликом оснивања друштва, односно управе, код повећања основног капитала. Овим институтом се првенствено штите интереси поверилаца и постојећих акционара. Насупрот наизглед очигледним користима, процена неновчаних улога показује мали практичан значај. Она представља финансијски пресек вредности улога у једном тренутку (тзв. иницијалног валоризовања), који протеклом времена постаје застарео. Такође, није предвиђена обавеза оснивача, односно чланова управе да прихвате процену изнету у експертском извештају (премда у пракси они то готово увек чине).<sup>14)</sup> Посебно снажна критика обавезности процене неновчаних улога се тиче релативно лакших начина његовог заобилажења. Не постоје препреке да друштво пре емисије акција купи неку имовину од одређеног лица, које ће касније са новцем који је на тај начин добило да плати уписане акције. По чему се емисија акција за неадекватно валоризоване неновчане улоге разликује од продаје вредне имовине друштва испод тржишне цене? Из перспективе поверилаца и акционара између ова два правна посла нема суштинске разлике.<sup>15)</sup> На основу наведеног, корисније би било да се директива позабавила питањем одговорности оснивача и

12. Види: Друга директива ЕУ, чл. 10.

13. Ова ситуација се односи на успостављање правне доминације једног друштва над другим, тј. стварање односа матичног и зависног друштва. Види: Vanessa Edwards, "EC Company Law", Oxford University Press, 1999., стр. 120.

14. Види: Eddy Wymeersch, "Reforming the Second Company Law Directive", Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2006-15, 2006., интернет адреса: <http://ssrn.com/abstract=957981>, стр. 8.

чланова управе у контексту континуиране валоризације вредности имовине и обавеза, него што је друштвима наметала скупе и неефикасне захтеве око обавезног процењивања неновчаних улога.<sup>16)</sup>

SLIM група је неизоставно састављање извештаја о процени улога у стварима и правима оценила као један од реалних проблема Друге директиве ЕУ. Она је у својим препорукама заузела становиште по коме процена вредности неновчаних улога није увек корисна и потребна, а предложено је да се повећа број случајева у којима она неће бити обавезна.<sup>17)</sup> Након позитивног извештаја Високе групе експерата, додате су нове одредбе, којима су предвиђени широки изузеци од правила обавезне процене неновчаних улога.<sup>18)</sup>

Основни разлози који су довели до заокрета у односу према овом питању су високи трошкови састављања извештаја о процени и непостојање потпуне гаранције да процењена вредност представља и реалну вредност неновчаних улога.<sup>19)</sup> Процена неновчаних улога не треба да буде обавезна у свим оним случајевима када постоји јасан ослонац за утврђивање вредности улога,<sup>20)</sup> а изменама Друге директиве ЕУ су идентификоване три такве ситуације.

1) *Послјојање њржишне цене*. Први изузетак се односи само на преносиве хартије од вредности којима се тргује на једном или више регулисаних тржишта, под условом да је као њихова вредност означена просечна цена по којој се њима трговало у одређеном периоду пре дана када је превиђено да буду унете као улог у друштво.<sup>21)</sup> Дужина периода за утврђивање просечне цене би требало да се креће између 20 и 30 дана пре уноса, при чему треба узети у обзир и обим трговања.<sup>22)</sup> Ако се у међувремену десе неке ванредне околности које имају утицаја на цену хартија (на пример, неликвидност тржишта на коме се тргује или манипулације са тржишним ценама хартија у питању), постојање тржишне цене не представља више релевантан критеријум, те процена постаје обавезна.<sup>23)</sup>

15. Види: Jonathan Rickford (ed.), "Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance", European Business Law Review, 2004., стр. 935.

16. Види: Eddy Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 8.

17. Види: Препоруке SLIM групе, стр. 11.

18. Види: Друга директива ЕУ, чл. 10(a-b).

19. Види: Винтеров извештај, стр. 83.

20. Види: Друга директива ЕУ, преамбула, рецитал (3).

21. Предмет овог изузетка је ближе дефинисан у Директиви ЕУ о тржиштима финансијских инструмената (Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments, Official Journal L 145 од 30. 4. 2004. године).

22. Види: Eddy Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 13-14.

23. О критици тржишне цене као ослонаца за одређивање реалне вредности хартија од вредности и могућим проблемима у примени види: Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament – "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 (од сада: Синтеза одговора на Винтеров извештај), A Working Document of DG Internal Market, од 15. новембра 2003. године, стр. 18.

Очекује се да ће овај изузетак од обавезности процене у пракси довести до значајних уштеда и поједностављивања, а његов домен примене ће бити доминантно везан за размену акција.<sup>24)</sup>

2) *Улог је у скорије време био предмет независне процене.* Ако је предмет неновчаног улога раније већ процењен, поновно ангажовање овлашћеног проценитеља би у многим случајевима представљало непотребно расипање средстава и губитак времена. Једна иста процена се може користити у различите сврхе (на пример, за доказивања у судским поступцима, плаћање пореских обавеза, и др.). Проценитељ мора да стоји иза датог извештаја, без обзира у које намене се он користи.<sup>25)</sup>

Директива је домашај овог изузетка ограничила на следећи начин: прво, он се односи само на оне улоге чија је процена извршена у одређеном временском периоду пре планираног уноса у друштво (извештај о процени не сме бити старији од шест месеци); друго, извештај о процени мора бити поуздан, што подразумева да мора бити сачињен у складу са општеприхваћеним националним стандардима и принципима евалуације за дату врсту ствари или права; и треће, неопходно је да се од претходне процене нису десиле значајније промене на стварима и правима које су предмет улога. У случајевима када раније извршену процену не сматрају реалном, мањински акционари који поседују 5% основног капитала акционарског друштва, имају право да захтевају да се изврши нова процена (на пример, покретањем ванпарничног поступка).

3) *Процена као саставни део истићаних финансијских извештаја.* Вредност неновчаног улога утврђена у финансијским извештајима сачињеним за претходну пословну годину, представља поуздан ослонац њене реалне вредности, под условом да је обављена ревизија финансијских извештаја у складу са законом и Међународним стандардима ревизије.<sup>26)</sup> За примену овог изузетка је неопходно да се у међувремену нису десиле околности које имају утицаја на вредност улога, као и да се обезбеди мањинским акционарима право да захтевају процену.

У свим случајевима када се донесе одлука да акционари улажу улоге у ствари-ма и правима без процене, постоји обавеза да се у року од месец дана од дана уноса састави и објави извештај са одговарајућом садржином у складу са правилима Прве директиве ЕУ. Када управа акционарског друштва повећава основни капитал емисијом одобрених акција, извештај се објављује пре уноса неновчаних улога.<sup>27)</sup>

Изменама Друге директиве ЕУ је прописано да су државе чланице дужне да на адекватан начин обезбеде примену свих новоуведених правила. Неко може ову

24. Види: Silja Maul, Erich Eggenhofer & Georg Lanfermann, "Deregulierung der EU-Regelung zur Kapitalaufbringung und -erhaltung", BetriebsBerater, бр. 16 из 2004. године, стр. 6.

25. Види: Eddy Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 15.

26. Ревизија мора бити уређена у складу са Директивом ЕУ о законској ревизији годишњих финансијских и консолидованих извештаја (Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, Official Journal L 157 од 9. 6. 2006. године).

27. Види: Друга директива ЕУ, чл. 10(b).

одредбу схватити као позив на прописивање пооштрене одговорности чланова управе у случају да нису испуњени сви услови за примену изузетака од обавезне процене. Такође, посебно се може предвидети додатна одговорност процењивача за тачност извештаја о процени, који је дат у друге сврхе, а касније коришћен за процену вредности неновчаних улога.<sup>28)</sup> Обавеза гарантовања права мањинским акционарима да захтевају процену је значајан коректив алтернативним методама процењивања неновчаних улога.<sup>29)</sup>

Директиве ЕУ које уређују статусне промене спајања и поделе (Трећа и Шеста директива ЕУ) предвиђају обавезу састављања извештаја од стране независног експерта, при чему се не позивају на одредбе Друге директиве ЕУ.<sup>30)</sup> На нивоу држава чланица, било би корисно да се успостави јасан однос између процене неновчаних улога код повећања основног капитала и процене код статусних промена.<sup>31)</sup>

Закон о привредним друштвима Србије је складу са оригиналним решењем Друге директиве ЕУ увео правило процене неновчаних улога од стране независног процењивача за сва отворена акционарска друштва.<sup>32)</sup> Законом није предвиђено ниједно одступање од принципа обавезне процене. Изузеци уведени изменама директиве у овој области нису обавезни за државе чланице, већ се њима само даје право да их укључе у своје национално законодавство. Због тога се може рећи да је материја обавезности процене неновчаних улога онако како је уређена Законом о привредним друштвима хармонизирана и са измењеном Другом директивом ЕУ. Међутим, то не значи да треба занемарити новоустановљене изузетке, јер иза њих стоји јасна економска логика поједностављивања и појефтињења оснивања акционарских друштава и накнадне емисије акција.

## 2. Либерализација услова за стицање сопствених акција

У моменту доношења Друге директиве ЕУ стицање сопствених акција је на европском континенту био неразвијен институт компанијског права. Државе чланице су у страху од могућих негативних ефеката или наметале апсолутну забрану стицања сопствених акција или су ограничавале његово коришћење.<sup>33)</sup> Потреба

28. Види: Eddy Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 17.

29. Види: Друга директива ЕУ, преамбула, рецитал (3).

30. Види: Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty concerning mergers of public limited companies, Official Journal L 295 од 20. 10. 1978. године, чл. 10; Sixth Council Directive 82/891/EEC of 17 December 1982 based on Article 54(3)(g) of the Treaty concerning the division of public limited companies, Official Journal L 378 од 31. 12. 1982. године, чл. 8.

31. Види: Eddy Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 17.

32. Види: Закон о привредним друштвима (објављен у Службеном гласнику РС, бр. 125 из 2004. године, од сада: ЗОПД), чл. 191; Мирко Васиљевић, "Коментар Закона о привредним друштвима", Службени гласник, Београд, 2006., стр. 362-363; Зоран Арсић, "Повећање основног капитала неновчаним улозима", Право и привреда, бр. 9-12/2006, стр. 7; Гордана Ерић, "Акционарска друштва у светлу решења Друге директиве компанијског права Европске уније", Правни живот, бр. 11 из 2005. године, стр. 279.

33. Види: Vanessa Edwards, *нав. дело*, стр. 70.

пружања додатне заштите повериоцима и акционарима је узроковала продубљивање неповерења у ову корпоративну радњу. Заштита поверилаца је налагала да се забрани друштвима да у својој активи имају сопствене акције. Потенцирана је погрешна претпоставка о непостојању вредности сопствених акција. Данашња пракса демантује овакве тврдње, а посебно у случајевима када се акцијама тргује на организованом тржишту капитала. Увек присутна могућност коришћења стицања сопствених акција у нелегитимне сврхе била је додатни разлог за увођење ограничења.<sup>34)</sup> Уважавајући наведену аргументацију, Друга директива ЕУ је дозволила стицање сопствених акција, али је у исто време наметнула и бројне минималне услове за њено спровођење.<sup>35)</sup>

Временом је на финансијском тржишту стицање сопствених акција постајало све стандардније коришћено средство за располагање вишком слободних новчаних средстава. Друштва су често прибегавала овом начину улагања, посебно уколико не желе да исплате дивиденде, а немају пред собом неке уносне пројекте у које би могли да уложе новац. Стицање сопствених акција се постављало као алтернатива исплати дивиденди, јер се у оба случаја средства враћају акционарима. Паралелизам ова два инситуа налаже да стицање сопствених акција треба да прате иста правила (ограничења) која се примењују на исплату дивиденди.<sup>36)</sup>

Правила о стицању сопствених акција су се након вишедеценијског искуства држава чланица ЕУ показала као превише ригидна.<sup>37)</sup> Конкретне критике су посебно биле усмерене ка везивању вредносног ограничавања стицања сопствених акција за 10% основног капитала друштва и постојању осамнаестомесечног максималног рока трајања овлашћења за извршење одлуке скупштине акционара.<sup>38)</sup> Основна идеја измена извршених на основу уочених недостатака била је да отвореним акционарским друштвима треба дозволити да стичу сопствене акције у складу са институтом ограничења плаћања, а период трајања овлашћења скупштине акционара треба продужити, како би се омогућила флексибилност и смањили административни трошкови за друштва која морају да реагују брзо на тржишна догађања од утицаја на цену акција.<sup>39)</sup>

34. Види: Eddy Wymeersch, "Reforming the Second Company Law Directive", стр. 5, 18.

35. Види: Друга директива ЕУ, раније важећи чл. 19(1).

36. Види: Eddy Wymeersch, "Some Recent Trends and Developments in Company Law", Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2001-07, 2001., стр. 18.

37. Ово се посебно односи на немогућност имплементације неких корисних корпоративних одлука, попут, програма издавања вараната за куповину акција финансираних сопственим средствима или програма куповине сопствених акција коришћењем вишка новчаних средстава друштва. Види: Commission Working Document: Detailed explanation (by article) of Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance of their capital (од сада: Образложење Друге директиве ЕУ), стр. 3.

38. Види: Препоруке SLIM групе, стр. 13.

39. Види: Друга директива ЕУ, преамбула, рецитал (4).

Изменама Друге директиве ЕУ смањен је број услова за стицање сопствених акција, неки су поједностављени, а уведени су и додатни (опциони) услови за државе чланице.<sup>40)</sup> Према ранијем решењу су сви услови били обавезни (минимални), а државе чланице су имале дискрецију да уведу и друге додатне услове. То је утицало на разноликост националних решења у вези са стицањем сопствених акција. Изменама су прописани обавезни и сви могући опциони услови који стоје на располагању државама. Према томе, за разлику од ранијег решења, списак услова је коначан.<sup>41)</sup> Овакво правило ће утицати на виши степен хармонизације материје стицања сопствених акција у ЕУ.<sup>42)</sup>

Најзначајније промене правне регулативе стицања сопствених акција су: укидање једног од два вредносна ограничења и продужавање рока трајања овлашћења за извршење одлуке о стицању сопствених акција.

1) *Укидање једног од два вредносна ограничења стицања сопствених акција.* Стицање сопствених акција је дозвољено све док се креће у оквирима института ограничења плаћања. Свако друго вредносно лимитирање је непотребно, а поготову уколико се оно односи на један у потпуности арбитреран проценат основног капитала акционарског друштва.<sup>43)</sup> Из тих разлога је укинута обавеза да укупна вредност стечених сопствених акција не сме прећи 10% основног капитала друштва. Државама чланицама је дата могућност да задрже ово вредносно ограничење, чиме је оно из категорије обавезних прешло у категорију опционих услова за стицање сопствених акција.<sup>44)</sup> Међутим, и ту се десила значајна промена: за разлику од оригиналног решења, којим је 10% основног капитала друштва прописан као максималан износ сопствених акција, изменама је он претворен у минималан износ, јер га државе чланице не могу снижавати. На овај начин комунитарно право показује јасну тенденцију ка даљој либерализацији правила о стицању сопствених акција.

2) *Продужавање рока трајања овлашћења за извршење одлуке о стицању сопствених акција.* ЕУ није одустала од начелне концепције да одлуку о стицању сопствених акција доноси скупштина акционара, али је продужила трајање периода на који скупштина може овластити управу друштва да извршава одлуку. Уместо досадашњих 18 месеци, крајњи рок сада износи пет година.<sup>45)</sup> На овај начин је рок за извршење одлуке о стицању сопствених акција усаглашен са временским ограничењем управе да издаје одобрене акције, чиме је степен унутрашње кохезије читавог система дигнут на виши ниво.

40. Види: Друга директива ЕУ, чл. 19(1).

41. Види: Министарство за трговину и индустрију Велике Британије (DTI), "Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company – a Consultative Document" (од сада: Извештај DTI), март 2005., интернет адреса: [www.dti.gov.uk/files/file14584.pdf](http://www.dti.gov.uk/files/file14584.pdf), стр. 33.

42. Види: Образложење Друге директиве ЕУ, стр. 3.

43. Види: Винтеров извештај, стр. 84-85; Препоруке SLIM групе, стр. 13.

44. Уз три обавезна услова, Другом директивом је уведено укупно пет додатних могућих начина ограничавања стицања сопствених акција.

Изменама правне регулативе стицања сопствених акција уведена су још два важна правила: прво, имплементација одредаба о стицању сопствених акција у национално законодавство не сме довести до нарушавања принципа равноправног третмана свих акционара који се налазе у истој позицији;<sup>46)</sup> и друго, Директиви ЕУ о тржишним злоупотребима<sup>47)</sup> се мора дати приоритет у односу на Другу директиву у свим оним случајевима када она прописује строже услове који могу бити применљиви и на стицање сопствених акција.

Значајне измене Друге директиве ЕУ нису утицале на степен хармонизације правне регулативе сопствених акција из Закона о привредним друштвима са комунитарним правом. Наиме, Директивом није забрањено ограничавање стицања сопствених акција на 10% основног капитала отвореног акционарског друштва, као ни прописивање рока од 18 месеци за трајање овлашћења за извршење скупштинске одлуке о стицању. Међутим, ово не значи да не треба пратити модерне трендове у праву ЕУ, а либерализација стицања сопствених акција је један од њих.

### 3. Укидање забране пружања финансијске помоћи за стицање својих акција

Право ЕУ је дуго забрањивало акционарским друштвима да директно или индиректно пружају трећим лицима финансијску подршку за стицање својих акција.<sup>48)</sup> Овакав став је настао као непосредна последица ограничених могућности акционарских друштава да стичу сопствене акције. Финансирање трећих лица ради стицања акција друштва се посматрало као начин заобилажења установљених правила, због чега је и било забрањено.

Поједностављивање услова за стицање сопствених акција има за непосредну последицу омогућавање акционарским друштвима да финансирају стицање својих акција од стране трећих лица.<sup>49)</sup> Међутим, као што ни слобода стицања сопствених акција није апсолутна, тако ни пружање финансијске помоћи у том правцу није увек дозвољено. Акционарска друштва могу да користе ову могућност само уз испуњење следећих шест услова:<sup>50)</sup>

45. Институционални инвеститори у давању овлашћења за извршење одлуке о стицању сопствених акција виде меру одбране од преузимања, због чега се често супротстављају њеној примени. Због тога не треба занемарити значај продужења рока уведеног изменама Друге директиве ЕУ. Види: Eddy Wymeersch, "Reforming the Second Company Law Directive", стр. 18.
46. У том смислу треба и разумети одредбу Закона о привредним друштвима којом отворено акционарско друштво може стицати сопствене акције само путем јавне понуде свим акционарима *pro-rata*. Види: ЗОПД, чл. 221(6), 223. У Извештају ДП је изражен негативан став према овом принципу (стр. 34).
47. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Official Journal L 96 од 12. 4. 2003. године.
48. Види: Друга директива ЕУ, раније важећи чл. 23(1).
49. Због тога је SLIM група и предложила да се забрана сведе на минимум, што је након прихватања од стране Високе групе експерата, у ограниченом обиму постало и важеће правило комунитарног права.
50. Види: Друга директива ЕУ, чл. 23(1).

1) финансијска подршка коју акционарско друштво пружа трећем лицу мора бити у складу са тржишним условима (ово се пре свега односи на висину камате коју друштво прима по основу датог кредита или средства обезбеђења);

2) пре пружања финансијске подршке управа друштва мора пажљиво да испита кредитну способност (кредитни рејтинг) сваког лица коме се пружа подршка;<sup>51)</sup>

3) скупштина акционара мора квалификованом већином дати претходну сагласност на овај правни посао;<sup>52)</sup>

4) управа друштва је дужна да скупштини акционара претходно поднесе писани извештај у коме ће навести разлоге за пружање финансијске подршке, интерес друштва у том правном послу, услове под којима ће он бити закључен, ризике по само друштво (посебно када се они односе на питања ликвидности и солвентности) и цену по којој ће трећа лица стећи акције друштва;<sup>53)</sup>

5) износ финансијске подршке се мора кретати у оквирима института ограничења плаћања;<sup>54)</sup> и

6) треће лице мора акције друштва купити или уписати по правичној цени.<sup>55)</sup>

Наведена правила важе само у случају да држава чланица дозволи својим акционарским друштвима да кредитирају и на други начин финансијски помажу трећа лица у стицању својих акција. Према томе, Друга директива ЕУ није наметнула обавезу државама да уведу ову могућност, али је за разлику од ранијег решења више ни не забрањује.

Бројни услови показују још увек присутно неповерење Европске уније у институт пружања финансијске помоћи за стицање својих акција. Коначно усвојено решење је знатно модерније од претходног, али је и даље сувише рестриктивно. Многа спорна питања која ће се поставити и односу на имплементацију услова,

51. Ова одредба појачава степен одговорности чланова управе. Види: Извештај ДТИ, стр. 36.

52. Висока група експерата је предложила да се скупштини акционара дозволи да да овлашћење управи друштва да закључује уговоре којима пружа финансијску помоћ за стицање акција друштва у одређеном максималном периоду (на пример, пет година). Види: Винтеров извештај, стр. 85. Изменама овакав став није прихваћен. О критици обавезне претходне сагласности скупштине акционара види: Eilís Ferran, "Simplification of European Company Law on Financial Assistance", *European Business Organization Law Review*, бр. 6 из 2005. године, стр. 96-97.

53. Из овог услова произлази немогућност давања *ex ante* овлашћења управи. Види: Образложење Друге директиве ЕУ, стр. 5.

54. Према Извештају ДТИ ово је једино оправдано ограничење за пружање финансијске подршке за стицање својих акција (стр. 36).

SLIM група је предложила два алтернативна пута: ограничавање финансијске помоћи до износа нето расположивих резерви и забрана финансирања уписа нових акција. Висока група експерата је прихватила први предлог, јер је сматрала да расположиве резерве представљају довољну гаранцију да ће сви ризици у вези са финансирањем бити покривени. Види: Винтеров извештај, стр. 85; Препоруке SLIM групе, стр. 5.

55. Овај услов је непотребан имајући у виду одредбу директиве која се односи на услове права пречег уписа (чл. 29), а због недовољно јасних последица у контексту пружања финансијске подршке присутна су и залагања за њено брисање. Види: Извештај ДТИ, стр. 36.

увешани трошкови и немогућност давања финансијске помоћи у кратком року, неће утицати на експанзију финансирања стицања својих акција. Комунитарно право изменама поручује да је давање финансијске подршке у наведеном смислу прихватљиво. Ово је само једна фаза у прогресивном размишљању Европске уније на наведену тему.<sup>56)</sup> У будућности треба очекивати потпуни раскид везивања овог института за основни капитал друштва и његово позиционирање у оквиру дужности чланова управе.<sup>57)</sup>

Закон о привредним друштвима, по узору на ранију верзију члана 23(1) Друге директиве ЕУ, у оквирима института кредит за акције, забрањује акционарским друштвима да дају кредите, обезбеђења или другу финансијску подршку за стицање својих акција.<sup>58)</sup> Премда је ово решење и даље хармонизовано са комунитарним правом, оно више није складу са духом извршених промена и новим тенденцијама у овој области. Препоручљиво је да се *de lege ferenda* у потпуности укине забрана за затворена акционарска друштва и друштва са ограниченом одговорношћу,<sup>59)</sup> а финансирање стицања својих акција од стране отворених акционарских друштава ограничи са шест горе наведених услова.

#### 4. Заштита поверилаца у случају редовног смањења основног капитала акционарског друштва

У случају смањења основног капитала акционарског друштва, повериоци са недоспелим потраживањима, насталим пре објављивања одлуке о смањењу, могу тражити обезбеђење тих потраживања.<sup>60)</sup> Право на обезбеђење је минимално право, које државе могу проширити.<sup>61)</sup> Повериоцима се право на обезбеђење може одузети само у два случаја: ако је поверилац адекватно заштићен и ако заштита није потребна имајући у виду имовину друштва.

Најзначајнији сегмент заштите поверилаца у поступку редовног смањења основног капитала, који је остао нерегулисан Другом директивом ЕУ, односио се на начин на који повериоци могу остварити своја гарантована права. Ова материја је у потпуности била препуштена државама чланицама. Измене Друге директиве

56. Очигледна привредна неатрактивност овог решења представља наду да ће се у будућности водити дебате око утврђивања бољих начина уређивања материје пружања финансијске подршке за стицање својих акција. Види: Eilís Ferran, *нав. чланак*, стр. 99.

57. Друга директива ЕУ се није одрекла одговорности чланова управе и поред обавезне претходне сагласности скупштине акционара.

58. Види: ЗОПД, чл. 190(1). Као и директива, ЗОПД предвиђа и изузетак од овог правила, за финансијске организације, чија је то редовна делатност, као и када друштво жели да подстакне запослене у друштву и у повезаним друштвима на стицање акција (чл. 190(2, 3)).

59. ЗОПД забрану финансирања проширује и на друштва са ограниченом одговорношћу (чл. 123).

60. Види: Друга директива ЕУ, чл. 32(1).

61. ЗОПД уз право на обезбеђење даје могућност повериоцима да њихова потраживања буду исплаћена иако нису доспела, ако је тако одређено одлуком о смањењу основног капитала (чл. 268(2)).

ЕУ су имале за циљ да отклоне ову правну празнину. Новоусвојеним одредбама државе чланице имају обавезу да повериоцима омогуће покретање одговарајућег судског или управног поступка у циљу заштите својих права. Основна дилема даље разраде овог правила је била, на коме треба да буде терет доказа, на директорима друштва или на повериоцу. Директива је заузела став по коме је терет доказа на повериоцу, који није добио адекватно обезбеђење. Он треба у покренутом поступку да докаже да је намирење његовог потраживања угрожено због смањења основног капитала друштва.<sup>62)</sup>

У Србији је заштита поверилаца у поступку редовног смањења основног капитала отвореног акционарског друштва писана под утицајем Друге директиве ЕУ. Међутим, у односу на тренутно важеће право ЕУ, Закон о привредним друштвима одступа у два правца.

1) Законом није прописан изузетак од обавезе пружања обезбеђења повериоцима у случају да је имовина друштва довољна гаранција да њихова права нису угрожена. Директива познаје два изузетка, при чему наш закон разрађује само први од њих.<sup>63)</sup>

2) Законом нису предвиђени начини на које повериоци могу принудно заштити своја права у случају да друштво не обезбеди њихова потраживања. Према општим правилима, повериоци би могли да покрену парнични поступак, као основни поступак за заштиту субјективних грађанских права.<sup>64)</sup> У својству тужиоца поверилац би морао да докаже да је његово потраживање недоследно, да је настало пре последње објаве регистрације и да му потраживање није обезбеђено. За разлику од Друге директиве ЕУ не тражи се доказ угрожености намирења потраживања због смањења основног капитала друштва.

### III Могући правци даљег развоја Друге директиве ЕУ

#### 1. Укидање минималног основног капитала

Оправданост постојања минималног основног капитала једна је од најинтензивнијих расправа које се тренутно воде у оквиру компанијског права ЕУ.<sup>65)</sup> Концепт постојања основног капитала није успео да заштити интересе поверилаца друштва у мери у којој се то очекивало.<sup>66)</sup> Заштита коју он пружа је привидна, јер

62. О разлозима за и против овог решења види: Синтеза одговора на Винтеров извештај, стр. 18.

63. Одредба по којој обезбеђење не могу тражити повериоци који у случају стечаја имају право првенственог намирења из стечајне масе дужника, као ни други повериоци са обезбеђеним потраживањима, представља нашу конкретизацију појма адекватне заштите повериоца. Види: ЗОПД, чл. 268(2).

64. Види: Мирко Васиљевић, "Коментар Закона о привредним друштвима", стр. 507.

65. Види: John Armour, "Legal Capital: an Outdated Concept?", European Business Organization Law Review, бр. 7 из 2006. године, стр. 5-27; Luca Enriques & Jonathan R. Macey, "Creditors versus Capital Formation: the Case Against the European Legal Capital Rules", Cornell Law Review, бр. 86 из 2001. године, стр. 1165-1204.

нема гаранције да друштво након извршене правне радње (на пример, плаћања акционарима) неће постати презадужено или инсолвентно. Међутим, и поред неефикасне заштите, многе утицајне државе чланице ЕУ (превасходно Немачка) не дозвољавају имплементацију правила која би се кретала у правцу укидања основног капитала.

Европска унија је овом проблему приступила опрезно и крајње прагматично. Наиме, изменама Друге директиве ЕУ се ни на који начин није зашло у постојећи режим основног капитала. Поред жеље да се избегну конфронтација са државама чланицама које се залажу за *status quo*, закључено је и да не постоје довољно убедљиви докази да основни капитал представља препреку за развој привредне активности.<sup>67)</sup> Поред измена Друге директиве ЕУ започето је и са активностима на пољу испитивања алтернативног режима заштите поверилаца и акционара, чија је најзначајнија планирана карактеристика укидање концепта основног капитала. Резултати истраживања ће указати на оптималан правац даљег развоја.

## 2. Акције без номиналне и рачуноводствене вредности

Друга директива ЕУ прописује да акције морају имати номиналну или рачуноводствену вредност.<sup>68)</sup> Једина разлика између ових акција се састоји у томе што је код првих номинална вредност изражена на самој акцији, док се код других она може индиректно израчунати дељењем рачуноводствене вредности основног капитала са укупним бројем издатих акција.<sup>69)</sup> У последње време све су чешћа залагања за увођење и треће категорије акција (тзв. праве акција без номиналне вредности), које немају прецизирану вредност, већ представљају одређени проценат укупне вредности друштва, изражене у имовини или приходима.<sup>70)</sup> Оне омогућавају да вредност која се приписује акцији одговара економској реалности.<sup>71)</sup>

Спорно је у којој мери би се увођењем акција код којих не постоји однос са основним капиталом друштва одступило од основних принципа Друге директиве ЕУ. Према неким, једина препрека за ову правну иновацију представља одредба по којој се акције не могу издавати по емисионој вредности која је нижа од номи-

---

66. Правила која се односе на основни капитал се уз обавезу извештавања јавности и фидуцијарне дужности чланова управе традиционално посматрају као једна од три регулаторне стратегије за заштиту интереса поверилаца. Види: Gerard Hertig & Hideki Kanda, "Creditor Protection", у: Reinier R. Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock, "The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach", Oxford University Press, 2005., стр. 77-96.

67. Види: Винтеров извештај, стр. 78-79, 82.

68. Види: Друга директива ЕУ, чл. 8.

69. Види: Небојша Јовановић, "Акције", у: Мирко Васиљевић (уредник), "Акционарска друштва, берзе и акције – АБА (Специјалистичке студије – Зборник радова)", Правни факултет Универзитета у Београду, 2006., стр. 623.

70. Види: Eddy Wymeersch, "Reforming the Second Company Law Directive", стр. 7; Препоруке SLIM групе, стр. 12.

71. Види: Jonathan Rickford (ed.), *нав. извештај*, стр. 929.

налне или рачуноводствене вредности. На другој страни, присутна су и схватања по којима би увођење акција без номиналне вредности захтевало фундаменталну промену основних принципа Друге директиве ЕУ. Због бројних недоумица, Висока група експерата се у овом тренутку није определила да препоручи увођење ове промене, већ се заложила за њено даље преиспитивање у предстојећем периоду.<sup>72)</sup> Европска комисија одредбе о акцијама без номиналне вредности није укључила у предлог измена Друге директиве ЕУ, што не треба тумачити као коначно затварање врата комунитарног права за развој у том правцу.

### 3. Улози у раду и услугама

У циљу доследног спровођења принципа очувања вредности основног капитала акционарског друштва и онемогућавања заобилажења правила о минималном оснивачком капиталу, Друга директива ЕУ је забранила улоге који се састоје у обавези вршења одређеног рада или пружања одређених услуга (тзв. улози у раду и услугама).<sup>73)</sup> Након почетно рестриктивног става, све су присутнија схватања по којима треба дозволити улоге у раду и услугама.<sup>74)</sup> Ова могућност би била од велике користи за сва она друштва код којих професионалне услуге чине њихову значајну имовину, као и за новооснована друштва. Основна претпоставка да би ова врста неновчаних улога била дозвољена је адекватно обезбеђење друштва (на пример, преношење акција на депо рачун све док се не изврши рад, односно не пруже услуге, или обавеза друштва да се осигура за случај неизвршења обавеза). Имајући у виду наведену аргументацију, Висока група експерата је препоручила Европској комисији да испита могућност увођења одредбе о дозвољености улога у раду и услугама за акционарска друштва.<sup>75)</sup> Како у овом моменту још увек није у потпуности сазрела идеја о користима од укидања забране улога у раду и услугама, измене Друге директиве ЕУ нису зашле у ово питање, што не значи да се у перспективи то неће десити.

### 4. Овлашћење управе да укине или ограничи право пречег уписа

Управа може да донесе одлуку о укидању или ограничавању права пречег уписа акционара у оквирима института овлашћеног капитала ако је то предвиђено оснивачким актом, статутом или одлуком скупштине акционара.<sup>76)</sup> Управа мора и поред датог овлашћења да поднесе скупштини акционара писани извештај са навођењем разлога за укидање или ограничење права пречег уписа и образложењем предложене цене издавања.

72. Види: Винтеров извештај, стр. 82-83.

73. Види: Друга директива ЕУ, чл. 7. О разлозима за недозвољеност улога у раду и услугама види: Мирко Васиљевић, "Компанијско право (право привредних друштва Србије и ЕУ)", Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2005, стр. 44.

74. Види: Jonathan Rickford (ed.), *нав. извештај*, стр. 937.

75. Види: Винтеров извештај, стр. 83.

76. Види: Друга директива ЕУ, чл. 29(5).

Према предлогу измена Друге директиве ЕУ, сачињеном од стране Европске комисије, управи је дата могућност да укине или ограничи право пречег уписа нових акција, без потребе да сачини поменути извештај и достави га скупштини акционара, уколико се испуне три услова:<sup>77)</sup>

1. да скупштина акционара у овлашћењу датом управи наведе додатни услов по коме акције морају бити издате под преовлађујућим тржишним условима на организованом тржишту у тренутку емисије;

2. да акционари не захтевају од управе да наведе разлоге за укидање или ограничење права пречег уписа; и

3. да се примена овог правила ограничи само на котирана акционарска друштва.<sup>78)</sup>

Правило овакве садржине даје већа овлашћења управи, уз пружање адекватне заштите правима акционара. Усвојене измене Друге директиве ЕУ не садрже поменуто решење, јер се велики број стручњака које је контактирала Европска комисија неповољно изразило о ширењу овлашћења управе да укида или ограничава право прече куповине ван оквира предвиђених постојећим правилима.<sup>79)</sup>

У предстојећем периоду треба очекивати ширење праксе емисије акција од стране управе друштва уз укидање права пречег уписа постојећих акционара. Прави одговор на постављени проблем не треба тражити у ограничавању права управе да укида право пречег уписа, већ у поштравању одговорности која се заснива на одређивању јасних и прецизних контура дужности пажње и лојалности чланова управе.

У праву Србије, управни одбор може укинути или ограничити право пречег уписа акционара при издавању одобрених акција само уколико је то изричито одређено оснивачким актом друштва.<sup>80)</sup> Свако друштво треба у свом оснивачком акту да одреди границе овлашћења управног одбора. Ако тих ограничења нема, управни одбор има дискрециона овлашћења у складу са општим принципима Закона о привредним друштвима да укине или ограничи право прече куповине одобрених акција. Српско право у овом домену иде један корак испред важећег права ЕУ. Ако се ово решење повеже са минималним вредностима по којима се могу издавати акције (не испод номиналне, а само изузетно испод тржишне вредности),<sup>81)</sup> уочава се да је наше решење хармонизованије са неусвојеним изменама Друге директиве ЕУ, него са постојећим решењима.

77. Види: Предлог измена Друге директиве ЕУ (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital), од 21. 9. 2004. године, чл. 1(7). Слично види: Винтеров извештај, стр. 84; Препоруке SLIM групе, стр. 14.

78. Због непостојања тржишне вредности акција некотираних акционарских друштава, предложено промену треба применити само на котирана друштва. Види: Препоруке SLIM групе, стр. 14.

79. Види: Синтеза одговора на Винтеров извештај, стр. 18.

80. Види: ЗОПД, чл. 213(13) у вези са чл. 205(4).

81. Види: ЗОПД, чл. 212.

## 5. Принудна продаја и принудна куповина као општи институти компанијског права

Право већинског акционара да принуди мањинске акционаре да му продају своје акције (принудна продаја), као и комплементарно право мањинских акционара да захтевају од већинског акционара да купи њихове акције (принудна куповина), представљају два правна института која нису била регулисана на нивоу ЕУ све до доношења Директиве ЕУ о јавним понудама за преузимање (од сада: Директива ЕУ о преузимању).<sup>82)</sup> И поред правне одвојености, принудна продаја и принудна куповина економски посматрано чине једну целину. Према решењу Директиве ЕУ о преузимању, мора постојати директна или индиректна веза између права на принудну продају, односно принудну куповину, и потпуне јавне понуде за преузимање.<sup>83)</sup> У оба случаја је принцип да се одређено капитал-учешће мора стећи као резултат успешног преузимања јавном понудом.<sup>84)</sup> Према томе, Директива ЕУ о преузимању је домен примене принудне продаје и принудне куповине преусмерила искључиво на терен права преузимања.

Друга директива ЕУ не садржи одредбе које се односе на принудну продају и принудну куповину. Неки институти, попут принудног повлачења акција и откупа акција,<sup>85)</sup> имају одређених сличности са принудном продајом, а основна разлика је у томе што се они финансирају средствима друштва, а не средствима већинског акционара.

Последњих година се све учесталије говори о потреби да принудна продаја и принудна куповина постану општи институти компанијског права. Измене Друге директиве ЕУ се показују као најбољи пут за спровођење ове идеје. Висока група експерата је препоручила свим државама чланицама да уведу институте принудне продаје и принудне куповине акција уз поштовање следећих минималних стандарда.<sup>86)</sup>

1) домен примене ових института треба ограничити на котирана отворена акционарска друштва; група није препоручила примену истог режима и на затворена друштва, због неопходности додатног испитивања утицаја посебних уговорних односа којима се штите мањински чланови, односно акционари у овим друштвима;

2) настанак ових права треба узети за поседовање одговарајућег процента акцијског капитала (минимум 90%), при чему се узима у обзир номинална, одно-

82. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids (од сада: Директива ЕУ о преузимању), Official Journal L 142 од 30. 4. 2004. године.

83. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 15-16.

84. Директна веза постоји онда када се поменути прагови гласачког капитала стичу искључиво јавном понудом (на пример, 90% акционара са гласачким акцијама прихвати понуду не рачунајући акције преузимаоца), док је код индиректне везе неважно да ли је читав проценат стечен јавном понудом (на пример, ако лице које поседује 50% акција са правом гласа упуту јавну понуду којом стекне додатних 40% гласачког капитала).

85. Види: Друга директива ЕУ, чл. 35-37.

86. Види: Винтеров извештај, стр. 109-110.

сно књиговодствена вредност свих акција, без обзира да ли дају право гласа; државе овај проценат могу повећати највише до 95%;

3) права на принудну продају и принудну куповину треба да имају општи карактер, јер је ирелевантан начин на који је већински акционар стекао квалификовано капитал-учешће;

4) у циљу отклањања несигурности трајање ових права треба да буде ограничено;

5) проценте који иницирају право на принудну продају и принудну куповину треба везати за сваку класу акција, а не за све акције друштва; и

6) регулисање принудне продаје и принудне куповине у Другој директиви ЕУ ни на који начин не треба да утиче на истоимене институте уграђене у Директиву ЕУ о преузимању, јер ће она као специјализован пропис имати примат.

Европска комисија је у складу са наведеним препорукама укључила одредбе о принудној продаји и принудној куповини у предлог измена Друге директиве ЕУ.<sup>87)</sup> Међутим, ти чланови нису постали саставни део усвојених измена, јер су у каснијим фазама поступка изостављени.

Принудна продаја и принудна куповина су у праву Србије паралелно уређени у два правна извора: Закону о преузимању акционарских друштава (од сада: Закон о преузимању)<sup>88)</sup> и Закону о привредним друштвима.<sup>89)</sup> Применом општих правних правила, Закон о преузимању, као касније донет и специјализовани пропис, има примат у односу на Закон о привредним друштвима, у свим случајевима када се решења ова два закона нађу у колизији.

Ако се посматра само принудна продаја, онда се може уочити да су оба закона предвидела исти услов за иницирање права већинског акционара на куповину преосталих акција, а односи се на стицање 95% акција у поступку преузимања од стране понудиоца.<sup>90)</sup> Консеквентно реченом, регулатива принудне продаје из Закона о привредним друштвима се не може применити.<sup>91)</sup> По свим својим карактеристикама принудна продаја је институт права преузимања.

За разлику од принудне продаје, услови за принудну куповину су другачије уређени у законским текстовима. Закон о преузимању као основни услов захтева да је "понуђач откупио најмање 95% акција циљног друштва".<sup>92)</sup> Према томе, између јавне понуде за преузимање и стицања 95% акција циљног друштва мора да постоји директна или индиректна веза.<sup>93)</sup> Закон о привредним друштвима овај институт поставља врло широко, јер га не везује за јавну понуду за преузимање, већ

87. Види: Предлог измена Друге директиве ЕУ, преамбула, рецитал (8) и чл. 39(a-b).

88. Види: Закон о преузимању акционарских друштава (објављен у Службеном гласнику РС, бр. 46 из 2006. године, од сада: Закон о преузимању), чл. 34-35.

89. Види: ЗОПД, чл. 447-449.

90. Види: Закон о преузимању, чл. 34(1); ЗОПД, чл. 447(1).

91. Због обавезе постојања директне везе између стицања 95% акција циљног друштва и јавне понуде за преузимање, не треба очекивати да ће принудна продаја у праву Србије имати већи практичан значај.

92. Закон о преузимању, чл. 35(1).

за стицање 95% акција друштва, при чему је начин стицања неважан.<sup>94)</sup> Како ускладити очигледан несклад који постоји између ова два закона? Када понудилац стекне 95% акција циљног друштва као резултат јавне понуде за преузимање онда се примењују правила о принудној куповини из Закона о преузимању.<sup>95)</sup> Међутим, у свим случајевима када једно лице стекне 95% акција другог друштва, под условом да тај проценат није достигнут у поступку преузимања, већински акционар постаје обавезан да купи акције преосталих акционара на њихов захтев према правилима Закона о привредним друштвима. Отуда се може извести закључак по коме је принудна куповина општи институт компанијског права, те у том погледу српско право прати модерне европске тенденције у овој области.

#### IV Алтернативни концепт заштите поверилаца и акционара

##### 1. Два модела

Уз рад на поједностављивању Друге директиве ЕУ, Европска комисија је започела и са активностима на пољу потпуног редефинисања њених основних поставки. Са тим циљем су предложена два модела као могуће алтернативе Другој директиви ЕУ, чија је заједничка карактеристика укидање концепта основног капитала.

1) Први модел је инспирисан америчким искуствима у области компанијског права. Његово прихватање би водило радикалном заокрету у односу на досадашња решења комунитарног права. Поред укидања основног капитала, предложено је да се редефинишу односи између скупштине акционара и управе друштва, и то у правцу давања превласти управи друштва. Емисија акција од стране управе не би била ограничена прибављањем сагласности скупштине акционара, већ би унапред постављене фидуцијарне дужности биле једино ограничење. Такође, право пречег уписа акција од стране акционара не би више важило као основно правило, већ би представљало изузетак.<sup>96)</sup>

2) Други модел укида основни капитал, али без жеље да раскине са осталим институтима компанијског права држава чланица ЕУ. Он покушава да интегрише

93. Овакав закључак се посредно извлачи из појма понуђача, јер се под понуђачем подразумева физичко или правно лице, које је обавезно да објави понуду за преузимање (обавезна понуда) или намерава да изврши преузимање упућивањем јавне понуде, иако на то није обавезно законом (добровољна понуда). Види: Закон о преузимању, чл. 2(1)(4).

94. Види: ЗОПД, чл. 448(1); Мирко Васиљевић, "Коментар Закона о привредним друштвима", стр. 813.

95. Процент може бити достигнут у целости јавном понудом за преузимање (на пример, акционари који поседују 95% акција прихвате јавну понуду), или само делимично, ако је понудилац пре упућивања понуде већ поседовао одређен проценат акција циљног друштва, а прихватањем понуде од стране акционара је премашио законом одређен проценат (на пример, понудилац поседује 30% акција циљног друштва, а након јавне понуде за преузимање стекне додатних 65%).

96. Види: Винтеров извештај, стр. 80.

ову велику промену у систем у коме би акционари задржали значајан степен контроле, а нарочито у случајевима када се одлучује о њиховим правима.

Прелиминарним истраживањем је утврђено да други модел ужива велику подршку практичара и теоретичара у ЕУ, због чега се на њега фокусирао наставак даљих активности Европске комисије. Основне идеје овог модела се састоје у томе да би он требало у најмању руку да буде подједнако ефикасан у заштити поверилаца и акционара као и систем заснован на постојању и одржавању основног капитала.<sup>97)</sup> Према томе, ефикасност решења Друге директиве ЕУ је репер у односу на који ће се мерити делотворност алтернативног режима, што према неким ауторима ствара конфузију и води нејасним резултатима.<sup>98)</sup> Конкретна решења алтернативног концепта се могу поделити на она која штите интересе поверилаца, односно акционара.

## 2. Заштита поверилаца<sup>99)</sup>

Принцип одржавања основног капитала не спречава свако инсолвентно друштво да врши плаћања, као што ни не дозвољава сваком солвентном друштву да врши плаћања својим акционарима. Нови концепт заштите поверилаца се заснива на увођењу нових критеријума (тестова) који би по својим начелним карактеристикама требало да буду супериорнији у односу на принцип одржавања основног капитала.

Акционарско друштво може вршити исплате својим акционарима само уколико се испуне услови из тестова презадужености и ликвидности.

1) Тест презадужености. Према тесту презадужености, друштво не може да врши било каква плаћања ако би након исплате имовина друштва била мања од обавеза. Под утицајем немачке и аустријске доктрине, презадуженост не треба посматрати само у статичком смислу, где се као основа узима ликвидациона вредност имовине дужника, већ и у динамичком смислу, код ког је неопходно извршити антиципацију потенцијалних прихода друштва у будућности.

2) Тест солвентности (ликвидности). Тест солвентности гарантује повериоцима да ће након исплате друштво имати довољно ликвидних средстава да плаћа своје доспеле обавезе у предстојећем периоду, тј. да ће бити солвентно.<sup>100)</sup>

---

97. *Idem.*, стр. 87.

98. Види: Eilís Ferran, "The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union", ECGI – Law Working Paper No. 51/2005, 2005., <http://ssrn.com/abstract=841884>, стр. 3.

99. Види више: Винтеров извештај, стр. 87-88.

100. Закон о привредним друштвима уводи принцип да друштва капитала не могу вршити плаћања својим акционарима, односно члановима, ако би након извршених плаћања друштво било неспособно за плаћање својих дугова који доспевају у редовном пословању друштва (чл. 133(1)(2), 230(3)(1)). На поменути начин српско право је усвојило тест солвентности, чиме је отишло један корак испред ограничења плаћања предвиђених Другом директивом ЕУ (чл. 15), односно за један корак се приближило алтернативном концепту заштите поверилаца.

Неопходан услов да би се извршило плаћање акционарима је да чланови управе претходно саставе сертификат о солвентности, у коме би јасно потврдили да предложено плаћање испуњава захтеве тестова презадужености и солвентности. Састављање сертификата представља основ за појачану одговорност чланова управе (казненоправну и грађанскоправну) у случају да се покаже као нетачан. Предложено је да се санкције прошире и на тзв. "директоре из сенке".<sup>101)</sup>

### 3. Заштита акционара<sup>102)</sup>

Укидање основног капитала не мора нужно да значи и нижи степен заштите акционара. Према предложеном алтернативном концепту положај акционара може бити у значајној мери побољшан. У том смислу посебан значај добија регулатива права пречег уписа, минималне вредности по којој се акције могу издавати и неновчаних улога.

а. Право пречег уписа. Право пречег уписа новоемитованих акција постојећих акционара је замишљено као основни механизам за заштиту права акционара. Ово право може бити укинато или ограничено само одлуком скупштине акционара, која мора бити заснована на објективним критеријумима.

б. Емисиона вредност акција. Немогућност издавања акција за износ који је нижи од њихове номиналне, односно рачуноводствене вредности, једно је од значајних органичења комунитарног права инкорпорираних у Другу директиву ЕУ.<sup>103)</sup> Заштита акционара је оваквим правилом само делимично спроведена, јер номинална (рачуноводствена) вредност може у значајној мери да одступа од реалне (тржишне) вредности. Укидањем основног капитала акције не могу имати номиналну (рачуноводствену) вредност, те предложен алтернативан концепт као релевантан репер узима правичну вредност акција. Наиме, друштво не може да емитује акције чија емисиона вредност не одговара њиховој тржишној вредности. На тај начин је појачан степен заштите акционара.

в. Неновчани улози. У систему непостојања основног капитала се посебна пажња мора посветити питањима дозвољености и процене неновчаних улога. Сертификат управе о правилној сразмери вредности акција и улога, обавезна одлука скупштине акционара и посебна заштита мањинских акционара су најважнији проблеми које ће морати да реши регулатива неновчаних улога.

### 4. Опциони карактер

Европска комисија је веома опрезна у односу на даље активности на пољу укидања основног капитала.<sup>104)</sup> Радикалан заокрет у односу на важећа решења

101. О појму "директора из сенке" види: Paul L. Davies, "Gower's Principles of Modern Company Law", Sweet & Maxwell, London, 1997., стр. 182-183; Geoffrey Morse, "Charlesworth & Morse Company Law", Sweet & Maxwell, London, 1997., стр. 237-238.

102. Види: Винтеров извештај, стр. 88-89.

103. Види: Друга директива ЕУ, чл. 8(1); ЗОПД, чл. 212(1), 234(4).

није подједнако прихватљив за све државе чланице ЕУ. Из тих разлога је нови модел заштите поверилаца и акционара замишљен као алтернатива постојећем систему који нуди Друга директива ЕУ. Он неће бити наметнут државама чланицама, већ ће бити понуђен као опција коју оне могу да прихвате, али не морају.

## 5. Будући планови

Европска комисија је заузела став по коме ће у средњем року бити изведена студија изводљивости алтернативног концепта заштите поверилаца и акционара.<sup>105)</sup> Ова студија има три основна циља:

- први, да се утврде конкретне карактеристике могућег алтернативног режима, јер је Висока група експерата дала само најзначајније правце у којима би алтернатива Другој директиви ЕУ могла да се креће, без даљих прецизирања;
- други, да се процени могућност овог система да ефикасно заштити интересе поверилаца и акционара; и
- трећи, да се идентификују све предности алтернативног режима у односу на измењену Другу директиву ЕУ.<sup>106)</sup>

У случају да студија изводљивости покаже позитивне ефекте, алтернативни концепт би у дугом року постао саставни део Друге директиве ЕУ.

## Закључак

Измене Друге директиве из 2006. године представљају први покушај ЕУ да, након вишедеценијског искуства, комунитарно право у овој области прилагоди новим тенденцијама. ЕУ није успела у овој замисли, јер је домашај извршених промена изразито скроман. Оне су више козметичке природе, те не може бити речи о целовитој реформи Друге директиве. И поред скромних ефеката извршених измена, из њих се може извући јасан сигнал да су либерализација и поједностављивање принципа одржавања основног капитала основни правци будућег развоја Друге директиве. ЕУ је пропустила прву шансу да изврши темељну реформу ове правне области. У наредним годинама се не очекује затишје, већ интензиван рад на преиспитивању алтернативног режима заштите поверилаца и акционара, који би могао постати саставни део Друге директиве ЕУ. Време ће показати да ли су државе чланице ЕУ спремне за политички компромис или ће и друга шанса за реформу остати неискоришћена.

---

104. Види: Klaus J. Hopt, "Модернизација компанијског права и унапређење корпоративног управљања у ЕУ", стр. 6.

105. О започетим активностима Европске комисије на том пољу види: Call for tender MARKT/2006/7/F, "Feasibility study on alternative to capital maintenance regime as established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13. 12. 1976 and the examination of the implications of the new EU accounting regime on profit distribution", 2<sup>nd</sup> publication of a call for tender, од 14. марта 2006. године.

106. Види: Акциони план компанијског права, стр. 18.

---

**mr Vuk Radović, LL.M.**  
**Junior Faculty Member, University of Belgrade School of Law**

## **SIMPLIFICATION OF THE SECOND COMPANY LAW DIRECTIVE AND POSSIBLE WAYS OF FURTHER DEVELOPMENT**

### **Summary**

*After several decades of experience in the area of capital formation and capital maintenance, the EU tried to simplify the Second Company Law Directive. The amended Directive was finally adopted in 2006. The first part of this paper gives a historical overview of the Second Directive's development. Particular emphasis is put on SLIM Group Recommendations and Winter Report, because they dominantly influenced the future work on the simplification of current provisions by the force of well explained arguments and the authority of their members. In the second part of this paper the author describes the adopted changes, namely the expert valuation for contribution in kind, acquisition of own shares, financial assistance, and capital reduction. All these questions are critically analyzed with a view to how they fit into Serbian company law legislation. The third part of this paper explores in more detail some of the major changes that EU was planning to adopt (for example, removal of minimum capital, introducing shares with no par value, contribution in work and services), but in the end failed to reach political consensus. Discussing these issues is very important, because it shows possible ways of further development in the field of EU company law. The last part of this paper deals with the alternative regime for creditor and shareholder protection, which can be offered to member states to replace the current regime in case of positive effects of feasibility study.*

**Key words:** *Second Company Law Directive, SLIM recommendations, Winter report, EU Action plan, alternative regime for creditor and shareholder protection, legal capital, contribution in kind, acquisition of own shares, capital reduction, financial assistance, preemption rights, squeeze-out and sell-out rights.*