

Др Весна Бесаровић

редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

## ПРЕУЗИМАЊЕ ОТВОРЕНИХ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА У ПРАВУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ\*

*У погледу отворених акционарских друштава поступак стицања капитала од стране понуђача мора бити адекватно правно регулисан како би се заштитила права акционара, а посебно мањинских акционара, као и због поштовања прописа из области конкуренције. Основна опасност код преузимања лежи у поремећају тржишне равнотеже између конкурената, у стварању монопола и могућем угрожавању слободне конкуренције. Преузимање отворених акционарских друштава је као правни институт у правном простору Републике Србије регулисано Законом о заштити конкуренције и Законом о преузимању акционарских друштава, као lex specialis-ом. Да би се обезбедило остваривање позитивних ефеката, поступак преузимања мора да обезбеди заштиту мањинских акционара, функционисање финансијског тржишта, постојање тржишне конкурентности уз очување атрактивности преузимања за стране инвеститоре. При томе се законски прописи Републике Србије усклађују са правом Европске уније, посебно са садржајем одредби Директиве о јавним понудама за преузимање, тако да је преузимање отворених акционарских друштава релативно једноставно, што би могло стимулисати инвеститоре на тај корак.*

Кључне речи: *Отворена акционарска друштва.– Преузимање акционарских друштава.– Право конкуренције.– Директива Европске уније о преузимању.*

Стицање капитала у постојећим друштвима капитала може да буде различито. Када се такво стицање креће од значајног учешћа у капиталу (што се може сматрати износом од преко 20% укупног капитала, зависно од привредног сектора, вредности капитала и распореда акција) до већинског учешћа, онда се могу пореметити пос-

---

\* Чланак је настао у оквиру пројекта Правног факултета Универзитета у Београду *Развој правног система Србије и хармонизација са правом Европске уније (правни, економски, политички и социолошки аспекти).*

тојећи односи између акционара, угрозити права мањинских акционара, уз неизбежну промену структуре капитала, а самим тим и одлучивања, што се у крајњој последици односи на промену пословања акционарског друштва. У друштвима капитала где се овакво стицање не обавља јавним путем, акционари у акционарским друштвима имају право прече куповине акција. У друштвима са ограниченом одговорношћу, чланови друштва имају прече право куповине удела: када се донесе одлука о повећању капитала у друштвима капитала, право пречег уписа нових акција односно удела је загарантовано. На тај начин акционари у затвореним акционарским друштвима и чланови у друштвима са ограниченом одговорношћу задржавају контролу над капиталом и одлучивањем у друштву.

Али, када је реч о отвореним акционарским друштвима, поступак стицања капитала од стране нових акционара носи одређене ризике за постојеће акционаре и само друштво у целини. Тако, у неким земљама предмет преузимања могу бити само акционарска друштва чијим се акцијама тргује на организованом тржишту хартија од вредности,<sup>1</sup> док у другим земљама то могу бити, без условљавања, сва отворена (јавна) акционарска друштва.<sup>2</sup> Најзад, постоје и системи, као у праву В. Британије, где се преузимање односи на сва друштва капитала, тј. на акционарска друштва, али и на друштва са ограниченом одговорношћу.

Међутим, независно о ком националном систему је реч, преузимање акција или удела са правом гласа у друштву капитала крије у себи велике опасности ако није правно регулисано и ако не постоје механизми контроле. Приликом одлучивања о правном режиму преузимања, предходно је питање строгости тог режима. Слобода преноса учешћа у капиталу која је неограничена и неусловљена (без права прече куповине) захтева да буде правно регулисана у интересу постојећих акционара друштва које се преузима, безбедности поверилаца, сигурности промета акција и очувања слободне конкуренције на тржишту. Пошто се у улози понуђача за преузимање може да појави свако физичко или правно лице које испуњава законом предвиђене услове на одређеном националном тржишту, то се, кроз праксу, показало да је потребно да држава регулише посебним прописима поступак преузимања отворених акционарских друштава, како би се сачувала права акционара, а посебно права мањинских акционара, и

<sup>1</sup> Према Закону о преузимању акционарских друштава (*Службени гласник РС*, бр. 46/06), предмет преузимања не могу бити акционарска друштва чијим се акцијама није трговало на организованом тржишту последња три месеца пре објављивања обавештења о намери преузимања. Такав систем предвиђен је и у праву ЕУ, Немачкој, Француској, итд.

<sup>2</sup> Мађарска, Румунија, Бугарска, Хрватска, Словенија, итд.

обезбедило поштовање прописа о заштити конкуренције. Што је режим строжи, преузимање је теже, тј. правна заштита циљног друштва, његове управе и мањинских акционара је већа. Недостаци таквог режима су опстајање лоше управе у циљном друштву, отежавање груписања и прегруписања капитала и слично.<sup>3</sup>

Класификација система преузимања по критеријуму строжности правног режима се креће од немачког, као најстрожијег до америчког, као најблажег система преузимања. У САД постоје претежно велика акционарска друштва која се котирају на берзи, са великим бројем акционара, без већинских акционара, где је процес управљања одвојен од својинског процеса. У земљама ЕУ акционарска друштва су мања и не котирају се, сем великих конгломерата на берзи, а власничка структура је већинског типа. Управљање је повезано са акционарима, па је самим тим процес преузимања битно другачији него што је то случај са америчким друштвима.<sup>4</sup> Због тога се законодавац налази пред деликатним задатком – да пронађе правна решења која ће ићи у сусрет преузимању, да заштити мањинске акционаре, а да опет стимулише инвеститоре да се ангажују у преузимању друштва.

Основна предност код преузимања друштава капитала је евидентно повећање економске снаге компаније која преузима. То, по правилу, подразумева стицање тржишних позиција на новим тржиштима или ширење тржишне моћи на постојећим тржиштима од стране преузимаоца.<sup>5</sup> Међутим, основна опасност код преузимања лежи у поремећају тржишне равнотеже између конкурената, у стварању монопола и поремећају слободне конкуренције на тржишту. Због тога се свако преузимање друштава капитала мора, по нашем мишљењу, сагледати кроз право конкуренције, чије законске одредбе морају да буду референтне за правно регулисање преузимања у истој мери као и одредбе *lex specialis*-а, закона који регулише услове и поступак преузимања. Акт преузимања акционарског друштва који се обавља кроз прибављање акција може да доведе и до поремећаја на тржишту хартија од вредности. Досадашња пракса је показала и да преузимаоци мало воде рачуна о интересима мањинских акционара, тј. да се договори о продаји акција обављају са великим акционарима и надлежним институцијама, док су интереси мањинских акционара маргинализовани. Због тога су и прописи о хартијама од вредности правно релевантни за материју преузимања отворених акционарских друштава.

<sup>3</sup> Н. Јовановић, „Преузимање акционарских друштава“, *Акционарска друштва, берзе и акције – Зборник радова*, Београд 2006, 286.

<sup>4</sup> Б. Милановић, „Правне карактеристике новог законског регулисања акционарских друштава у Републици Србији“, *Судска пракса* 9/2006, 8.

<sup>5</sup> С. Nourissat, *Droit communautaire des affaires*, Paris 2003, 54.

Све то нас упућује да се материја преузимања отворених акционарских друштава мора правно регулисати посебним прописима – законом, али и да се прописи из области права конкуренције, хартија од вредности и привредних друштава морају ускладити са њима. Преузимање отворених акционарских друштава је као правни институт у правном простору Републике Србије регулисано посредно и непосредно, следећим законима: Законом о привредним друштвима, Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Законом о заштити конкуренције и Законом о преузимању акционарских друштава. Закон о привредним друштвима донет 2004. године је у поступку ревизије. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената је донет 2006. године, али после Закона о преузимању те су одредбе између ова два Закона усклађене, тако да се не очекују, бар у скорије време, ревизија тога Закона. Што се тиче Закона о заштити конкуренције који је донет септембра 2005. године и чија је ревизија такође у поступку, одређене измене би требало да буду учињене с обзиром на преузимање акционарских друштава. Наравно, све ове измене законских прописа се морају усклађивати са правом Европске уније односно посебно са садржајем одредби Директиве о јавним понудама за преузимање.

У сагледавању правног режима преузимања отворених акционарских друштава укратко ће се изложити систем који је постојао до 2006. године, када је донет *lex specialis* – Закон о преузимању, затим основне карактеристике у праву Европске уније које је утицало на обликовање нашег правног режима, постојећи правни режим у Републици Србији и измене које се могу очекивати у циљу заокруживања целог института преузимања.

## 1. ПРАВНИ РЕЖИМ ПРЕУЗИМАЊА АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА ДО 2006. ГОДИНЕ

У нашем правном миљеу први прописи из ове материје су биле одредбе Закона о предузећима из 1996. године о преузимању акционарског друштва на основу добровољне понуде за преузимање.<sup>6</sup> Затим је Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године детаљније регулисана ова материја мада без референтних одредби на Закон о предузећима који је тада, 2002. године, био на снази. Може се рећи да је Законом о тржишту хартија од вредности из 2002. године заправо први пут у нас успос-

<sup>6</sup> Закон о предузећима из 1996. године је регулисао само основна питања око преузимања акционарских друштава на основу добровољне понуде, објављивања и садржине понуде, накнадне сагласности савезног органа, принудне продаја акција преузимаоцу и слично.

тављен правни оквир за преузимање друштава капитала. Тако је нормиран основни принцип – да лице које жели да купи најмање 25% акција са правом гласа у постојећем акционарском друштву, мора то да учини кроз упућивање понуде за преузимање акција, ако жели да стекне право гласа на основу купљених акција (право које сваки акционар поготову већег пакета акција жели). Заинтересовано лице је било обавезно да захтев о преузимању упутити Комисији за хартије од вредности, која одлучује да ли ће дати зелено светло преузимаоцу. Тако се од 2002. године, када је донет Закон о тржишту хартија од вредности, појавила и једна од значајних дилема – да ли тај Закон уређује и добровољну понуду за преузимање, која је већ била регулисана одредбама Закона о предузећима, или само обавезну? У том случају би Закон о тржишту хартија од вредности дерогирао одредбе Закона о предузећима које се односе на добровољну понуду.

Главни импулс феномену правног преузимања акционарских друштава настао је у вези са приватизацијом друштвених предузећа. Дошло је до преузимања у којима је држава постала фактички преузималац привредних друштава са већинским друштвеним капиталом, путем принудних мера и без плаћања накнаде. Тим предузећима је било забрањено да предузимају ванредне послове без сагласности Агенције за приватизацију. Други вид преузимања је почео да се одвија тако што су лица са капиталом стицала владајуће учешће куповином акција који су запослени у преузетим друштвима стекли у приватизацији. Појава која је карактеристична за овај вид приватизације је велики број мањинских акционара, тј. проблем како укрупнити капитал. Тако су поједини већински власници постали одлучујући фактор у управљању друштвом на штету мањинских акционара који нису, због своје мале акционарске моћи и недовољне упућености у материју, могли да им се адекватно супроставе. Последица тако неуређеног финансијског тржишта је нерегуларно преузимање контроле над акционарским друштвима и отварање проблема како пружити правну заштиту мањинским акционарима.<sup>7</sup>

Од 2002. године преузимање друштава капитала постаје све чешће у привредној пракси Србије и преузимање се регулише одредбама Закона о тржишту хартија од вредности. Истовремено се сви недостаци недовољног правног регулисања ове материје показују у животу. Проблем се заоштрава чињеницом да већина земаља у нашем окружењу постепено доноси специјалне законе о преузимању акционарских друштава.<sup>8</sup> Такође, страни инвеститори такође полазе

<sup>7</sup> С. Дабић, „Модели и регулатива преузимања већинског пакета акција у акционарским друштвима“, *Право и привреда* 5–8/2003, 94.

<sup>8</sup> Закон о преузимањима Словеније из 1997. године, Закон о преузимању акционарских друштава Републике Српске из 2002. године, Закон о преузимању акционарских друштава у Хрватској из 2003. године.

од начина регулисања преузимања у њиховим земљама и сукобљавају се са нашим, пре свега неконзистентним, режимом. Најзад, индиректан притисак је, у том периоду, био створен и од стране Европске уније, јер је ово питање регулисано 2004. године на нивоу Европске уније посебном директивом, названом Тринаеста директива из компанијског права.<sup>9</sup>

Одређен помак у правном регулисању преузимања акционарских друштава је учињен доношењем Правилника Комисије за хартије од вредности 2003. године којим се одређује форма и садржина понуде. Међутим, Правилник није регулисао друга, бројна правна питања код преузимања, те је његов ефекат у пракси био ограничен.

Најзначајнији недостаци правног режима преузимања или празнине, како се могу назвати,<sup>10</sup> до доношења посебног закона – Закона о преузимању 2006. године, се могу поделити на недостатке у фази истицања понуде, у фази трајања понуде и њеног прихватања, недостаци који се односе на врсте јавне понуде, измене понуде које су резултат воље или због промењених околности, затим питање групног стицања владајућег учешћа у друштву које се преузима, забрана друштву које се преузима да се „брани“, недовољно регулисано питање најниже цене у понуди, нерегулисање приватне нагодбе између понудиоца који постаје преузималац и крупних акционара, итд.

Свему овоме треба додати и ситуацију која је створена доношењем Закона о приватизацији који предвиђа да су од обавезе истицања понуде за преузимање изузети само купци који акције стичу у емисији од предузећа које се приватизује. Акције које су емитоване, а нису продате кроз приватизацију, прелазе на Акцијски фонд. Заинтересован купац који купује најмање 25% учешћа у капиталу неког предузећа од Акцијског фонда мора да објави понуду и осталим акционарима тог предузећа, јер таква куповина има третман преузимања, будући да Акцијски фонд није емитент хартија већ акционар. Овакво правно решење се базира на начелу равноправности акционара циљног друштва, тј. друштва које се преузима. У пракси су се појавили притисци да се овај режим промени односно да купце акција од Акцијског фонда држава ослободи обавезе нормираног поступка преузимања. То, међутим, није свуда пракса – у неким суседним земљама продаја државног учешћа у акционарским друштвима у приватизацији је изузета од општег режима преузимања.<sup>11</sup>

Закон о привредним друштвима који је, у међувремену, донет 2004. године није регулисао ову материју. Наш законодавац се тако

<sup>9</sup> Директива 2004/25/СЕ о јавним понудама за преузимање.

<sup>10</sup> Н. Јовановић, „Мањкавости српског правног режима преузимања акционарских друштава“, *Право и привреда* 12/2004, 92.

<sup>11</sup> Република Српска, Румунија.

нашао у ситуацији да мора да регулише поступак преузимања посебним законом, на једнообразан начин, зато што је то захтевала пракса, с једне стране и зато што је то био део процеса хармонизације домаћег права са правом Европске уније, с друге стране. Наиме, после много дебата, усвојена је поменута Директива о преузимању, која је предвидела да су земље чланице обавезне да се најкасније до 20. маја 2006. године законодавно усагласе са одредбама Директиве и да о томе обавесте Комисију ЕУ. Када је тај датум прошао, материја преузимања отворених акционарских друштава на територији свих земаља чланица ЕУ је хармонизована у потпуности. Та чињеница је несумњиво утицала и на припрему и доношење нашег Закона о преузимању 2006. године.

## 2. ПРЕУЗИМАЊЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА У ПРАВУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Тринаеста директива или Директива о јавним понудама за преузимање је донета са циљем да се на координирани, једнообразни начин заштите интереси чланова акционарских друштава и трећих лица на нивоу Уније приликом преузимања акционарских друштава. На тај начин се омогућавају јасни и транспарентни модели преузимања и повећава степен правне сигурности на територији Уније односно онемогућава да се коришћењем разлика у правном регулисању земаља чланица манипулише, што је било могуће до доношења поменуте Директиве.<sup>12</sup>

Одредбе Тринаесте директиве регулишу преузимање понуда хартија од вредности компанија које су иначе основане и послују према националном праву земље седишта у некој од земаља чланица Уније. Услов да би се поменута Директива могла применити, је да се са хартијама од вредности које су предмет преузимања тргује на тржиштима хартија од вредности у једној или више држава чланица.<sup>13</sup>

Само преузимање компанија се мора обавити према општим принципима који су дефинисани у Директиви, у чл. 3:

- Свим имаоцима хартија од вредности у компанији која је предмет понуде, а које су исте категорије, мора се обезбедити исти третман; поред тога, ако једно лице стекне контролу над компанијом, остали имаоци хартија морају бити заштићени.
- Имаоци хартија од вредности у компанији која је предмет понуде морају имати довољно информација и времена како

<sup>12</sup> Р. Вукадиновић, *Право Европске уније*, Крагујевац 2006, 370.

<sup>13</sup> А. Decocq, *Droit europeen des affaires*, Paris 2003, 85.

би могли да донесу праву одлуку о понуди; управни одбор или други орган компаније који саветује имаоце хартија од вредности мора им указати на последице преузимања на плану запошљавања, делатности компаније и слично.

- Органи компаније која је предмет понуде морају да поступају у интересу компаније као целине и морају омогућити, својом сарадњом, имаоцима хартија од вредности да могу да одлучују о самој суштини понуде за преузимање.
- Не смеју се формирати лажна тржишта за хартије компаније која је предмет понуде од стране компаније понудиоца или друге компаније која је повезана са понудиоцем, чиме би се вештачки утицало на померање цене хартија које су предмет преузимања.
- Понудилац мора објавити понуду тек пошто обезбеди у потпуности накнаду у готовини, ако се таква понуда учини; понудилац мора да буде способан да испуни све друге захтеве у вези са надокнадом која се може потраживати од компаније која је предмет понуде.
- Компанија која је предмет понуде може да настави да послује све док је то разумно с обзиром на садржину понуде.

Државе чланице су обавезне да обезбеде да се ови минимални принципи поштују, с тим што могу прописати и строжије захтеве за преузимање од оних који су предвиђени Директивом.

Директива предвиђа да су државе чланице обавезне да одреде посебан национални орган који ће вршити контролу над преузимањем компанија и над применом Директиве и обавештавати Комисију ЕУ о самој примени Директиве. У погледу надлежности, примениће се принцип друштвеног седишта компаније која је предмет понуде, под условом да су хартије од вредности те компаније на том истом тржишту. Ако то није случај, онда ће се надлежност одређивати према тржишту на коме се котирају хартије од вредности компаније која је предмет преузимања. Ако таквих тржишта има више, онда ће се применити принцип приоритета, где су акције прво почеле да се котирају, а ако је почетак примене био истовремен на више националних тржишта, онда ће се применити принцип координације између националних органа који врше контролу над преузимањем, примењују Директиву и обавештавају Комисију ЕУ о примени Директиве.

Директива посебно регулише положај мањинских акционара, обавезну понуду за преузимање и правичну цену код такве понуде. Принцип јавности и транспарентности су посебно наглашени у Директиви и детаљно регулисани. Одређује се и време за прихват пону-



де, минимално и максимално. Понуда се упућује директно акционарима друштва које се преузима – циљно друштво. Они доносе индивидуалне одлуке, без сагласности управе друштва или скупштине акционара.<sup>14</sup> Такође, прописује се начин објављивања понуде, обавезе управног одбора или управе компаније која је предмет преузимања, утврђују се обавезни подаци које компанија мора да објави о свом пословању, забрањују се ограничења и рестрикције везане за спровођење преузимања које нису дозвољене Директивом. Као правична цена се сматра цена коју је за исте хартије платио понуђач у периоду чије трајање одређује држава чланица, најмање до 6 месеци, а највише до 12 месеци. Ако после објављивања понуде, а пре истека периода за прихват понуде, понуђач стекне хартије по цени која је изнад цене у понуди, понуђач мора своју цену да коригује бар на тај ниво. Понуђач може да понуди хартије, финансијска средства или комбинацију хартија од вредности и финансијских средстава. Државе чланице могу да предвиде да се понуда мора састојати од финансијских средстава или да постоји право избора. Директива садржи детаљну регулативу о понуди, минималан садржај понуде, рокове за прихватање понуде, финансирање, податке о понуђачу и другим важним елементима. Државе чланице регулишу период прихватања понуде између две седмице (минималан рок) и десет седмица (максималан рок) од датума објављивања понуде. Изузетно, овај рок се може продужити уз испуњење услова предвиђених Директивом. Начин објављивања понуде мора да обезбеди јавност, доступност и транспарентност понуде. Директива детаљно регулише и обавезе управних одбора и управе компаније која је предмет преузимања, као и обавезе држава чланица у погледу спровођења ових обавеза. Државе чланице нарочито морају да се старају да компанија која је предмет понуде пружи детаљне информације о тачно наведеним питањима, као што су структура капитала, врсте хартија од вредности, ограничења, механизми контроле и слично.

Директивом се забрањује управи акционарског друштва да од времена објаве намере о преузимању циљног друштва предузима било какве мере без овлашћења скупштине акционара, осим тражења конкурентске понуде помоћу које би се спречило преузимање. Директивом се чак налаже управи друштва да објави своје мишљење о понуди за преузимање са аргументима и да га достави запосленима који такође могу да доставе своје мишљење о преузимању. Иначе, Директива се не бави детаљним регулисањем односа и обавеза пре-

<sup>14</sup> У пракси се често јавља проблем недовољне стручности и обавештености акционара. Због тога се и налаже управи циљног друштва да састави и учини доступним образложено мишљење о свим околностима које могу бити од значаја за акционаре.

ма запосленима, јер су та питања регулисана другим директивама и националним прописима земаља чланица.

Посебна пажња се поклања систему информисања у вези са друштвом које је предмет преузимања. Државе чланице су обавезне да у својим законима предвиде објављивање информација о циљном друштву и то је минимум информација дат Директивом, док државе могу тражити и више од тога. Ови подаци морају бити доступни свима. Понуда се може прихватити изричито или самом предајом акција понудиоцу. Ако је број понуђених акција већи од понуде, онда се примењује један од два система, по избору земаља чланице – систем сразмерног откупа акција или обавеза куповине свих понуђених акција на продају.

Понуда се може прихватити изричитом изјавом воље акционара или конклюдентно – предајом акција понудиоцу. У случају неуспеха јавне понуде, што објављује национално надзорно тело за тржиште хартија од вредности, већина земаља прописује у својим националним прописима рок забране истицања нове понуде преузимања од истог понудиоца и повезаних лица. Тај рок је обично годину дана, али се помоћу накнадне понуде коју је одобрило национално надзорно тело, овај рок може скратити.

Заштита поверилаца се код већинског преузимања постиже кроз одржавање правног субјективитета циљног друштва, чиме сви уговори и потраживања према циљном друштву остају на снази. Могућ је и други систем – када друштво понудиоца преузима све обавезе друштва које је предмет преузимања. Сва стицања значајног и већинског учешћа капитала уписују се у регистар и објављују. Ако један од учесника у поступку преузимања не поштује прописану процедуру, санкција се састоји у немогућности остваривања права гласа по основу прибављеног учешћа.

Питање санкција према лицима која се не понашају у складу са националним прописима којима су преузете одредбе из Директиве о преузимању, прописују и спроводе државе чланице својим националним прописима, али обавештавају Комисију ЕУ о томе.

### 3. ПРЕУЗИМАЊЕ АКЦИОНАРСКИХ ДРУШТАВА ПО ПРОПИСИМА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Начин за организовано преузимање акција друге компаније ради стицања контроле над радом те компаније је поступак јавне понуде. Могуће је да заинтересовано лице стекне довољан број акција за преузимање контроле над једном компанијом и постепеним куповањем акција те компаније на тржишту хартија од вредности, али

овај поступак мора временски да траје, обично је скупљи јер се куповином акција једне компаније утиче на раст цена акција те компаније, па је свака следећа куповина акција скупља и коначно је неизвесно до ког процента контроле ће купац акција стићи. Сматра се да овај начин „прикупљања акција“ не треба посебно регулисати, јер не садржи у себи опасности и ризике које има симултано преузимање, путем јавне понуде.<sup>15</sup>

Поступак преузимања отворених акционарских друштава у Србији је сада регулисан Законом о преузимању акционарских друштава који је ступио на снагу 2006. године и ставио ван снаге одредбе Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената од 2002. године (чл. 67–83), који је до ступања на снагу Закона о преузимању регулисао ову материју. Непосредно после тога је цео Закон о тржишту хартија од вредности замењен новим Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената од 2006. године, који је сада на снази и који, сем одредби о Централном регистру и Комисији за хартије од вредности, које имају значаја за поступак преузимања, не садржи више одредбе о овој материји.

Законодавац се потрудио да дефинише основне појмове који су од значаја за преузимање компанија. Битно је његово опредељење за отворено акционарско друштво чијим се акцијама тргује на организованом тржишту хартија од вредности у Републици Србији као циљно друштво. Тиме су све дилеме о којима је већ било речи код одређивања циљног друштва решене. Предмет стицања су акције са правом гласа које акционару у тренутку стицања од стране понудиоца дају право једног гласа у скупштини акционара. Код општих начела значајно је установљење начела да мањински акционари могу под истим условима као и већински акционари да продају своје акције понудиоцу. Такође је битно да сви акционари морају бити потпуно, тачно и благовремено обавештени о понуди за преузимање, што је несумњиво утицај права Европске уније.<sup>16</sup> Поступак преузимања не сме да својим деловањем изазове поремећај на тржишту који би довео до померања цене акција циљног друштва. Законодавац је детаљно регулисао питање заједничког деловања, шта се сматра под појмом „заједничког деловања“ и који је начин заједничког деловања.

Основни принцип, установљен Законом, је да постоји обавеза објављивања понуде за преузимање за лице које је стекло више од 25% од укупног броја гласова које дају акције с правом гласа циљног друштва. Ова обавеза се састоји у истовременом обавештавању организационог облика организованог тржишта на коме се тргује, а то је

<sup>15</sup> М. Васиљевић, *Компанијско право*, Београд 2005, 368.

<sup>16</sup> В. нарочито Прва Директива ЕУ, 68, 151.

Комисија за хартије од вредности и циљног друштва. Ова обавеза је детаљно разрађена и обезбеђује транспарентност преузимања. Постоје и изузеци, када понудилац није обавезан да објави понуду за преузимање.

У Закону се, поред обавезне понуде, први пут код нас регулишу и добровољна понуда за преузимање, као и условна и конкурентска понуда за преузимање. Објављивање добровољне понуде се дешава у случају када понудилац одлучи да објави понуду иако на то није обавезан, тј. нису испуњени услови за обавезну понуду. Условна понуда је она којом понудилац тражи стицање најмањег броја акција са правом гласа као услова за преузимање; ако се тај услов не испуни до истека одређеног рока, понуда престаје да га обавезује. Предвиђена је и конкурентска понуда коју може да поднесе конкурент након објављивања понуде, а у периоду трајања прве понуде за преузимање, при чему се захтев за одобрење за објављивање понуде мора поднети најкасније један дан пре истека рока важења прве понуде. По пријему решења, конкурент мора одмах да објави своју понуду, а уколико је прва понуда условљена најмањим бројем акција које понудилац треба да стекне, конкурентска понуда не сме да гласи на стицање већег броја акција, јер би то било „непријатељско деловање“.

Поступак започиње понудилац који у року од једног дана од настанка обавезе преузимања мора да објави обавештење о намери преузимања, на исти начин како се објављује понуда за преузимање. У истом року понудилац мора да поднесе Комисији захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање. Законодавац је предвидео, по нашем мишљењу, неоправдано кратак рок, од два радна дана, у коме Комисија треба да донесе решење. Истина, у истом члану су дати изузеци на основу којих се рок може продужити до десет дана. Сматрамо да је требало предвидети кратак, али разуман рок од, на пример, бар 7 или 15 дана како би Комисија имала могућности да испита својства понудиоца, монополско окружење, да се консултује са Комисијом за заштиту конкуренције и слично. Иако Комисија не одлучује о оправданости саме понуде и не одговара за њену тачност, ипак је она први „институционални филтер“ за понуде за преузимање.

Пре подношења захтева за одобрење објављивања понуде Комисији, понудилац је обавезан да обезбеди неопходна средства за куповину акција која могу да буду новчана, хартије од вредности на посебном рачуну код Централног регистра, уговор о одобреном кредиту или неопозиву банкарску гаранцију на први позив за износ потребан за куповину акција на које се односи понуда за преузимање. Затим, након пријема решења Комисије о одобрењу објављивања понуде, понудилац је обавезан да објави понуду у дневним новинама,

под условима предвиђеним Законом. Ако, међутим, понудилац не објави понуду у законском року, Комисија ће решењем утврдити постојање његове обавезе објављивања понуде за преузимање и наложити му да, уколико нема средстава за спровођење поступка преузимања, прода одговарајући број акција у року од три месеца од дана пријема решења, тако да укупан број његових акција не прелази 25% од укупног броја акција с правом гласа циљног друштва. Ово решење Комисија мора да достави понудиоцу, циљном друштву, акционарима и Централном регистру.

Закон одређује обавезан садржај понуде, полазећи од захтева који су предвиђени у Тринаестој директиви ЕУ. Један од битних елемената је важење понуде, које у нашем праву може бити од 21 до 45 дана од дана објављивања понуде. Код конкурентских понуда, рок за преузимање се продужава до истека рока важења свих понуда, а најдуже до 70 дана, док се код измене понуде рок продужава за 7 дана, а најдуже до 60 дана од објављивања. Сматрамо да су ови рокови добро конципирани, јер не остављају могућност да се неограничено продужавају, што је понекад намера понудиоца.

Што се тиче цене у понуди за преузимање, она не сме бити нижа од просечне пондерисане цене акција у последња три месеца пре објављивања намере преузимања утврђене на основу извештаја о трговању. Уколико је последња тржишна цена акција циљног друштва предходног радног дана пре објављивања понуде била виша од просечне пондерисане цене, понудилац је дужан да понуди ту цену. Законодавац детаљно регулише неколико ситуација до којих може да дође приликом одређивања цене акција и овакво нормирање је корисно за праксу.

У Законом предвиђеним случајевима, објављена понуда се може повући и то ако је учињена конкурентска понуда по вишој цени или ако дође до стечаја циљног друштва. Међутим, редован ток ствари је прихват понуде који обавезује на депоновање акција акционара код Централног регистра до истека рока важења понуде. Затим, понудилац обавља плаћање акција циљног друштва и то у року од три дана од последњег дана важења понуде. Уколико понудилац то не учини у року, акционари могу повући акције из депозита, што за последицу има раскид уговора између акционара и понудиоца. Само депоновање се обавља прекњижавањем са рачуна акционара циљног друштва на посебан рачун отворен у вези са понудом за преузимање. Акционар не може располагати акцијама које је депоновао, али их може повући из депозита до истека рока важења понуде. Такође, акционар се не може одрећи права на повлачења акција унапред са рачуна за депоновања. Ова мера је предвиђена како би се акционарска права сачувала, тј. како понудилац не би вршио притисак на акционаре. Централни регистар је обавезан да информисе понудиоца и

циљно друштво о приливу акција, о стању на рачуну, како би се обезбедио увид и транспарентност података.

Након истека рока важења понуде за преузимање и након истека рока за плаћање, понудилац је обавезан да објави извештај о преузимању у року од једног радног дана у јавном гласилу и да га достави организационом органу организованог тржишта, Комисији за хартије и циљном друштву. Законом је одређен садржај извештаја. Уколико понудилац у поступку преузимања одкупи најмање 95% акција циљног друштва, има право да купи и акције акционара који нису прихватили да продају своје акције, под условима из понуде за преузимање. Поступак тече тако што понудилац преко Централног регистра упућује захтев за принудну продају најкасније у року од 120 дана од истека рока из понуде и врши уплату на наменски рачун, с тим што је дужан да обавести те акционаре и да то објави у новинама. Постоји могућност и принудне куповине, када мањински акционари (до 5%), могу да обавежу понудиоца да откупи њихове акције, под условима из понуде за преузимање. Ова опција важи до 6 месеци по истеку понуде за преузимање. То значи да понудилац мора бити финансијски спреман да откупи ове акције по окончању поступка преузимања ако акционари упута такав захтев. Ако је реч о банкарској гаранцији понудиоца која обухвата износ који одговара 5% вредности преузимања акција од мањинских акционара, онда се ова гаранција не може повући пре истека рока од шест месеци по истеку понуде за преузимање, тј. док траје право опције.

Од тренутка објављивања обавештења о намери преузимања до окончања поступка преузимања, управни одбор циљног друштва је обавезан да упозна запослене у друштву о преузимању. Поред тога, управни одбор има ограничено деловање од тренутка објављивања обавештења о намери преузимања све до окончања поступка преузимања. На пример, не може емитовати нове акције, не може да закључује уговоре којима би се променила финансијска ситуација друштва, не може да предузима ванредне послове, да располаже са акцијама и слично. Једноставно, не сме ниједном одлуком да промени статус друштва и његову имовину, већ само да води редовно пословање.

Управни одбор циљног друштва је, са своје стране, обавезан да објави своје образложено мишљење о понуди за преузимање у року од 7 дана од објављивања понуде и то на исти начин на који је објављена понуда за преузимање.<sup>17</sup> Овакво законско решење је у складу са решењем у упоредном праву и Директиви ЕУ о преузимању.<sup>18</sup> Ово мишљење или саопштење управе се односи на садржај

<sup>17</sup> То решење је прихваћено у упоредном праву Немачке, Аустрије, Хрватске и др.

<sup>18</sup> Закон о тржишту хартија од вредности је предвиђао да управни одбор може да састави обавештење за своје акционаре а не и обавезу.

јавне понуде, а уколико понудилац мења понуду, управа је дужна да изнесе и допунско саопштење које се односи на ту измену. Нарочито се мора узети у обзир цена коју се понуђач обавезује да плати по акцији, као и намере у вези са циљним друштвом које се преузима. Управни одбор треба експлицитно да изрази свој став у погледу преузимања, који може бити потврдан, негативан или условљен испуњењем неких услова. Пре објављивања мишљења управног одбора не смеју се доносити одлуке које би прејудиицирале то мишљење.

Мишљење (саопштење) управе циљног друштва омогућава потпунију информисаност акционара и запослених. Такође, мишљење има задатак да детаљно упозна чланове управног одбора са садржином и правним последицама понуде за преузимање. Међутим, у неким земљама управни одбор има улогу само да информише акционаре о понуди, без заузимања коначног става односно давања мишљења у погледу преузимања. Да ли то значи и потпуну пасивност управног одбора, као једном крајњем решењу или управни одбор може приликом давања свог мишљења да се супростави преузимању тако што ће да укаже на недостатке и опасности таквог правног чина, у другом крајњем решењу? Уколико управни одбор саветује акционарима да прихвате понуду за преузимање, он има и одговорност за такву одлуку.

Наш законодавац се, међутим, ограничава на привредни преступ, као могућу санкцију, тако што предвиђа да ће управни одбор циљног друштва одговорати за привредни преступ ако не објави своје образложено мишљење о понуди за преузимање на прописан начин или ако доноси одлуке којима се отежава или спречава преузимање или пословање циљног друштва. Сматрамо да је законодавац требало да детаљније регулише питање одговорности управног одбора циљног друштва у погледу састављања и објављивања мишљења. Наиме, за понудиоца је мишљење управног одбора веома важно јер оно директно утиче на цену акција. Очигледно је да је ово питање веома значајно поготово у систему који овлашћује управни одбор да експлицитно изрази своје мишљење о понуди, као што је наш систем. Што се тиче садржаја мишљења управног одбора, законодавац није одредио његову обавезну садржину, али се може претпоставити да се мишљење састоји од става према врсти и висини понуђене накнаде, према очекиваним последицама успешног преузимања, као и да управни одбор заузима став према стратегијским плановима преузимаоца у будућности. Од значаја је и намера чланова управе друштва које се преузима као акционара и односа чланова управе и преузимаоца. Ипак би са становишта правне сигурности било боље да је законодавац одредио, поред основних елемената, и обавезне елементе мишљења које саставља и објављује управни одбор циљног друштва. Могу се упутити и додатне критике као, на пример, да управни

одбор није обавезан да достави мишљење Комисији за хартије од вредности, запосленим и берзи, већ да се они о томе морају обавестити из средстава јавног информисања. Нема ни забране учествовања у доношењу мишљења (саопштења) за чланове управног одбора који су евентуално у сукобу интереса са понудиоцем или њему повезаним лицима.<sup>19</sup>

Орган који заправо спроводи надзор над поступком преузимања је Комисија за хартије од вредности. У том смислу сви учесници у поступку преузимања су дужни да јој омогуће увид у документацију коју поседују и све учине како би она могла да спроведе мере надзора над поступком преузимања. Ако Комисија утврди да постоје неке неправилности код неког од учесника у поступку, она ће му наложити да у року од 3 дана отклони те незаконитости или неправилности, као и да пружи доказе да је тако поступио. У супротном ће Комисија обуставити поступак преузимања и ставити ван снаге решење о одобрењу понуде за преузимање. Иначе, Комисија у вршењу надзора примењује одредбе Закона о општем управном поступку. Законодавац је предвидео да Комисија треба да сарађује са органима из иностранства надлежним за надзор над преузимањем када је понудилац страном лице. Истина, поставља се питање како се то у пракси одвија, да ли је Комисија успоставила до сада те релације и како функционише ова законска обавеза. Даље, Комисија је обавезна да сарађује са органима за контролу монопола, а то је Комисија за заштиту конкуренције као и органима за спречавање прања новца.<sup>20</sup>

У Закону се у посебном делу предвиђају и казнене санкције и то кривична дела и привредни преступи и прекршаји. Као кривична дела законодавац је предвидео нуђење или обећање поклона, услуга или других користи, злоупотребу привилегованих информација, објављивање неистинитих података.

Важећи Закон о заштити конкуренције од 2005. године регулише радње привредних субјеката које се односе на споразуме којима се спречава, нарушава или ограничава конкуренција, тзв. монополске споразуме, злоупотребу доминантног положаја и на концентрације којима се спречава, ограничава или нарушава конкуренција, стварањем или јачањем доминантног положаја на тржишту. Пошто је тема нашег разматрања преузимање отворених акционарских друштава, са становишта заштите конкуренције, релевантна је управо концентрација која настаје као последица стицања контроле једног учесника

<sup>19</sup> В. Радовић, „Саопштење и права циљног друштва у вези са јавном понудом за преузимање“, *Право и привреда* 5–8/2006, 172.

<sup>20</sup> Занимљива питања ће се отворити ако буде усвојен законски предлог да се обавезно испитује бонитет и евентуална предходна кривична одговорност понудиоца.



на тржишту, преузимаоца, над другим учесником на тржишту, циљним друштвом.

Одредбе о концентрацији дефинишу у којим случајевима настаје концентрација. То су случајеви који настају као последица статусних промена учесника на тржишту, оснивања и заједничког контролисања новог учесника на тржишту од стране најмање два независна учесника на тржишту и стицање непосредне или посредне контроле једног или више учесника на тржишту над другим учесником на тржишту или његовим делом. Контрола може да се манифестује као власништво или право коришћења целокупне или дела имовине другог субјекта, као овлашћење дато уговором којим један субјект стиче одлучујући утицај на пословање другог субјекта или на неки други начин са истим ефектома. Ова трећа могућност даје правног основа за широко тумачење стицања контроле под условом да се ефикасно примењује. Предлогом Закона о изменама и допунама Закона о конкуренцији измењен је чл. 21 ширим појмом концентрације. Тако ће се концентрацијом сматрати две или више трансакција између истих учесника на тржишту извршених у временском периоду крајем од две године, при чему се последњом трансакцијом испуњава услов за подношење захтева за издавање одобрења које издаје Комисија за заштиту конкуренције.

Једна од најзначајнијих промена које доноси Предлог Закона је нов начин дефинисања услова који треба да буду испуњени да би учесници на тржишту имали обавезу да пријаве намеравану концентрацију Комисији и да би она, ако се испуне услови, издала одобрење о концентрацији. Наиме, годишњи приход најмање два учесника у концентрацији остварен на тржишту Републике Србије у предходној обрачунској години мора по учеснику да пређе износ од 20 милиона евра или да сви учесници у концентрацији заједнички имају преко 25% удела у релевантном тржишту на територији Републике.

Постојећи Закон предвиђа да су учесници концентрације дужни да прекину спровођење концентрације до доношења решења Комисије којим се пријављена концентрација одобрава или се не одобрава или до истека рока од четири месеца од дана подношења захтева Комисији.<sup>21</sup> Предлог Закона о изменама мења донекле ову регулативу управо водећи рачуна о преузимању друштава. Предвиђа се да ће се изузети од обавезе да учесници прекину концентрацију док Комисија решава, ако учесници могу спровести концентрацију упућивањем јавне понуде за куповину хартија од вредности или куповином хартија од вредности на берзи или другом организованом тржишту од више различитих продаваца, под условом да је захтев за издавање одобрења за спровођење концентрације поднет у законском

<sup>21</sup> На овај начин се одлучивање Комисије орочава, тј. кажњава се „ћутање администрације“.

року – седам дана од дана потписивања споразума или објављивања јавног позива или понуде од дана стицања контроле – као и да стицалац контроле не врши право гласа по основу прибављених хартија од вредности, осим у циљу очувања вредности улагања, а по предходно прибављеном одобрењу Комисије. Да би се ово одобрење добило потребно је поднети образложен захтев, а тај се захтев може поднети или истовремено са подношењем захтева за одобравање концентрације или после њега.

Захтев за одобрење за спровођење концентрације се по Предлогу Закона, подноси Комисији у року од 15 дана од потписивања споразума, затварања јавне понуде или стицања контроле. Предлогом Закона се постојећа законска одредба мења у погледу рока – разумније је да овај рок гласи 15 дана – и у погледу радњи од којих рок почиње да тече – уместо од објављивања јавног позива, рок се рачуна од затварања јавне понуде, што је такође оправданије са становишта преузимања акционарских друштава.

Предлог Закона садржи још једну новину релевантну за тему преузимања друштава – уместо обавезе Комисије да објави податке из захтева у Службеном гласнику Републике Србије, обавеза објављивања се може испунити и у било ком јавном гласилу или на други погодан начин. Сматрамо да предлог промене ове одредбе није добар са становишта правне сигурности учесника у привреди, јер ово објављивање има за циљ да се други учесници, који нису инволвирани у пријављену концентрацију, изјасне о ефектима намераване концентрације. Да би то могли да учине, они морају претходно да буду обавештени о намераваној концентрацији, а објављивањем у било ком јавном гласилу може се обавеза објављивања злоупотребити.

Vesna Besarović, PhD

Full Professor

University of Belgrade Faculty of Law

## TAKEOVER OF JOINT STOCK COMPANIES IN EU AND SERBIAN LAW

### *Summary*

The process of acquisition of capital by the bidders in an open joint stock company should be regulated by law. The purpose of this legislation should be the protection of the shareholders' rights, especially the rights of the minority shareholders, and the regard for the competition rules and

regulations. The main risks related to takeovers are the imbalance among competitors, creation of the monopolies and disturbance of the free competition in the market.

The rules on the takeover of joint stock companies are stipulated by two laws of the Republic of Serbia: the Law on Protection of Competition, and the Law on takeover of joint stock companies as *lex specialis*. The Law on Protection of competition (2005) is currently under revision. The expected amendments ought to comply with the EU laws, particularly with Directive 2004/25/EC on takeover bids.

The main purpose of the Law on takeover of joint stock companies is the protection of shareholders' rights, and further protection of the rights of minority shareholders. It provides for a relatively simple takeover procedure which may have stimulating effect on the investors who are interested in takeover of the Serbian companies. The author specially addresses the issue of piercing the corporate veil.

Key words: *Open joint stock companies. – Takeover of joint stock companies. – Directive 2004/25/EC on takeover bids. – Competition law.*