

*Радивоје Петрикић,
CMS Transnational Legal Services,
CMS Strommer Reich-Rohwig Karasek Hainz, Беч*

Правни режим преузимања друштава у Европи

1. Увод

Понуде за преузимање акционарских друштава у последњих неколико година заокупљају велику пажњу не само економских субјеката и правне литературе већ читаве светске јавности. Спектакуларне и гигантске понуде великих привредних корпорација за преузимање конкурентских предузећа достигле су ове године скоро фантастичну суму од 180 милијарди америчких долара. Недавно преузимање немачког концерна Mannesmann од стране британско-америчког гиганта из области мобилне телефоније AirTouch узбуркало је духове не само на економској већ и политичкој сцени у Немачкој и Великој Британији.¹⁾ Новонастала групација достигла је почетком фебруара ове године берзанску вредност од "незамисливих" 350 милијарди америчких долара. У таквим околностима преузимања акционарских друштава нису више само англо-амерички феномен већ су одавно незаобилазна реалност у Европи, где се њиховом истраживању и правном регулисању посвећује изузетна пажња. Поред повољних услова на тржиштима акција, растућем

1. Овим преузимањем за суму од 180. мрд. \$ премашена је до тада највећа понуда коју је учинио амерички интернет-концерн AOL за преузимање медијског концерна Time Warner у висини од 154,8 мрд. \$. До тренутка преузимања Mannesmanna рекордно преузимање била је трансакција поводом преузимања телекомуникацијског концерна Sprint од стране његовог конкурента MCI Worldcom за суму од 129 мрд. \$. Преузимање Mannesmanna уследило је заменом акција, при чему ће акционари Mannesmanna у заједничком предузећу држати 49,5% акција. Првобитна понуда AirTouch-а износила је 128 мрд \$.

тренду преузимања погодује и све израженија спремност банака и других инвеститора да финансирају ризикантне трансакције, при чему се непрестано развија читав низ нових финансијских инструмената. Неуспех многих преузимања – између осталог и због ризикантних финансирања - није поколебао инвеститоре или успорио овај општи тренд. При томе највећи број преузимања у Европи следи у облику такозваног добровољног преузимања (*friendly takeover*), док су ткзв "непријатељска преузимања" (*hostile takeover*)²⁾ више својствена америчком и британском тржишту акција.

Имајући у виду дозвољени простор и обиље питања на која треба одговорити приликом регулисања правног режима преузимања, изабрану тему, у овом раду, није могуће разматрати у детаље. Идеја аутора је била да се свеобухватним приступом проблематици преузимања и анализом његових импликација на привредне токове и привредне актере обухвати што је могуће више аспеката преузимања и на тај начин пружи допринос будућој дискусији овог правног института у СРЈ. С обзиром на чињеницу да је ова тема такође предмет интензивног рада и дискусије унутар Европске уније то ће један део разматрања бити посвећен и постојећим правним прописима Европске уније о преузимању.

2. Takeover

2.1. Појам и значај

"Takeover" односно "преузимање" у преводу, означава економско-правну операцију, код које једно физичко или правно лице (по правилу друго акционарско друштво) стиче један део удела (акција) у једном друштву капитала који му омогућава контролу и управљање тим друштвом.³⁾ Контролну улогу у друштву нови власник акција стиче тако што преузима акције мањинских акционара или тако што постаје правни следбеник дотадашњег контролног акционара.

Мада многа европска законодавства не дефинишу понуду за преузимање, ипак се чини да постоји општа сагласност да понуда за преузимање значи понуду потенцијалног купца за куповину акција друштва које циљ понуде⁴⁾ и то или куповином у готовом акција тог друштва или заменом акција тог друштва за акције понудиоца. Постизањем већинског права одлучивања у једном деоничком друштву контролно друштво, по правилу, жели да оствари одређене предузетничке циљеве. Преузимање тиме у највећем броју случајева представља, поред припајања и поделе предузећа, средство за реструктурирање предузећа и економску концен-

2. Hostile takeover („непријатељско преузимање“) је термин из америчке економске праксе и означава преузимање друштва против воље његове управе. Више о томе у делу у коме ће бити изложене мере заштите и одбране од непријатељског преузимања.

3. Више о томе, Doralt u: Doralt/Nowotny/Schauer, Takeover-Recht, 1.

4. У енглеској правној терминологији друштво коме се чини понуда назива се „target company“, а у немачкој Zielgesellschaft.

трацију. Сличан економски ефекат као код преузимања постиже се фузијом (припајањем).⁵⁾ Ипак обе операције показују велике разлике у правном режиму. Код фузије долази до преноса целокупне активе и пасиве припојеног друштва на друштво коме се врши припајање уз губитак правног субјективитета припојеног друштва, при чему деоничари припојеног друштва добијају деонице друштва коме се врши припајање. Насупрот томе приликом преузимања, друштво чије су акције или вредносни папири предмет понуде постоји и даље, а оба предузећа чине повезана предузећа.

Висок степен иновација и драматичне промене технолошких услова, изузетно динамични токови капитала у многим привредним гранама, сложеност производног процеса који захтева перманентно прилагођавање сталним променама навика потрошача као и муњевит развој комуникацијских средстава захтевају, више него икад раније, ефикасну расподелу ресурса и координирање привредних активности. У оваквом окружењу многа предузећа настоје да преузимањем и концентрацијом, прошире и осигурају свој привредни утицај, рационализирају трошкове, смање ризик пословања, створе приступ технологији, истраживању и развоју и искористе стечене позиције и знања на тржишту. На овај начин реструктурирање предузећа – које се као што је напоменуто постиже и преузимањем - представља врло значајну привредну стратегију ради одржавања узајамног односа између технолошког и привредног развоја, што предузећима пружа могућност да учествују у том процесу. Преузимања се с обзиром на ове услове у привредним круговима и литератури и даље врло позитивно оцењују, пошто се сматра да она уз већ наведене ефекте олакшавају циркулисање капитала између различитих предузећа и тржишта и доприносе повећању друштвеног богатства.⁶⁾

3. Takeover теорије

У правној литератури постоји више теорија и покушаја да се објасни економски смисао преузимања и мотиви који утичу на формирање одлуке о чињењу понуде за преузимање. Као најзначајнији мотив за преузимање истиче се повећање ефикасности које се манифестује у постизању синергичне добити (*synergy gains*) и смањењу трошкова менаџмента (*reducing agency costs*). Осим тога посебан значај, пре свега у америчкој литератури, приликом анализе фактора који доприносе постизању ефикасности, придаје се тзв. тржишту за контролу предузећа (*Market for Corporate Control*).⁷⁾ Осим ових мотива у литератури се истичу још и слободан *cash flow* код понудиоца, пореске погодности, економско експлоатисање радника и потрошача, лични интереси менаџера и др. На овом месту ће бити изложена најчеш-

5. На нивоу Европске уније правни режим фузија (спајања) акционарских друштава је хармонизован трећом Директивом Европске заједнице од 19.10.1978. године (број 78/855). Овом директивом су регулисана само спајања предузећа унутар држава чланица.

6. *Mertens*, AG, 1990 стр. 254; *Roth*, RDW 1987, стр. 222; *Adams*, AG 1990, стр. 243; *Kalls*, Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärsinflusses, стр. 15.

ће присутна објашњења и то, постизање синергичне добити, смањење трошкова управљања (менаџмента) и тржиште за контролу предузећа.

3.1. Постизање синергичне добити

У основи теорије о постизању синергичне добити лежи схватање да је добит остварена преузимањем директна последица ефеката синергије, дакле последица новонастале могућности коришћења повезаних ресурса оба предузећа, технолошких иновација и заједничког наступа на тржишту. Посебно се истиче да је вредност друштва које је увећано преузимањем знатно већа од вредности друштва која су претходно била самостална. Тако се најме сматра, да се бољом алокацијом средстава и проширењем примене фиксних трошкова на повећане капацитете и нарасли волумен производње - пре свега комбиновањем постојећих ресурса тако што се сада један део предузећа концентрише на производњу а други део на маркетинг и дистрибуцију - постиже већа оперативна ефикасност а тиме и већи приходи.⁸⁾

Други фактор који такође доприноси већој оперативности и ефикасности је менаџерска способност друштва преузимаоца. Најме друштво које преузима може имати добре менаџере који имају капацитета да ефикасно управљају и другим друштвом. Коришћењем својих менаџерских ресурса или комбинацијом истих са ресурсима друштва које је преузето може се остварити додатна добит.

3.2. Смањење трошкова управљања

Према овој теорији преузимањем се најме елиминише неефикасност управе јер се након обављеног преузимања по правилу бира нова управа, за коју се сматра да ће »оправдати« висoke трошкове који настају финансирањем њеног рада. Ово мишљење изнео је *Henry Manne* средином шездесетих година и оно представља један од централних ставова науке о праву корпорација (*corporate law scholarship*).⁹⁾ Манне истиче да су преузимања била један од кључних контролних механизма за "дисциплиновање" менаџера, будући да за разлику од фузије, где је неопходна сагласност управе друштва које се припаја, код преузимања није потребна сагласност управе већ акционара. Основни аргумент је следећи: Лош менаџмент доводи до пада курса на берзи, тако да понудилац (конкурент или инвеститор типа тзв "raidera") види могућност да акционарима понуди цену која је виша од курса на берзи, замени неефикасни менаџмент и да коначно уложени новац поврати по-

7. Више о томе: *Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, стр. 110; *Coffee*, Regulating the Market for Corporate Control, *Columbia Law Review* 1984, стр. 1145; *Easterbrook/Fischel*, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harvard Law Review* 1981, стр. 1161.

8. Најпотпунију анализу овог феномена сачинила је *Roberta Romano*, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, стр 7 и следеће, у делу: *Hopt-Wymeersch* (издав.), European Takeovers – Law and Practice.

9. *Manne*, (фуснота 7) стр. 110.

стизањем додатне добити (било продајом непотребних пословних средстава, разбијањем конгломерата и концентрацијом на основну делатности или пак одвајањем, фузијом односно продајом делова друштва заинтересованих конкурената). Сходно томе истиче се да су *takoveri* одржали конкурентност тржишта и принудили менаџере да раде у интересу акционара.¹⁰⁾

3.3. Market for Corporate Control

Присталице теорије о тржишту за контролу предузећа сматрају да оно представља важан екстерни механизам који утиче на ефикасност предузећа. Тржиште, које отворено, повећава ефикасност предузећа тако што обезбеђује оптимално или побољшано управљање (руковођење) предузећем и омогућава боље коришћење разноврсних капацитета предузећа. Истовремено се у њему види и нека врста заштитног механизма релативно беспомоћних мањинских акционара према "свемоћном менаџменту".¹¹⁾ Уколико управа искористи свој утицај ради стицања сопствене користи или води погрешну пословну политику постоји опасност да акционари буду оштећени. Како се у овом случају ресурси предузећа не користе оптимално не долази ни до максимирања профита тако да то узрокује пад вредности акција, што је један од индикатора неефикасности управе предузећа. Због тога се сматра да слободно тржиште за преузимања обезбеђује могућност да се чланови управе замене другим члановима, који ће боље користити средства и могућности предузећа, што ће довести до повећања вредности курса и исплаћивања виших дивиденди.¹²⁾ Овакав ефекат се додатно постиже и тиме, што на таквом тржишту увек постоји потенцијална опасност за управу да након спроведеног преузимања буде смењена, због чега је она стално принуђена да води рачуна о интересима предузећа и стално настоји да максимизира добит предузећа.

4. Утицај власничке структуре и сукоба интереса на креирање правног режима преузимања

Да би се схватио феномен преузимања и пружио одговор на питање, како регулисати преузимања у привреди једне земље, потребно је према опште прихваћеном мишљењу најпре сагледати власничку структуру у акционарским друштвима и сходно томе различите сукобе интереса који су неминован продукт конкретне власничке структуре. Постављено питање је од изузетног значаја за законодавца сваке земље, јер законодавац у овом домену мора најпре да донесе две важне одлуке правно-политичког карактера.

10. Исправност овог мишљења потврђена је и у великом броју каснијих студија о ефектима преузимања.

11. Види: *Doralt*, überlegungen zur Gestaltung der Vorschriften über das Recht des öffentlichen Übernahmeangebotes in Österreich, стр. 60.

12. Упоредити: *Weizsäcker* y *FIW*, Strukturwandel und Wirtschaftsordnung, стр. 40.

Законодавац најпре треба да одлучи да ли уопште жели да правно регулише понуде за преузимање. У случају позитивног одговора, законодавца очекује друга одлука која је начелне природе. Ова одлука се односи на конкретна решења правне регулативе преузимања која рефлектују његово опредељење: да ли олакшати или отежати покушаје – поготово "непријатељског" - преузимања. Као илустрација једног конкретног опредељења законодавца може послужити институт обавезне понуде. Наиме, потпуно је јасно, да се преузимање једног друштва куповином већинског пакета акција (директном куповином пакета акција или јавном понудом) отежава, уколико правни систем одређене земље принуђује новог стицаоца да свим акционарима учини подједнако повољну понуду (као што је то случај са обавезном понудом у Великој Британији и у члану 3 и 10 предлога трианесте Директиве Европске уније о преузимању).¹³⁾

Посматрајући власничку структуру у акционарским друштвима у развијеним западним привредама јасно уочавамо разлике између два типа власничке структуре. У Америци и Великој Британији срећемо у великом броју случајева велика акционарска друштва која се котирају на берзи са великим бројем акционара и врло разуђеном власничком структуром, без већинског акционара. У таквим околностима правну дискусију и судску праксу у Америци карактерише налажење правних решења за сукоб интереса између управе и акционара. Основни задатак законодавца и судске праксе се састоји у успостављању баланса између различитих интереса и проналажењу решења којима би се спречио покушај управе да из својих ускогрудних мотива спречи повољну понуду за преузимање, при чему се истовремено настоји да се таквим решењима преузимање такође не олакша превише, како би управа била у позицији да за акционаре добије што повољнију понуду.

Други тип власничке структуре одликује постојање једног већинског (контролног) акционара и великог броја мањинских акционара са знатно мањим уделом. Код овакве власничке структуре у први план ступа сукоб интереса између већинског акционара и осталих (мањинских) акционара. Овакву власничку структуру срећемо у многим европским економијама, међу којима посебно пажњу привлачи ситуација у Немачкој. Ако правни систем у оваквим условима не располаже одговарајућим правним инструментима, према свим досадашњим емпиричким сазнањима, већински акционар ће покушати да ванберзанским путем прода своје акције по цени вишој од берзанског курса, а да при томе не мора да вишак остварене добити дели са осталим акционарима. Немачка, на пример, располаже врло развијеним правним механизмом заштите права мањинских акционара и то захваљујући њеној развијеној правној регулативи у погледу повезаних предузећа (концерно право). Ипак, чини се да овај систем заштите права мањинских акционара није ефикасан у случајевима када купац акција укључи стечено предузеће у своју постојећу структуру предузећа (концерн) и тиме оствари синергичну добит. Вештом продавцу једног пакета акција по правилу успева да реализује један део очеки-

13. Више о томе у тачки 8.

ване синергичне добити за себе и то тако што ће у преговорима постићи да такви синергични ефекти буду укључени у цену пакета акција.¹⁴⁾ Овако постигнути вишак прихода продавац акција према немачкој научној литератури и судској пракси није дужан да дели са осталим акционарима, ако по окончању ове трансакције оснује концерн и стечено предузеће потпуно подреди својим интересима.¹⁵⁾

На овом месту треба учинити још једну врло важну напомену. При избору решења за правни режим преузимања законодавац посебну пажњу треба да покљони ефектима које преузимање може да има на слободу конкуренције на тржишту. Наиме у случајевима када нови стицалац контролног пакета акција послује у истој или сродној привредној грани стицање контроле над конкурентским друштвом очигледно доводи до ограничавања конкуренције на тржишту. Многа законодавства отуда са различитим интензитетом реагују на овакве појаве доношењем законске регулативе којом се забрањују или сузбијају настајање или злоупотреба владајуће позиције на тржишту. Не ретко срећемо и појаву да нови стицалац контролног пакета акција уопште не послује у истој или сродној привредној грани али преузимањем контроле над једним друштвом жели да продајом одређених недовољно коришћених капацитета и средстава па чак и продајом читавих система и делова контролисаног друштва оствари додатни профит. У америчкој пракси није ретка појава да се на овакав начин "разбијају" врло реномирана и успешна предузећа.¹⁶⁾ Ради избегавања оваквих појава, које се могу негативно одразити не само на односе у одређеној привредној области и запосленост већ такође могу имати за последицу и поремећаје на тржишту капитала и вредносних папира, законодавац мора да обезбеди неопходну правну регулативу и привредним субјектима као и осталим учесницима на тржишту капитала пружи адекватну заштиту њихових интереса.

5. Елементи и водећи принципи понуде за преузимање

Свака јавна понуда за преузимање ствара код деоничара велику потребу за информацијама, будући да акционари у кратком року треба да донесу одлуку о продаји својих акција или о задржавању статуса акционара у новом друштву. Као израз настојања да се обезбеди заштита интереса акционара и обезбеди складно функционисање тржишта вредносних папира и његова конкурентност, у свим законодавствима срећемо регулисане поступке по којима се одвија процес преузимања. Посебна пажња се при томе полаже и документацији која прати понуду и која мора да пружи све неопходне и релевантне информације за доношење одлуке акционара. При томе се читав поступак одвија под надзором и контролом једног надзорног органа.

14. *Doralt*, (фуснота 10), стр. 62.

15. Види: *Koppenssteiner*, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, § 305, бр. 34.; *Hüffer*, *Aktiengesetz* § 305 бр. 22; *Doralt*, (фуснота 10), стр. 62.

16. Овакви купци се у тамошњој пракси називају "Raider" што у преводу значи разбојник.

Као што је већ напоменуто један од циљева који се жели постићи законским регулисањем правила за преузимање је **заштита мањинских акционара и обезбеђење несметаног функционисања тржишта капитала**. За складно функционисање тржишта капитала постоји свеукупни економски па и политички интерес. Један хармоничан и добро уређен поступак за преузимање акционарских друштава треба пре свега да обезбеди јачање поверења у такво тржиште, да спречи неоправдане осцилације цена на тржишту као и ткзв. "insider-трансакције" и скрати дуготрајне и исцрпљујуће битке око преузимања предузећа. Понуде за преузимање могу, наиме, бити учињене, као што је већ напоменуто и изван берзе, дакле акционарским друштвима чије се акције не котирају на берзи. Из тог разлога, заштита је у сваком случају неопходнија акционарима, који своје акције не могу да продају на тржишту. Отуда се на пример енглески City Code с правом примењује на сва акционарска друштва (public companies).¹⁷⁾ Овакав став је заступан и у предлогу директиве Европске уније из 1989. године. Ипак и поред тога многи европски закони који регулишу преузимања су у овом погледу неконсеквентни и, било из практичних разлога било ради ширег прихватања примене ових закона, ограничавају примену закона на акционарска друштва, чији се деонице - макар делимично - котирају на берзи.¹⁸⁾

Осим горе размотреног елемента, садржај сваке понуде начелно чини и **принцип једнаког третмана (равноправности) акционара**.¹⁹⁾ За City Code је једнак третман свих акционара први принцип међу такозваним Општим принципима (General Principles), што такође важи и за измењени предлог тринаесте директиве Европске уније од 1997. године. У Швајцарској овај принцип представља чак општи циљ берзанског права а не само права преузимања. И поред тога што овај принцип ствара одређене проблеме код обавезне понуде и расподеле добити при продаји пакета акција без сумње се може рећи да он представља међународни стандард.²⁰⁾

Исто важи и за **принцип транспарентности**, који се такође помиње у свим законима који регулишу ову област. Тако се у члану 6. промењеног предлога тринаесте Директиве Европске уније захтева да акционари морају да имају довољно времена и да располажу са довољно информација како би могли "да своју одлуку донесе у ситуацији погодног познавања чињеничног стања". Нормативна сврха принципа транспарентности се дакле, састоји у омогућавању примаоцима понуде да донесу своју одлуку, на основу тачних и фундираних података и без вршења притиска на акционаре да се у кратком року одлуче. Ипак мора се истаћи да је захтев, по коме се намера понудиоца у погледу будућих активности друштва, не-

17. City Code, Introduction 4 (a) p.A 6: „all listed and unlisted public companies (and, where appropriate, statutory and chartered companies)“.

18. Тако на пример предлог директиве Европске уније из 1990. и 1996. године.

19. Овај принцип представља такође опште признат принцип акционарског права.

20. Види: Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen; Krause WM 1996, стр. 845; Hopt, ZHR 1997, стр. 376.

них запослених и управе мора саопштити у понуди – како то предвиђа предлог тринаесте Директиве наслањајући се на City Code - због опасности злоупотребе ових информација од стране управе друштва које се преузима, врло споран.²¹⁾

Такође је важно да понуда мора да се презентује на такав начин, да се њоме не стварају поремећаји на тржишту приликом пословања и трговања вредносним папирима понудиоца или друштва које се преузима. Приликом објављивања понуда за преузимање често долази до великих осцилација вредности курса акција, које настају услед нетачних, непотпуних или тенденциозних информација, које се пласирају из спекулативних намера. Отуда сва законодавства предвиђају **забрану стварања поремећаја на тржишту**. Ово правило представља израз настојања да се не допусте било какве манипулације на тржишту, што се додатно обезбеђује правилом о забрани довођења у заблуду (члан 3 предлога), избегавања ткзв. »insider-трансакција« и већ поменутом обавезом пружања свих неопходних информација.

Оно што је свакако неопходно регулисати и без чега не може бити говора о правној регулативи преузимања су пре свега: понуда за преузимање, друштво које се преузима, понудилац, врсте вредносних папира (акције и др.) актери понуде (понудилац, прималац понуде, управни односно руководећи орган друштва које се преузима). Мада је конкретно дефинисање ових појмова често врло спорно (као што је то случај са укључивањем акција без права гласа, појмом понудиоца и др.) овакав став прихваћен је и унутар Европске уније па тако предлог тринаесте Директиве налаже у његовом члану 2 обавезно регулисање и дефинисање ових појмова. Што се тиче самог поступка за преузимање – почев од предаје и објављивања понуде, допуштења конкурентних понуда, објављивање резултата понуде – треба нагласити да његово регулисање захтева доношење низа појединачних и конкретних правила, па тако на пример предлог тринаесте Директиве не садржи таква правила већ доношење истих налаже државама чланицама.

6. Одбрамбене мере против ткзв »непријатељског« преузимања (hostile takeover)

Једно од кључних питања сваког правног режима преузимања представља без сумње и питање допуштености предузимања одбрамбених мера којима се осујећује покушај преузимања. У економском животу и правној теорији за покушај преузимања једног друштва против воље органа управљања тог друштва уобичајен је термин *hostile takeover* што у преводу значи "непријатељско преузимање". У овом контексту треба најпре нагласити чињеницу да сви закони и други прописи који регулишу преузимања предвиђају обавезу неутралности органа управе у тренутку објављивања понуде. Принцип неутралности значи забрану предузимања било

21. Herkenroth, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht стр. 365; Hopt, ZHR 1997, стр. 377.

каквих радњи од стране управе друштва коме је упућена понуда, којима би се осујетила понуда понудиоца и друштво на тај начин одбранило од преузимања. О принципу неутралности ће бити више речи у делу у коме ће бити представљена решења предлога тринаесте Директиве Европске уније о преузимању. Пре упућивања понуде односно пре него што се са објављивањем једне понуде може рачунати, дозвољене су ткзв превентивне или профилактичне мере. У пракси срећемо велики број одбрамбених мера које су више или мање ефикасне. При томе се ове мере предузимају путем промена у организационој структури, структури капитала и имовини друштва.

6.1. Ограничавање броја гласова

Ова одбрамбена мера се састоји у томе, што се статутом друштва утврђује граница до које се може вршити право гласања у друштву и то независно од величине учешћа у друштву.²²⁾ Тако се на пример број гласова сваког акционара ограничава на 5, 10 или 20% од укупних гласова у друштву и поред тога што конкретни акционар поседује знатно веће учешће у капиталу друштва. Премда се ова мера сматра доста ефикасном она ипак показује своје недостатке. Ти недостатци леже пре свега у чињеници да се ово ограничење може врло лако изиграти вршењем гласачког права преко пуномоћника или лица које држи уделе за рачун трећег лица, а нарочито посебним уговорима о заједничком понашању или вршењу гласачких права.

6.2. "Staggered terms"

Циљ ове мере је да се одмах по преузимању спречи промена чланова управе или надзорног одбора. То се постиже на тај начин што се утврђује да се на пример целокупна управа не бира и поставља у истом тренутку, већ се један део чланова ових органа бира након две године, други након три или четири године и слично. На овај начин нови преузималац не може да сам утврди тренутак када се бира цела управа или надзорни орган. Овом мером се истина не може спречити коначно преузимање, али се може постићи његово одуговлачење. Исто тако ова мера може деловати "заstraшујуће" на новог преузимаоца будући да је он по правилу заинтересован за брзу промену управе.

6.3. Посебне погодности за менаџмент у случају опозива ("Golden Parachutes", "Pensions Parachutes")

Функција ове мере се састоји у "поскупљењу" преузимања контроле над једним друштвом због изузетно великих отпремнина или пензија које се исплаћују члановима управе или водећим службеницима у случају њиховог опозива. Пре-

22. Ова одбрамбена мера је нарочито распрострањена у Немачкој, а почела је да се примењује током седамдесетих година за време кризе нафтних деривата када је постојала опасност преузимања многих предузећа у Европи од стране арапских фирми.

вентивно дејство ове мере зависи од финансијске моћи понудиоца. Ова мера, дакле, у случају великог финансијског потенцијала купца нема велику ефективну моћ.²³⁾

6.4. Куповина акција друштва ("Self Tender")

Циљ ове мере се састоји у томе да се повећаном потражњом за сопственим акцијама постигне повећање њиховог курса на берзи и тиме смањи разлика између досадашње вредности акција и претпостављене више вредности,²⁴⁾ чиме се жели постићи да планирана трансакција понудиоца буде непрофитабилна. То се постиже или куповином акција предузећа на берзи или још ефективније јавном понудом свим акционарима. Против овакве дискриминирајуће мере понудилац по правилу нема пуно изгледа на успех. Ова мера је у многим правним поретцима забрањена или допуштена под врло строгим условима и у ограниченом обиму.²⁵⁾

6.5. Издавање акција запосленима (Employee Stock Ownership Plans- "ESOPS")

Ова мера се састоји у издавању акција друштва ради њихове куповине и учешћа у капиталу од стране запослених и игра врло важну улогу пре свега у америчкој takeover-пракси. Куповина акција предузећа од стране запослених ужива у Америци посебне пореске погодности и показала се као једна од најефикаснијих средстава за одбрану од преузимања. Разлог томе треба видети у томе, што се највећи број радника идентификује са својим предузећем и страхује за своје радно место, тако да менаџмент на овај начин добија врло моћног савезника. Овакву меру предвиђају и друга законодавства али при томе ограничавају обим акција који се може купити.

6.6. Куповина акција на основу повећања капитала уз искључење понудиоца (poison pills)

Израз "poison pills" (отровна пилула) има више појавних форми, при чему се у чистом takeover случају примењује такозвани "flip-in-pill". У овом случају акционари друштва које је циљ понуде добијају право да у тренутку када понудилац достигне одређену границу учешћа у капиталу друштва (по правилу 20% учешћа)

23. Најновији доказ неделотворности овакве мере у случају великог финансијског потенцијала купца показује и преузимање Mannesmann, где је председнику управног одбора Mannesmann исплаћена отпремнина од преко 60 милиона ДМ.

24. Доказ за претпоставку да акције друштва више вреде пружа на изванредан начин и сама упућена понуда.

25. Тако је на пример у Аустрији ова мера допуштена уколико је то неопходно ради спречавања непосредно предстојеће штете за друштво, при чему опасност од преузимања по владајућем мишљењу не испуњава овај захтев (§ 65 ст. 1 Закона о акционарским друштвима). Осим тога, стицање сопствених акција је могуће само у обиму од 10% укупних акција друштва и то из расположивих средстава друштва.

купе одобрене али још увек неемитоване акције друштва по врло повољној цени уз искључење права понудиоца да стекне овакве акције. Овом мером се у првом реду жели постићи разводњавање учешћа а тиме и смањење утицаја понудиоца у друштву уз истовремен покушај да се понудилац принуди да преговара са управом како би се у међувремену прикупиле друге конкурентске понуде.

6.7. Продаја вредних делова предузећа ("crown jewels")

Отуђивањем вредних и важних делова предузећа (crown jewels) за које је понудилац посебно заинтересован ради постизања синергичних ефеката или јачања његове конкурентне способности, друштво које је циљ понуде настоји да смањеном атрактивношћу за понудиоца избегне преузимање. Као партнер по правилу фунгира тзв. »White Knight« (бели витез), стратегијски партнер који има добре односе са управом и који у случају потребе преузима важне делове (погоне) предузећа.

6.8. "Greenmail"

Ова одбрамбена мера присутна је у Америци предузима се у случају када понудилац прети да ће преузети одређено друштво али истовремено сигнализира да је спреман да уз плаћање извесне накнаде одустане од своје намере. Претња преузимањем је утолико делотворнија уколико понудилац већ поседује извршан део акција друштва. Као компензација за одустајак од своје намере понудиоцу се откупљују акције по далеко већој цени од њихове вредности. Овакав поступак у стварности није ништа друго него својеврсна врста "рекета" тако да се он у пракси и назива **"greenmail"**. Овакав назив је настао својеврсном комбинацијом речи и то, од речи *blackmail* (уцена) и *green* (зелена боја америчких \$-банкнота). Након спровођења оваквих плаћања курс акције по правилу пада, друштво је финансијски ослабљено те на тај начин може постати и потенцијалан циљ за нове понуде за преузимање.

У погледу могућих стратегија одбране против »непријатељских« понуда треба поменути једно врло важно запажање. Према досадашњим посматрањима и искуствима ниједна од изложених стратегија не може обезбедити заштиту независно од структуре акционара у друштву. Због тога се ефикасна, истина не и перфектна заштита, може постићи само комбинацијом различитих мера, развојем сопствених стратегија и перманентним праћењем ситуације у конкретној бранши и на тржишту.

7. Takeover-регулатива у Европи

Пре него што буде речи о особеностима предлога тринаесте Директиве Европске уније о преузимању биће учињен кратак осврт на постојећу правну регулативу у погледу преузимања у Европи. Упоредноправно посматрано, у највећем

броју европских земаља постоје закони или друга одређена правна регулатива о преузимању акционарских друштава.²⁶⁾

Велика Британија представља, захваљујући њеном либеларном режиму права преузимања посебно "City Code on Takeovers and Mergers",²⁷⁾ узор за законодавства осталих европских земаља. Британски "City Code on Takeovers and Mergers" садржи детаљна правила понашања у погледу преузимања друштава која допуњују Правила о аквизицији деоница, тј. SARS-правила (Rules on Substantial Acquisitions of Shares), Закон о финансијским услугама (Financial Services Act) и Закон о хартијама од вредности (Companies Securities Act).

City Code и SARS-правила немају карактер закона већ представљају обиман и изнијансиран кодекс понашања британске финансијске привреде који је створен у сврху њене добровољне самоконтроле, чији надзор врши "Takeover Panel".²⁸⁾ Кључно правило при томе је, да акционар који стекне 30% учешћа у управљању друштвом мора да учини понуду свим осталим акционарима за куповину њихових акција, и то по цени која је плаћена за акције чијом је куповином стечено контролно учешће у друштву.²⁹⁾

Француски прописи предвиђају такође институт обавезне понуде при стицању гласачких права у друштву од 33%, али не предвиђају висину понуде приликом чињења обавезне понуде. Истина надлежни надзорни орган (Савет берзе вредносних папира) може одбити предлог понудиоца, уколико је по његовом мишљењу цена неприхватљива.³⁰⁾

У Немачкој постоји Кодекс о преузимању, издат од берзанске стручне комисије који важи од 1995. године и који је 1. јануара 1998. претрпео значајне промене.

26. Види: *Beckmann*, Übernahmeangebote in Europa, 1995; *Hopt*, ZHR (1997), стр.372.

27. Више: *Bittner*, RIW (1992), стр.182 и след.; *Lee*, Takeover Regulation in the United Kingdom u: *Hopt/Wymeersch* (издав.), European Takeovers, стр. 133.

28. Panel on Takeovers and Mergers је институција финансијске привреде састављена од представника свих пословних група која осим надзора у погледу придржавања постојећих правила за преузимање такође ради на даљем усавршавању и изради споменутих правила понашања. Панел нема карактер институције јавног права па стога не може правно санкционисати кршење правила City Coda. Једно од најјачих оружја Панела је јавна критика. Предузећа се готово у потпуности придржавају ових правила као и у случају закона јер особама и друштвима која их се не придржавају може бити ускраћен приступ тржишту капитала и то ускраћивањем дозволе за обављање финансијских услуга у складу са Законом о финансијским услугама (Financial Services Act). За пословање на тржишту капитала и вредносних папира у В. Британији потребна је дозвола према Financial Services Act-у коју издаје Securities and Investment Board (SIB) или друго тело које Board овласти (на пример Securities and Futures Authorities). Тако су финансијски учесници који су чланови SIB-а дужни да се придржавају правила и имају обавезу да не сарађују са особама или друштвима која их не поштују.

29. Од овог правила постоје одређени изузеци и то на пример у случају санације или стицања само привремене контроле у друштву.

30. Више о томе *Schmidt*, Das obligatorische öffentliche Übernahmeangebot von Unternehmenstellen im französischen Recht, AG 1994, стр. 12 и следеће; *Nitsch*, Die öffentliche Übernahme in Frankreich u delu: *Doralt/Nowotny/Schauer*, Takeover-Recht.

Примена овог кодекса заснива се на добровољном поштовању његових правила од стране акционарских друштава. И поред ових промена критика његових решења није замрла, тако да се очекује доношење новог закона о преузимању чији нацрт предвиђа чињење обавезне понуде свим акционарима при стицању 30% учешћа у друштву.³¹⁾

У **Швајцарској** је 1. јануара 1998. године ступио на снагу и онај део Закона о берзама и трговини вредносним папирима, који регулише како добровољну тако и обавезну понуду. Обавезна понуда мора бити учињена онда када један акционар стекне вредносне папире (акције) који заједно са оним вредносним папирима које већ поседује премашују границу од 33% гласова у друштву које је циљ понуде. Швајцарски закон предвиђа и значајне *opting-out* могућности. Тако једно друштво може пре одласка на берзу у њеном статуту предвидети могућност да нови преузималац друштва није обавезан да учини обавезну јавну понуду свим акционарима. Исто тако друштво које је циљ понуде може у њеном статуту повећати горе поменути граничну вредност са 33% на 49%.

У **Аустрији** је режим права преузимања такође регулисан Законом о преузимању, који је ступио на снагу 1. јануара 1999. године³²⁾. Овај закон је у највећем делу одговорио тенденцијама уједначавања прописа на нивоу Европске заједнице и води рачуна о начелима и интенцијама садржаним у предлогу тринаесте Директиве Европске уније. Ради заштите интереса мањинских акционара закон такође предвиђа институт обавезне понуде али при томе не предвиђа никакву процентуалну граничну вредност. Аустријски законодавац се одлучио за решење по коме је понудилац дужан да учини обавезну јавну понуду при достизању учешћа које омогућава контролу над друштвом. При томе таква контрола може бити постигнута не само стицањем релевантног удела у друштву већ и склапањем ткзв уговора посебне врсте (*Syndikatsverträge*) уколико ови предвиђају обавезу јединственог вршења гласачких права.

У **шпанском** праву је преузимање регулисано Краљевском Уредбом о регулисању јавних понуда од 1991. године. Понудилац мора приликом објављивања јавне

31. Најновије „спектакуларно“ преузимање немачког гиганта Mannesmanna од британског Vodafonea распламсао је дискусију у немачкој политичкој и правној јавности о постојећој правној регулативи па се још у овој години очекује први нацрт немачког закона о преузимању.

32. Непосредан повод за доношење овог закона представљала је за аустријске прилике необичајена понуда и преузимање акција треће по величини банке Аустрије, Creditanstalt, од стране Bank Austria на прелазу између 1996. и 1997. године. На аустријској политичкој сцени овај пословни подухват изазвао је бурну расправу између коалиционих партнера Социјалдемократске партије (SPÖ) и Народњачке партије (ÖVP) превасходно због тога што је иза Банк Аустрије стајао град Беч са 43 % удела, у чијој градској скупштини је у том тренутку социјалдемократска странка имала већину. Убрзо након тога, аустријски парламент је донео одлуку којом је хитно требало да се донесе законска регулатива за преузимање акционарских друштава која се котирају на берзи.

понуде у зависности од величине учешћа које жели да стекне учинити понуду о стицању одређеног процента вредносних папира.

Законска регулатива о преузимању постоји и у Белгији, Ирској, Италији и Португалији.³³⁾

8. Предлог тринаесте Директиве Европске уније о преузимању

На овом месту није могуће детаљно излагање и анализирање сваког члана поменутог предлога, па ће се стога излагања ограничити само на обавезну понуду као једно од најспорнијих питања предлога и одредбе о неутралности органа управе. Исто тако неће бити разматрани водећи принципи поменутог предлога с обзиром да је приликом излагања о елементима понуде било упућивања на решења предлога споменуте Директиве. Пре тога следи кратак осврт на историјат настанка предлога тринаесте Директиве.

8.1. Историјат настанка предлога тринаесте Директиве

Садашњи предлог тринаесте Директиве Европске уније о преузимању настао је као резултат дугогодишњег рада и настојања да се постигне хармонизација прописа држава чланица у овом изузетно важном домену привредног права. Први нацрт у овој области настао је већ давне 1974. године. Тај нацрт се базирао на ставовима енглеског научника Penningtona (ткзв Penningtonov нацрт)³⁴⁾ и био је у великој мери инспирисан решењима енглеског City Code. Овај предлог и каснији предлози Комисије Европске заједнице од 1989. и 1990. године доживели су жестоку критику и правној литератури.³⁵⁾ Главна критика долазила је из Велике Британије и Немачке, две земље које су одређивале принципијелан правац хармонизације прописа у овој области. Европска Комисија је након тога поднела један редуковани предлог 7.2.1996. године, који је након мишљења европског парламента претрпео извесне промене. Од 1.12.1997. овај предлог представља не само предмет саветовања у радној групи Савета Европске уније већ и континуиране и интензивне дискусије у правној литератури читаве Европе.

8.2. Обавезна понуда

Према предлогу Директиве посебна правила треба примењивати у случају, када неко поред вредносних папира које већ поседује стекне још један део вредносних папира који му омогућава контролу над друштвом. У оваквој ситуацији постоји реална опасност да остали акционари одједном остану у једном друштву, за чијим акцијама немају никакав даљи интерес. Наиме стицањем контроле нови

33. Правила о поступку за преузимање такође постоје од недавно и у Мађарској, Чешкој, Словенији и Хрватској.

34. Види: Pennington, Der City Code on Takeovers and Mergers, Festschrift Duden.

35. Види: Lutter, Europäisches Übernahmerecht, стр 281.

контролни акционар може променити пословну политику друштва и дефинисати друге стратешке циљеве друштва. Још већа опасност по интересе акционара постоји у следећој ситуацији: Понуде за преузимање врло често имају за циљ да преузето друштво укључе у већ постојећи систем повезаних предузећа (концерн), при чему преузето друштво треба да ради у интересу концерна. Преузималац тако има улогу матичног друштва па сходно томе може да самостално управља и усмерава активности зависног друштва. Због тога у оваквој ситуацији постоји оправдана бојазан, да матично друштво утврди такву пословну политику, која циља ка постизању максималног профита матичног друштва на уштрб интереса зависног друштва.

Имајући у виду ове нежељене ефекте главни циљ предлога Директиве је да приликом стицања контроле над друштвом пружи могућност свим акционарима за продају својих акција (или највећег дела својих акција).³⁶⁾ Оваква обавеза утврђена је у одредби члана 3. предлога, која је не само једна од кључних одредби већ је истовремено и једна од најпроблематичнијих и спорних у предлогу. У најновијем предлогу Европске уније наиме, више се не инсистира на обавезној понуди, већ се државама чланицама у случају стицања контроле над друштвом путем јавне понуде пружа могућност опције: Државе чланице ће обезбедити »доношење прописа или других поступака или регулатива, које ће обавезивати ова лица или да учине понуду у складу са чланом 10. предлога или које ће предвиђати друге погодне или једнако ефективне мере за заштиту мањинских акционара овог друштва«.

Овакво опредељење Европске Комисије може се подврћи анализи са различитих аспеката. У литератури се срећу мишљења да је, са политичког становишта посматрано, оваква одредба резултат трулог политичког компромиса, са којим углавном сви могу да живе.³⁷⁾ На овај начин је превасходно покушано да обавезна понуда по британском City Code и немачка правна регулатива концерна добију исти третман. Истина у образложењу Комисије долазе до изражаја извесне нијансе: Комисија наиме препушта државама чланицама избор између обавезне понуде и других инструмената који доводе до истог резултата а више одговарају њиховој правној традицији, при чему се изричито спомиње пример правних прописа о концернама у неким државама, са њиховим диференцирањем између уговорног концерна или фактичног концерна. С друге стране, у образложењу предлога се захтева, да државе чланице које се нису одлучиле за инструмент обавезне понуде, морају да докажу, да други инструменти које су оне предвиделе пружају исту ефективну заштиту и да је по њиховом мишљењу (држава чланица) заштита мањинских акционара у њиховим националним правним системима обезбеђена »другим ефикасним мерама«.

36. Члан 10. предлога користи формулацију „све или битан део својих вредносних папира“ при чему се „битан део“ треба тумачити тако да граница од испод 70% вредносних папира не сме бити прекорачена.

37. *Норт*, ZHR 1997, стр. 384.

Инструмент обавезне понуде је такође споран и са економског становишта. Упоредноправно посматрано, инструмент обавезне понуде највише противника има у Америци, где се тенденцијелно сматра да аквизиције предузећа повећавају њихову ефикасност.³⁸⁾ Противници обавезне понуде се при томе углавном ослањају на аргументе које је развила чикашка економска школа (Chicago School of Economics). Према том мишљењу обавеза једнаког третмана свих акционара при стицању контролног учешћа ремети функционалност тржишта за стицање контроле над предузећима, подстиче концентрацију предузећа и спутава темпорарно стицање већих удела, будући да купац већ у тренутку куповине једног »пакета« акција мора да обезбеди финансирање куповине свих акција. Насупрот томе, заговорници обавезне понуде сматрају да обавеза једнаког третмана свих акционара доприноси економској ефикасности предузећа. По овом мишљењу обавезна понуда, наиме подстиче оптималну алокацију ресурса при аквизицијама, доприноси смањења трошкова трансакције приликом стицања предузећа и такође јача атрактивност тржишта акција.

Без сумње се може рећи да се последњим аргументима приклонило највише земаља, тако да се уочава јасна тенденција општег прихватања обавезне понуде³⁹⁾ као саставног дела правне регулативе преузимања. Предводничку улогу при томе има, као што је већ напоменуто, британски City Code, који обавезну понуду предвиђа при стицању гласачких права од 30%. Институт обавезне понуде предвиђају било у облику закона или берзанске регулативе и Француска, Белгија, Швајцарска, Италија, Шпанија, Ирска, Немачка, Аустрија и друге земље.

Критички посматрано, не може се рећи да преузимања у сваком случају утичу на повећање вредности акција и да доносе профит.⁴⁰⁾ Чак и онда када преузимањем настане профит у стварности се не може са сигурношћу рачунати с тим да ће и остали акционари бити равноправно третирани и учествовати у добити. Сва досадашња емпиричка истраживања су ипак показала исправност правила о једнаком третману свих акционара, јер је ово правило имало, врло важно, позитивно селективно дејство. То се пре све огледало у томе да је принцип обавезне понуде, као израз опредељења за једнак третман свих акционара знатно доприносио елиминацији оних трансакција, код којих због финансирања преузимања из екстерних извора - које у крајњем ефекту падају на терет мањинских акционара - постоји вероватноћа погрешне алокације ресурса.⁴¹⁾ Другим речима то значи, да ће у случајевима када нови контролни акционар финансира преузимање не сопственим већ

38. Види: Wymeersch, The Mandatory bid: A Critical View, у: *Hopt/Wymeersch, European Takeovers*, стр. 351.

39. О аргументима у прилог обавезне понуде видети: *Reul*, (фуснота 20) стране 130 и след., 238 и след., *Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot, Eine juristische und ökonomische Analyse, стр. 119 и следеће; *Herkenroth*, (фуснота 21), стр. 297-300.

40. Према најновијој студији реномиране фирме Management-und Technologie-Consulters Andersen Consulting у 61 % случајева спроведене фузије и преузимања завршавају неславно и не доводе до очекиваних резултата. У студији КПМГ-а појављује се податак од 83%.

41. Упоредити: *Hopt*, ЗХР 1997, стр. 385.

екстерним капиталом, он покушати да ангажовани туђи капитал поврати на тај начин што ће настојати да један део акционара искључи из своје понуде а преузети само онај део акција који му је неопходан за стицање контроле над друштвом. Због тога се у оваквим ситуацијама препоручује условљавање преузимања прихватањем понуде од стране скупштине акционара, или пак давање могућности акционарима да условно прихвате понуду.⁴²⁾

На крају треба још поменути да је по члану 10. предлога, обавезна понуда могућа и у погледу једног дела акција. Ако у оваквом случају акционари нуде више акција него што је понудом обухваћено, равноправност акционара се обезбеђује тако што се њихове акције преузимају сходно њиховом пропорционалном уделу у друштву. Овакво правило по досадашњем међународном искуству доводи до проблема приликом расподеле и правних спорова и не одговара међународном стандарду.⁴³⁾

8.3. Обавеза неутралности управе

Члан 8. предлога садржи правила о обавезама друштва које је циљ понуде, при чему посебан значај има обавеза неутралности органа управе и обавеза давања образложеног мишљења органа управе о учињеној понуди. Обавеза неутралности органа управе не представља новину у предлогу, будући да је таква одредба била садржана и у ранијим нацртима а такође је утврђена у свим законским текстовима земаља које регулишу преузимања. Обавеза неутралности органа управе значи да орган управљања од тренутка објављивања понуде не може предузети никакву одбрамбену меру у тренутку објављивања понуде којом би се осујетила понуда, уколико претходно није био овлашћен за предузимање конкретне мере од стране скупштине акционара. Ово начело је даље разрађено на седници Савета Европске уније од 21.6.1999. године, на којој је потврђено правило по коме управни орган друштва које се преузима не сме предузимати било какву радњу, осим радњи које су усмерене на тражење конкурентских понуда, којима би се осујетила већ учињена понуда. Ово правило се не односи на предузимање таквих радњи, за чије је предузимање за време рока за прихватање понуде скупштина акционара дала своју сагласност. На споменутој седници донета је и одлука о још једном изузетку од забране предузимања одбрамбених мера против учињене понуде, који свака држава чланица може применити по свом избору. На основу ове опције државе чланице могу донети прописе по којима ће управном органу бити допуштено да повећа капитал друштва за време рока за преузимање понуде уколико је скупштина акционара већ донела одлуку о повећању капитала а која није донесена 18 месеци пре почетка рока за преузимање понуде. Што се тиче израде и објављивања мишљења органа управе о учињеној понуди, оно мора поред образложења да садржи такође и податке о последицама у случају њеног спровођења на свеукупне интересе друштва, укључујући и њене последице на запосленост.

42. Упореди само: *Hopt*, ZHR 1997, стр. 385.

43. Докази о томе: *Krause*, AG стр. 209.