

*Проф. др Стојан Дабић,
Факултет организационих наука, Београд*

Модел и регулатива преузимања већинског пакета акција у акционарским друштвима

Резиме

На основу до сада примењиване законске регулативе из области приватизације друштвеног капитала извршена је дисперзија власника великог броја друштвених предузећа. Појава значајног броја страних индивидуалних власника акција на још неуређеном финансијском тржиштву без потребног знања и акционарске културе, пружила је прилику разним манипулацијама да ипакво стање искористе за нерегуларно преузимање контроле над акционарским друштвима и да створе услове за улазак и легализацију хазардног капитала. У циљу анализе мера које се примењују ради сиречавања ових појава, у раду је дао приказ постојеће и нове законске регулативе, која има за циљ уређење односа у постојећу преузимања пакета акција са власнишвом у акционарском предузећу вишем од 25%.

Поред приказа законске регулативе, у раду су презентирани основе модела за формирање понуде куповине већинских пакета акција са оценом могућности њихове примене у постојећим условима функционисање привреде у Србији.

Кључне речи: *пријатељско преузимање, непријатељско преузимање, доконтрактиализација, већински пакет акција, инвестицијор, акционар.*

Основне карактеристике тржишта акција

Када се данас говори о акционарству обично се мисли на акционарство по основу бесплатно стечених акција.

Међутим, основе акционарства су дефинисане Законом о хартијама од вредности из 1989. године, Законом о предузећима и Законом о банкама.

Према Закону о банкама, банке су постале прва наша акционарска друштва. Раније номинирани улози у фондове банака трансформисани су у почетни акционарски капитал. У наставку, банке су биле најактивнији емитенти на финансијском тржишту све до недавних збивања са банкама које покривају око 70% укупног финансијског тржишта. Завођењем ликвидационог поступка над овим банкама, власници 70% акција које је укупно банкарство емитовало на примарном тржишту акција је остало без имовине коју су у билансима водили као пласман у дугорочне хартије од вредности.

На основу одредби Закона о рачуноводству сви ти акционари су у обавези да настали губитак покрију на терет оствареног прихода или на терет свог акцијског капитала ако вишак прихода над расходима није довољан да покрије на овај начин исказане губитке, што је био најчешћи случај. Промена начина обрачуна ревалоризације је олакшала (прикрила) пренос губитака акцијског капитала акционара у угашеним банкама на терет акцијског капитала њихових акционара. Дакле, поред страдања малих директних акционара у угашеним банкама највећи губитак је просредно пао на ситне акционаре, који су до акција дошли у процесу својинске трансформације код великих фирми - акционара, сада већ, бивших банака.

Ако се прати редослед страдања акционара тада би се први проблеми акционарства могли узети за приватизацију по Савезном закону (тзв. Закону Анте Марковића). Као што је познато ова приватизација је највећим делом поништена применом одредби Републичког закона о приватизацији. Укупан износ акцијског капитала који је преостао после примене Републичког закона о приватизацији сведен је на апсолутне безначајне вредности дејством хиперинфлације и спроведених деноминација.

После јануара 1994. године на примарном тржишту акција, ако занемаримо емисије банака чија судбина нам је позната, углавном су продаване акције по основу докапитализације у појединачним емисијама неколико већих предузећа, која су успела да се пререгиструју као акционарска друштва са мешовитом својином.

После доношења Закона о својинској трансформацији из 1997. године на примарном тржишту акција појављују се акције из тзв. првог и другог круга својинске трансформације. По овим основама на примарном тржишту акција око 250.000¹⁾

1. Данас због несрећености Централног регистра не постоје усаглашени подаци о броју акционара. Тај број се креће око 300.000, па и више. Овај податак је узет из публикације "Приватизација у Србији-прописи и примена", Југословенски преглед, друго издање 2002.године.

акционара је стекло своје акције у 786 предузећа која су трансформисана у акционарска друштва.

Закон о својинској трансформацији из 1997. године својим одредбама доста прецизно је регулисао начин стицања акција на примарном тржишту акција. Његовом применом извршена је номинација власника друштвеног капитала у лику великог броја ситних акционара. У многим предузећима акционарство данас све више личи на самоуправљање у форми акционарства. Запослени акционари тешко могу да реше проблем двојства права радника и права власника. Формирање акционарских скупштина је прича за себе. Куповина акција од тзв. аутсајдера по нереално ниским ценама на приватним тржиштима и презентација власништва у скупштини путем овлашћења о заступању доста је распрострањена највећим делом због законом ограниченог промета акција.

Након усвајања постојећег Закона о приватизацији и укидања ограничења у секундарној трговини са акцијама може се очекивати промена у структури власника акција у корист правих акционара заинтересованих за производни програм акционарског друштва или спекулативних инвеститора који су заинтересовани само за зараду у разлици између куповне и продајне цене акција.

Поред укидања ограничења трговине акцијама из својинске трансформације постојећи Закон је прекинуо масовну децентрализацију власништва на ситне акционаре променом процента учешћа ситних акционара по основу бесплатних акција у корист крупних инвеститора. Увођењем обавезне прве секундарне трговине акцијама преко берзе жеља законодавца је била да се јавном аукцијом формирају прве цене акција као основе за каснију редовну трговину.

Применом наведених законских прописа створени су услови за нерегуларно преузимање фирми често и под сумњивим условима и од стране спекулативних инвеститора.

Контрола купаца контролног пакета акција у предузећима се данас не врши. Истина, у досадашњем Закону о хартијама од вредности купац пакета акција који у укупном броју акција учествује са 25 и више процената био је у обавези да од Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште добије дозволу за ту куповину. Због тога што ниједним законским и подзаконским актом нису прописани квалификациони услови за оцену подобности купца пакета акција тај захтев је представљао чисту формалност.

Наиме, постојећи Закон о хартијама од вредности у свом члану 69. дефинише начин обезбеђења квалитета емитованих хартија од вредности и њихових купаца кроз следећу формулацију:

«Квалитет хартија од вредности које се емитију у серији надлежни савезни орган обезбеђује:

- 1) давањем одобрења за емисију акција, дугорочних хартија од вредности и хартија од вредности које гласе на страну валуту;
- 2) давањем одобрења за објављивање јавног позива за упис и куповину акција код sukcesивног (постепеног) оснивања акционарског друштва;

3) давањем одобрења за куповину акција којима купац стиче 25% и веће учешће у основном капиталу акционарског друштва;

4) давањем дозволе за рад берзе и берзанских посредника.»

Увидевши недовољност постојеће регулативе за спречавање могућих малверзиција на тржишту акција законодавац је у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената²⁾ покушао регулисати процедуре преузимања власничког пакета акција изнад процента од 25% следећим члановима:

Члан 67

«Лице које намерава да купи акције са правом гласа одређеног акционарског друштва по основу којих би стекло најмање 25% акција с правом гласа тог друштва, дужно је да поступи у складу са овим законом.

Лице из става 1. овог члана које купи акције по основу којих би стекло најмање 25% акција с правом гласа друштва из тог става, а не поступи у складу са одредбама овог закона о понуди за преузимање акција - не може остваривати право гласа по основу тако стечених акција.

Одредбе ст. 1. и 2. овог члана не примењују се када Савезна Република Југославија, односно републике чланице купују акције с правом гласа из тих ставова.

Члан 68

Акције с правом гласа у смислу члана 67. овог закона чине:

1) све акције с правом гласа одређеног акционарског друштва које већ поседује лице које намерава да купи акције;

2) све акције одређеног акционарског друштва које поседује зависно предузеће у коме лице које намерава да купи акције остварује већинско капитал учешће;

3) друге хартије од вредности које поседује ово лице, а које дају право на замену у акције одређеног акционарског друштва у периоду који не може бити дужи од 60 дана од дана понуде за преузимање.

Члан 69

Куповина акција с правом гласа одређеног акционарског друштва по основу којих се стиче најмање 25% акција с правом гласа тог друштва може се вршити само понудом за преузимање акција.

Понуда из става 1. овог члана не може се вршити без претходно донетог решења о њеном одобрењу, које доноси Комисија за хартије од вредности.

Садржину захтева за одобрење понуде из става 1. овог члана и другу документацију која се подноси уз тај захтев прописује Комисија за хартије од вредности.

Комисија за хартије од вредности води регистар решења о одобрењу понуда за преузимање акција.

2. «СЛ. лист СРЈ», бр. 65/2002.

Члан 70

Понудилац је дужан да понуду из члана 69. овог закона упуту свим законитим имаоцима акција на посебном обрасцу.

Садржину обрасца из става 1. овог члана и начин на који се упућује понуда из тог става прописује Комисија за хартије од вредности.

Члан 71

Ако у периоду док понуда траје, или након затварања понуде али пре истека периода у коме је акционарима дозвољено да одустану од понуде коју су већ прихватили, наступе околности које би битно утицале на одлуку акционара у вези с прихватањем или одбијањем понуде - понудилац је дужан да о тим околностима обавести све акционаре, Комисију за хартије од вредности и акционарско друштво чије акције купује.

Обавештење из става 1. овог члана мора да садржи упутство акционарима који су депоновали акције да могу одустати од понуде коју су већ прихватили.

Садржину обавештења из става 1. овог члана и начин на који се оно упућује, прописује Комисија за хартије од вредности.

Члан 72

Управни одбор акционарског друштва чије се акције купују може својим акционарима упутити посебно обавештење, у коме износи своје мишљење о понуди за преузимање акција - најкасније десет дана пошто је учињена понуда за преузимање акција.

Ако обавештење из става 1. овог члана упуту акционарима, управни одбор акционарског друштва дужан је да га истовремено достави и Комисији за хартије од вредности.

У обавештењу из става 1. овог члана управни одбор из тог става може изнети своју препоруку акционарима о прихватању или неприхватању понуде за преузимање акција.

Ако управни одбор акционарског друштва обавештење из става 1. овог члана упуту без препоруке, дужан је да то образложи.

Ако понудилац упуту акционарима обавештење о променама околности из члана 71. овог закона, управни одбор акционарског друштва може обавештење из става 1. овог члана допунити или изменити.

Садржину обавештења из става 1. овог члана и начин на који се оно упућује, прописује Комисија за хартије од вредности.

Члан 73

За време трајања понуде, понудилац не може стицати акције које су предмет понуде на било који други начин, нити под било којим другим условима, осим под условима датим у понуди о преузимању акција.

Члан 74

Понудилац је дужан да под истим условима понуди преузимање акција свим акционарима на које се понуда односи.

Понудилац који је у периоду краћем од 30 дана од дана отварања понуде за преузимање акција стекао акције које су предмет понуде под условима који су за акционаре повољнији од услова датих у понуди - дужан је да подједнако повољне услове понуди свим акционарима.

Члан 75

Понудилац не може за време трајања понуде продавати акције истог акционарског друштва на које се односи понуда за преузимање.

Члан 76

Понудилац не може најмање 20 дана од дана затварања понуде стицати акције под друкчијим условима од оних који су били дати у понуди за преузимање акција, без обзира на исход понуде.

Члан 77

За време док траје понуда за преузимање акција, понудилац може да повећа цену акција које су предмет понуде.

Члан 78

Понудилац је дужан да, пре почетка понуде за преузимање акција, новчана средства депонује код банке, односно овлашћене банке – члана Централног регистра хартија од вредности - у износу који је довољан да се купе све акције које су предмет понуде или да обезбеди банкарску гаранцију издату на исти износ.

Члан 79

Ако је број акција депонованих на посебном рачуну хартија од вредности код Централног регистра хартија од вредности по основу понуде за преузимање акција (у даљем тексту: рачун депонованих хартија од вредности) већи од оног који је дат у понуди или од оног који је понудилац спреман да прихвати - понудилац је дужан да пропорционално смањи број свих депонованих акција које преузима.

Члан 80

Рок утврђен у понуди за преузимање акција не може бити краћи од 21 дан.

На дан отварања понуде за преузимање акција, акционарима мора бити омогућено да своје акције депонују на рачун депонованих хартија од вредности - на начин предвиђен у понуди за преузимање акција.

Сматра се да су акционари прихватили понуду за преузимање акција када депонују своје акције.

Акције које су предмет понуде за преузимање не могу бити депоноване након истека рока утврђеног у понуди.

За време трајања понуде за преузимање акција, акционарско друштво не може отпочети поступак дистрибуције нових акција с правом гласа.

Члан 81

Акције депоноване на рачуну депонованих хартија од вредности акционари могу повићи сваког радног дана док траје понуда - давањем писменог налога.

Члан 82

Понудилац је дужан да све акције преузме и исплати што је могуће пре, али најкасније трећег дана од дана њиховог преузимања.

Ако понудилац продужава трајање понуде, дужан је да претходно преузме и исплати све акције депоноване до дана затварања понуде који је одређен у понуди за преузимање.

Ако понудилац повећа цену акција које су предмет понуде за време док траје понуда, дужан је да за преузете акције свим акционарима исплати најповољнију цену.

Члан 83

У року од 20 дана од дана затварања понуде, понудилац је дужан да Комисији за хартије од вредности достави обавештење о резултату понуде за преузимање акција, а ако је понуда за преузимање успешно завршена - и податке о укупном броју преузетих акција.

У најави модела приватизације чини нам се да су вршене сувише оптимистичке процене да ће се самим чином приватизације битно поправити стање у приватизованим предузећима и у привреди као целини. До сада постигнути резултати показују да се готово ниједан циљ из основног модела није остварио. Ако узмемо да је приватизација по ранијем Закону само номинација власника, онда очекивања да ће они у већем обиму понудити своје акције правим инвеститорима који су директније заинтересовани за развој предузећа су потпуно изостала јер је у свега 4,19% приватизованих предузећа по ранијем Закону дошло до секундарне трговине акцијама.

Разлога овом стању има више, али ћемо се ми овде задржати на следећим:

- Акционари који нису у радном односу код акционарског друштва немају скоро никаквих информација о пословању акционарског друштва.
- Код одређеног броја акционарских друштава није успостављен регистар акционара, а ако јесте онда он често представља импровизацију.

- Акционари због несрећености финансијског тржишта не знају коме да понуде акције на продају.
- Низак ниво финансијске штедње директно неповољно утиче на тражњу за акцијама и најбољих акционарских друштава. У недостатку тражње уз постојећу високу понуду, цена акција се креће у висини око 50% од номиналне вредности.
- Правна несигурност институције акционарства је велика препрека за улагања у акције, јер је искуство са овим обликом својине веома неповољно у нашој блиској прошлости (случај банака).
- Несигурност менаџерских екипа у акционарским друштвима изазвана могућим и постојећим спекулативним манипулацијама са куповином како акција тако и права заступања у скупштини акционара.
- Код једног броја предузећа, према постојећој методологији, утврђена је висина капитала за приватизацију на основу ревалоризације раније извршене процене вредности друштвеног капитала, без обзира што је предузеће у међувремену имало значајно исказане непокривене губитке. Другим речима, у износу остварених бесплатних акције налази се и износ непокривеног губитка. Сасвим је сигурно да овакве акције неће на тржишту имати своју вредност све док се не изврши консолидација акционарског друштва делимично и на терет акционарског капитала. Када се ово зна онда је сасвим нејасно зашто су органи Београдске берзе увели обавезу да се као стартна цена акција код прве продаје по преовлађујућој цени одређује књиговодствена вредност акција. Ова мера Београдске берзе ће сасвим сигурно успорити трговину акцијама преко берзе, јер је купцима сасвим нелогично да они купују акције по пуним ценама које у себи садрже кумулиране исказане и неисказане губитке из ранијих година, када могу куповати акције предузећа која се налазе у процесу аукцијске приватизације где почетна цена представља 20% од очишћене књиговодствене вредности.
- У друштвима са већинским инсајдерским акционарским капиталом на сцену се враћају манири из радничког самоуправљања, праве се кризни штабови, потпомогнути често факторима ван предузећа, који изазивају неспокојство и неповерење пословног окружења а самим тим директно утиче и на пословне резултате. У оваквим ситуацијама и добри менаџери осећају се несигурно и устежу се од озбиљних пословних подухвата. Мали је број предузећа на чијем се челу налазе снажни тимови који успевају да својим резултатима и својом енергијом неутралишу све покушаје увођења мешетарења у кругове својих предузећа. То су углавном фирме које су и у протеклим условима остваривале најбоље резултате како на унутрашњем тако и на иностраном тржишту захваљујући своје знању и умешности руковођења и вођења фирми према светским стандардима.

Из напред наведених разлога просечан инвеститор и уколико би располагао одређеним износом слободних средстава објективно није у могућности да одабере

фирму или фирме чије би акције купио. Овај проблем није специфичан само за наше тржиште. Он је присутан и у земљама са развијеним финансијским тржиштем.

Из свега напред изнетог јасно се намеће закључак да је једини излаз из постојеће ситуације стварање поверења у акционарско друштво кроз могуће modele укрупњавања власништва.

Могући модели формирања понуде за преузимање акција

На основу анализе стања у развијеној привреди може се закључити да у пракси не постоји универзалан модел нити модел који доминира у решавању проблема укрупњавања власништва над акцијама. Најчешће су примењивани у различитим фазама развоја следећи модели:

1. модел укрупњавања власништва кроз избор стратешког партнера (модел преузимања),
2. модел формирања менаџерских тимова као већинских власника,
3. модел укрупњавања власништва посредством инвестиционих фондова и
4. модел учешћа институционалних инвеститора у процесу укрупњавања власништва.

Модел укрупњавања власништва кроз избор стратешког партнера (модел преузимања)

Појам стратешког партнера код нас је недовољно јасно дефинисан. Постоје мишљења да је то сваки инвеститор који купује више од 50% акција фирме или да је то само онај инвеститор који се налази у истом пословном или технолошком ланцу као и предузеће у коме се преузима више од 50% власништва. Нашим условима ближе је мишљење да се под стратешким партнером сматра инвеститор из исте програмске оријентације који је на одређен начин комплементаран са предметом пословања предузећа које се преузима. Иначе купити преко 50% власништва у неком предузећу у правној теорији и пракси то значи преузети већинско власништво што значи и контролу пословања предузећа (преузети фирму).

Заинтересовани инвеститор за преузимање предузећа може то учинити на следеће начине:

- преузимање већинског власништва кроз модел докапитализације;
- преузимање власништва кроз модел куповине акција од постојећих акционара и
- комбиновани модел.

У нашим условима сиромаштва предузећа са обртним средствима као и застарелих технологија највише би, са становишта предузећа, одговарао модел докапитализације. Обично се код дефинисања услова докапитализације паралелно дефинишу и развојни програми. Овај поступак се може назвати и **вољно преузимање**.

За разлику од вољног преузимања постоји и невољно односно **непријатељско преузимање**. Код овог облика преузимања искључиво се користи метод куповине акција од постојећих акционара. Данас у свету постоји више метода за одбрану од непријатељског преузимања. Анализом њихове ефикасности може се закључити да не постоји идеално сигуран метод. Сигурност метода је у директној зависности од висине средстава која се користе за одбрану.

Комбиновани модел се користи у условима када стратешки партнер не жели да се кроз куповину акција на секундарном тржишту у власништву фирме нађу други инвеститори. Да би спречио долазак других инвеститора он може преузимање фирме започети са куповином акција на секундарном тржишту уз истовремене припреме докапитализације.

За масовнију примену овог модела укрупњавања акционарског власништва потребно је изградити систем поверења како у финансијски систем тако и у укупан привредни и политички систем.

Питање поверења инвеститора у финансијско тржиште и финансијске организације није само југословенски проблем. Са овим проблемом сусретала су се и још се сусрећу многа финансијска тржишта у развоју. Земље као што је наша, у којима се тек формирају тржишта капитала, налазе се у дилеми на који начин да обезбеде допуну домаћих извора капитала. Економски субјекти су сувише мали да појединачно привуку инострани капитал, а захтеви иностраних инвеститора су сувише велики да би их било који корисник самостално могао испунити.

Инвеститори желе здраву економску политику и то:

- макроекономску политику која одржава правилну равнотежу између раста и стабилних цена,
- одсуство озбиљних неравнотежа у погледу фискалних рачуна и екстерних биланса,
- стабилну валуту,
- јасан план за дугорочније структурне реформе укључујући здраву макроекономску политику на нивоу предузећа и привреде,
- релативно независну централну банку укључујући и зајмодавца последње инстанце како би се спречила непотребна пропаст финансијских институција,
- објављивање прецизних економских, финансијских и статистичких података на време.

Модел формирања менаџерских тимова као већинских власника

Овај модел је ограничених могућности. Он је погодан за преузимање малих и средњих предузећа. У великим компанијама учешће у власништву менаџмента је посебно стимулисано низом подстицајних програма. Поред учешћа менаџера у власништву, на западу су (осим у Немачкој) развијени посебни пакети за подршку учешћа запослених у акционарском капиталу.

Према анализи остварених резултата везаних за улазак страног капитала у земље у развоју утврђено је да су инострани инвеститори предност више давали предузећима са значајним учешћем менаџмента у власништву него предузећима са дисперзијом власништва на велики број ситних акционара.

Модел укрупњавања власништва посредством инвестиционих фондова

За разлику од претходна два модела у којима се јављају као купци акција инвеститори који су заинтересовани за власништво и права која им припадају по том основу у овом моделу као купци акција јављају се инвеститори који су искључиво заинтересовани за приход који им власништво над акцијама доноси било кроз дивиденду било кроз капиталну добит.

Инвестициони фонд се формира са задатком да изврши диверзификацију ризика ситних штедиша код улагања средстава на финансијском тржишту уз обезбеђење максималне добити. Наиме, фонд емитује своје хартије од вредности и продаје их инвеститорима. Из тих средстава фонд купује акције на секундарном тржишту акција без намере да постане већински власник. Он у свом портфељу држи акције великог броја акционарских предузећа и на тај начин врши диверзификацију ризика. Чим примети да су се на тржишту појавиле акције које доносе већи приход фонд из свог портфеља продаје акције са најслабијим приходом и купује те нове акције са већим приходом.

Фондови су најчешће носиоци тзв. ризичних улагања у мала и средња предузећа јер она доносе и највећу зараду.

Због тога што још код нас нема законске регулативе за оснивање и пословање инвестиционих фондова у наставку се даје кратак приказ функционисања фондова у иностранству јер и када се створе институционални оквири за њихово пословање тешко ће се на домаћем тржишту наћи довољно финансијске штедне да преко фондова подмири домаће потребе.

Улога инвестиционих фондова на финансијском тржишту³⁾

Инвестициони фондови представљају финансијске играче на финансијском тржишту који емисијом својих акција прикупљају потребна средства за куповину широког спектра хартија од вредности на тржишту које обезбеђују највећи принос. Они из свог портфеља продају акције чији принос опада и одмах купују хартије које бележе раст приноса. На овај начин они купцима својих акција обезбеђују просечан принос који се остварује на широки спектар хартија од вредности из свог портфеља. Они нуде висок степен диверсификације ризика. Инвеститори у инве-

3. Шире видети: "Улога инвестиционог фонда у приватизацији и развоју финансијског тржишта", проф. др Стојан Дабић, "Копачничко саветовање СЕЈ 2001."

стиционе фондове новоформираних тржишта обично очекују да се њихов новац у потпуности уложи у тој земљи и да се диверсификује у оним гранама и компанијама које ће довести до максималног раста унутар разумних параметара ризика.

У Јужној Кореји приватизација компанија са државним капиталом није могла да се спроведе применом свих могућих форми и повластица. За продају акција фирми из енергетике и телекомуникација било је доста заинтересованих купаца али зато за акције компанија из области металургије и машиноградње није било тражње. Да би се спровела планирана приватизација Влада је прибегла решењу кроз формирање инвестиционог фонда. Инвестициони фонд је са својим акцијама изашао на међународно финансијско тржиште. С обзиром на државне повластице купцима акција Фонд је прикупио значајна средства. Приликом емисије акција и давања повластица за инвеститоре Влада је обавезала Фонд да у свом портфељу у одређеном односу има акције свих фирми које је она понудила за приватизацију.

На овај начин Држава је обезбедила продају свих својих акција по просечној цени уз обезбеђење просечних дивиденди инвеститорима на уложена средства.

Конверзија дуга у акције

Конверзија дуга у акције по свом утицају на акционарски капитал спада у модел укрупњавања власништва у предузећу докапитализацијом. Конверзијом дуга пословних банака према иностранству у акције које прелазе заједно са обавезама на Р. Србију битно се мења управљачка структура у банкама. Исто ће се догодити и са великим системима који су преко ликвидираних банака имали обавезе према иностранству.

Овај модел у нашим условима ограниченог кредитног потенцијала банака неће имати већег утицаја на промену структуре власништва над акцијама у акционарским друштвима.

Учешће институционалних инвеститора у процесу укрупњавања власништва

Поред инвестиционих фондова за развој тржишта хартија од вредности најзначајнију улогу имају институционални инвеститори. У институционалне инвеститоре спадају правна лица која се у свом редовном пословању баве прикупљањем средстава за одређене намене и која им до момента привођења намени служе за куповину акција на секундарном тржишту. У развијеним земљама у значајне институционалне инвеститоре спадају осигуравајућа друштва, пензиони фондови, инвестиционе компаније, инвестиционе банке и многа друга наменски формирана друштва. Ове институције се у куповини акција понашају на исти начин као и инвестициони фондови. Без њих сасвим је сигурно не би било ни развијеног секундарног тржишта, а без развијеног секундарног тржишта ограничени су и капацитети примарног тржишта акција.

Закључак

Претходна анализа стања на тржишту акција и приказ могућих модела укрупњавања власништва над акцијама показала нам је:

1. да је процесом приватизације обухваћен значајан број најбољих предузећа;
2. да власништво над акцијама поседује преко 300.000 акционара што по ранијим законима што по постојећем закону о приватизацији;
3. да приватизована предузећа нису успела да успешније покрену точак оживљавања привредне активности;
4. да постојећи акционари нису много заинтересовани за остварење својих права по основу власништва над акцијама, а они који показују интерес у садашњим односима немају могућност да битније утичу на рад акционарског друштва у коме су акционари, па се у својој немоћи и неповерењу опредељују за продају акција;
5. да због несигурности акционарства због праксе олаког увођења стечаја над акционарским друштвима мимо пружања могућности акционарима да сами покушају наћи решење за тренутне тешкоће акционарског друштва није показан шири интерес инвеститора за куповину акција;
6. да је нужно успоставити ефикаснији механизам за прелазак акција из власништва великог броја недовољно заинтересованих акционара у руке инвеститора који имају знање, вољу и могућност да се у акционарским друштвима дигне привредна активност на виши ниво;
7. да је неопходно створити услове да се промена структуре власништва врши кроз процес докапитализације од стране менаџмента и стратешких партнера до износа већинског власништва, а да се део акција остави за секундарну трговину између инвестиционих фондова, институционалних инвеститора и појединаца као инвеститора како из земље тако и из иностранства.

Тежња да се највећи број добрих предузећа прода стратешким партнерима који стреме ка стварању пакета акција у висини 100% власништва над предузећем неминовно води ка затварања секундарног тржишта акција. У тржишним привредама ретко један власник поседује пакет акција изнад 60-70% учешћа у власништву. Обично се сматра да је добро када се на секундарном тржишту налазе у слободној трговини акције које учествују у власништву фирме између 30 и 40%.

Stojan Dabić, Ph.D.

Professor, Faculty of Organization Sciences, Belgrade

Models and Regulation on Take-over of Companies Limited by Shares

Summary

Privatization in our country caused, according to current legislation, dispersion of the "socially-owned capital" among numerous small investors. Their appearance on our still non-regulated financial market, without necessary knowledge and shareholding cul-

ture, gave the opportunity to different manipulators to take control in companies limited by shares. That makes conditions for penetration an legalization of hazard capital in our country. This paper analyzes the current and new legislation in this field, which aims to regulate relationships and procedure of take-over of shares of stakes of at least 25% in a company capital. Besides, this paper presents basic models of take-over offers, with estimation of the possibilities of their application in Serbian economy.

Key words: *Take-over; Increase of Capital; Major Holding of Shares; Investor; Shareholder.*