

**Боривоје Миросавић,
Агенција за приватизацију,
Центар за тржишне капијала, Београд**

Понуда за преузимање акција

Резиме

У раду се презентују позитивни пројекти иницијатива Понуде за преузимање предузећа, као јако важног питања рада тржишне капијала у нашој земљи. За тим, њихов однос према пројектима о приватизацији. Такође се презентује крајњак, али понекад конкретан преглед ујоредног права по овом питању. Даје се и сажета анализа предметних норми, њихове предности и мане.

Кључне речи: понуда за преузимање, приватизација, акционарско друштво.

Садашњи Закон о приватизацији („Сл. гл. РС“ бр. 38/01, Измене и допуне „Сл. гл. РС“ бр. 18/03), са својим изменама и допунама, одредио је основне претпоставке за трговање акцијама из поступка приватизације. Одредбе Закона о хартијама од вредности („Сл. л. СРЈ“ бр. 26/95, 28/96, 59/98, 20/99, 44/99) су одређивале врсте, услове, начин издавања, трговину и надзор над радом тржишта хартија од вредности. Одредбе Закона о приватизацији су биле усклађене са Законом о хартијама од вредности; посебно када се Агенција за приватизацију на основу овлашћења из Закона о приватизацији, опредељивала за продају акција из портфеља Акцијског фонда, на берзи. Одредбе Закона о приватизацији, као закона који регулише посебну материју, такође, предвиђале су и могућност посебних поступака продаје акција из поступка приватизације (јавном понудом, јавном аукцијом, или јавним тендером), чл. 69. Закона. Закон о хартијама од вредности није ограничавао одређи-

вање метода продаје акција из поступка приватизације, прописане Законом о приватизацији.

Нови Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Сл. л. СРЈ“ бр. 65/2002, Измене и допуне „Сл. гл. РС“ бр. 57/03), (у даљем тексту, Закон), са почетком примене од 30.09.2003. године, целовитим кодификовањем материје хартија од вредности, доноси новине, посебно у поступку трговања акцијама, што обухвата и трговину акцијама из поступка приватизације.

Понуда за преузимање акција

Највећа и главна новина је, прописивање института Понуде за преузимање акција, (члан 67. до 83.) којом је предвиђено да се куповина од најмање 25% акција са правом гласа, акционарског друштва може вршити само понудом за преузимање.

У упоредном праву разликује се амерички, енглески и немачки систем. У САД, ова појава је постала озбиљан економски процес крајем XIX века, а у Европи се почео да јавља тек 60-тих година XX века. Амерички систем је најблажи, и код нас је примењен. Најстрожи је немачки систем, а између њих је британски режим.

У Британији је пословни свет из Ситија, финансијске четврти Лондона, предвођен Лондонском ефективном берзом, донео тзв. Зборник о преузимањима и сједињавањима 1968. године, који је постао општеприхваћено правило у материји груписања компанија, као и Правила о значајним стицањима акција.¹⁾

По нашем Закону, понуда се не може вршити без претходног решења о одобрењу, које доноси, као и што садржину захтева за одобрење понуде прописује, Комисија за хартије од вредности. Комисија одлучује у року од 30 а најкасније од 60 дана од дана пријема преузимаоачевог захтева за одобрење понуде.²⁾

Ако комисија ћути у прописаном року, сматра се да је захтев одбила.

Закон не уређује који су критеријуми и услови за Комисију важни при одобравању понуде за преузимање. Ову празнину превазилази одредба чл. 8. правилника, која прописује да Комисија решењем одобрава понуду, ако су у понуди за преузимање акција дати сви потребни подаци и ако су ти подаци у складу са осталом достављеном документацијом. Дакле, наше право задржава се на формалним критеријумима, а при „ћутању администрације“ странци преостаје право жалбе.

Немачки закон о преузимању³⁾ предвиђа у 2. подделу у чл. 4. у тачки 1. да „...У оквиру својих обавеза, Надзорни одбор уочава неправилности које могу да

1. Др Небојша Јовановић, Празнине законског уређивања преузимања привредног друштва у српском праву, Зборник саветовања у Игалу, септембар 2003. године
2. Закон о трж. харт. од вр...чл. 221. у вези чл. 208. Закона о општем управном поступку из 1997. год. („Сл. л. СРЈ“ бр.33/97).
3. German Takeover Law A Commentary, Verlag C.H. Beck Munchen oHG, Ant. N Sakkoulas Athen oHG 2002.

нанесу штету прописаном извршењу поступка или могу да имају негативан материјални утицај на тржиште хартијама од вредности. Надзорни одбор издаје налоге који одговарају и неопходни су за уклањање или спречавање таквих неправилности.“ Те у тачки 2. „Надзорни одбор извршава обавезе и спроводи овлашћења у складу са овим актом искључиво у јавном интересу.“ Такође, члан 14. тачка 2. Немачког закона о преузимању, прописује: „Документ о понуди се објављује ... ако Надзорни одбор одобри објављивање или ако прође десет радних дана од пријема документа о понуди а Надзорни одбор није одбио понуду.“

Немачко право, очигледно поред формалног уводи и материјални критеријум за одобрење понуде, али при „ћутању администрације“ прописује да се захтев сматра одобреним.

Закон о преузимању акционарских друштва у Републици Српској („Сл. гл. Републике Српске“ бр 64-II део / 2002) овде има следеће решење, у чл. 13. тачка 4. „Ако Комисија не донесе решење о захтеву за објављивање понуде за преузимање у року из члана 2. овог члана, а да у истом року не достави понудиоцу закључак о отклањању недостатака, захтев се сматра одобреним.“

Наш Закон даље прописује да је понудилац дужан да понуду упуту свим акционарима, на посебном обрасцу, кога прописује Комисија за хартије од вредности.

Правилник о садржини и форми понуде за преузимање акција, („Сл. гл. РС“ бр. 102/03) који је на основу овлашћења из Закона донела Комисија за хартије од вредности, у чл. 2. прописује да се као понудилац рачуна и лице које би остварењем понуде, **са акцијама које већ поседује**, стекло најмање 25% гласова у скупштини тог друштва. Наведени Правилник овде прописује оно што већ садрже одредбе Закона (чл. 67. и 68.). Одмах на овом месту треба додати да законски текст о овом институту има празнина, које попуњава текст Правилника, на више места, што ће бити поменуто у даљем тексту. Поред овог Правилника, Комисија за хартије од вредности је донела и **Упутство о садржини и форми понуде за преузимање акција**, као и **Упутство о садржини и форми обавештења управног одбора у вези са понудом за преузимање акција**.

То су правна акта за чије доношење је Комисија за хартије од вредности овлашћена Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. По логици правног система, и захтеву унутрашње усклађености, подзаконским актом се не могу попуњавати празнине у закону, већ само садржина овлашћења из закона. Тако да овај начин попуњавања празнина Закона, подзаконским актима Комисије за хартије од вредности, на више места, у поступку понуде, изазива недоумицу, и има одредби које се не би могле одржати у испитивању пред Уставним судом.

Правилник такође прописује, да је понудилац дужан, да понуду за преузимање акција упуту најкасније у року од 30 дана од дана пријема Решења о одобрењу понуде за преузимање.

Стилизација одредбе члана 69. Закона је таква, да понуду може дати како продавац, тако и купац акција. Остале одредбе о понуди, као и одредбе Правилни-

ка о садржини и форми понуде за преузимање акција, прописују у ствари понуду купца.

Веома је добро да је Закон овај институт прописао, јер је предмет разматрања и регулисања најразвијенијих привреда у свету. Преузимање акционарских друштава може да има велике последице по привреду и тржишта капитала, тржишта хартија од вредности појединих привреда.

Наша привреда је у току реформи, у поступку приватизације и ову чињеницу Закон није довољно узео у обзир. Закон није прописао понуду продавца или позив за понуду, за продају акција. То је почетна радња и јако значајна ствар за приватизацију, за продају акција акционарских друштава у портфељу Акцијског фонда. Понуда, као и позив на понуду је прописана Законом о облигационим односима.

Акцијски фонд у свом портфељу има акције око 700 предузећа. Поштовање одредаба о преузимању, ставља Акцијски фонд у пасиван положај, чекајући на понуду заинтересованог купца.⁴⁾ Или да упути позив на понуду по ЗОО. Понудилац, да би истакао понуду мора да чека одобрење Комисије за хартије од вредности. То успорава и компликује поступак, чинећи га мање ефикасним од продаје акција из поступка приватизације на берзи.

Ако осветлимо целовито законска решења, видимо обавезу котирања акција свих јавних акционарских друштава на берзи (чл. 12., 42. и 52. Закона), чиме су та акционарска друштва изложена трошку као и могућности преузимања, а без обзира на то да ли им треба додатни капитал, (што је основна сврха тржишта капитала); „испада да се правила овог института односе и на јавно (отворено) и на нејавно (затворено) акционарско друштво, а у ствари правила овог института могу се односити само на јавно акционарско друштво“.⁵⁾ Мислим да не треба обавезивати сва акционарска друштва да се котирају на берзи.

Свуда су јавна друштва само велике компаније, које су способне да сакупе јавном емисијом велики капитал и да га профитабилно уложе у какав велики привредни подухват. Због тога су сразмерно малобројна у односу на приватна (затворена) друштва.⁶⁾

Понуда је проширена законом и на нејавна друштва, закон каже „о понуди за преузимање акција акционарског друштва“ (британско право, понуду примењује на сва друштва капитала укључујући и друштва с ограниченом одговорношћу; Немачко и Француско право, само на друштва котирана на берзи). Законодавац је заправо реформским стањем привреде приморан да омогући свим мањинским акционарима да тргују својим акцијама које су бесплатно добили приликом приватизације предузећа. Та предузећа морају да сnose трошкове котизације на берзи, као и

4. Лана Јанковић, Поступак продаје акција Акцијског фонда којима се стиче контролно учешће у капиталу, Параграф прес број 175/176 јануар 2004. с.33.

5. Др Мирко Васиљевић, Право и привреда бр. 1-4/2003, Маргиналије о неким општим питањима заштите права акционара у контексту Закона о тржишту хартија од вредности, с. 14.

6. Др Небојша Јовановић, ванредни професор, Право и привреда бр. 5-8/2003, Смисленост и бесмислица Закона о тржишту хартија од вредности у вези са емисијом, с.470.

да се изложе могућности преузимања, понудом за преузимање. Ако део акционара предузећа, жели да се бори против преузимања, најбоље да нађу конкурентску, пријатељску понуду, која је боља изражене или кредит код банке те да сами упуте конкурентску понуду. Или да убеди акционаре да ће својом привредном активношћу бележити добар привредни раст као и приход, те да ће профит и дивиденда бити задовољавајући. Прихватање понуде је добровољно. Не треба га ограничавати административним мерама, које могу да спречавају улагање капитала у привреду.

Мислим да је требало оставити могућност берзанске продаје акција из поступка приватизације, по изузетку.

Такође је потребно прописати лако прелажење из јавног у затворено акционарско друштво, после спроведене приватизације и трговине мањинских акционара и Акцијског фонда акцијама предметног акционарског друштва и да је ово веома важна ствар. Акционарско друштво излази на берзу, односно на тржиште капитала, када му је потребан капитал, а не зато што га пропис на то обавезује.

У фази истицања понуде поред добрих страна наш Закон има неке празнине:

1. Наш Закон уопште не садржи начела о преузимању, чиме се битно отежава тумачење његових одредби (уобичајено: равноправност акционара, њихова благовремена и довољна обавештеност, хитност поступка преузимања, заштита интереса циљног друштва и спречавање поремећаја на тржишту вредносница (нпр. чл. 3. Закона о преузимању акционарског друштва, Републике Српске).

2. Није прописано писмо о намерама, упућено управи, да се управа приволи на сарадњу, како би се избегле тешкоће непријатељског преузимања.

3. Затим, упоредно право обично обавезује понудиоца да објави понуду за преузимање у најмање једном националном дневном листу, где се уобичајено објављују финансијске вести (омогућавање конкуренције).

Такође и ову ситуацију коју Закон не прописује, решава Правилник који у чл.10. прописује да је понудилац дужан да скраћени текст понуде треба да објави и јавно, у дневном листу који излази на целој територији Републике Србије и чији тираж износи најмање 50.000 примерака.

4. Закон не предвиђа бројне оправдане изузетке од прописаног поступка понуде за преузимање акција акционарског друштва као на пример: деоба брачне тековине, припајање.⁷⁾

Треба се осврнути и на неусклађеност са Законом о предузећима, по коме преузималац може, да покуша преузимање и објављивањем добровољне понуде за куповину акција а.д. у гласилу берзе (чл. 411.).

7. Др Небојша Јовановић, Празнине законског уређивања преузимања привредног друштва у српском праву, Зборник саветовања у Игалу, септембар 2003. године

Цена

Одређивање цене акција као и начина плаћања, новчано, или искључиво, комбиновано или алтернативно са хартијама од вредности, прописано је чл. 5. наведеног Правилника.

Такође је Правилником одређено да рок утврђен у понуди за преузимање акција не може бити краћи од 21 дан ни дужи од 50 дана.

Даље, чланом 74. ст. 1. као и чланом 79. Закона, управо је предвиђена делимична понуда. Подносилац је дужан да под истим условима понуди преузимање акција свим акционарима на које се понуда односи. Ако је број понуђених акција већи од оног који је понудилац спреман да прихвати – понудилац је дужан да пропорционално смањи број свих депонованих акција које преузима.⁸⁾

Трајање и прихват понуде

Управни одбор акционарског друштва износи писмом своје мишљење, препоруку о прихватању, односно неприхватању понуде за преузимање акција, те га истовремено доставља и Комисији. Ако управни одбор акционарског друштва обавештење упуту без препоруке, дужан је да то образложи (чл. 72. Закона).

Мислим да би било добро прописати да Управни одбор у својој препоруци изнесе, своје планове за будућност, уколико то није урађено на скупштини акционара, или на други начин, па да сваки акционар може да их упореди са плановима понуђача, са становишта очекиваног профита.

Рок прихватања понуде траје најкраће 21 дан, при чему се већ од дана „отварања“ понуде мора да омогући акционарима да је прихвате депоновањем својих акција на посебном рачуну преузимаоца. Сматра се да су акционари прихватили понуду за преузимање акција када депонују своје акције. За време трајања понуде за преузимање акција, акционарско друштво не може отпочети поступак дистрибуције нових акција с правом гласа (чл 80. Закона).

Преузималац мора пре почетка преузимања, да обезбеди новчана средства за куповину свих акција, које је понудом тражио и то на посебном рачуну код банке чланице Централног регистра хартија од вредности или да за тај износ положи банкарску гаранцију (чл.78. Закона). Ако првих 30 дана трајања понуде купи акције под повољнијим условима од оних у понуди, понудилац је дужан да те повољније услове понуди свим акционарима (чл. 74. Закона). Ако се током трајања понуде за преузимање, промене околности, тако да то битно утиче на одлуку акционара да

8. У Немачкој, Француској и Републици Српској, делимична понуда је забрањена, допуштена само потпуна (неограничена) понуда, којом мора да се тражи куповина свих акција у циљном друштву. У Британији је допуштена делимична јавна понуда за преузимање, али само уз изричиту претходну дозволу Одбора за преузимања и сједињавања, као специјализованог надзорног органа за преузимање. Др Небојша Јовановић, Празнике законског уређивања преузимања привр. друштва у српском праву, Зборник саветовања у Игалу, септембар, 2003. г.

прихвате понуду, понудилац је дужан да обавести о новим околностима све акционаре, Комисију и циљно друштво (чл. 71. Закона).⁹⁾

Рокове везане за понуду Правилник прописује детаљније чл.12. 13. и 14. и то тако што понудилац може најкасније 7 дана пре истека рока за понуду за преузимање да:

1. повећа цену за преузимање хартија од вредности;
2. понуди другу врсту противвредности за преузимање хартија од вредности,
3. смањи број хартија од вредности који је наведен у понуди,
4. да промени друге услове које је навео у својој понуди, у складу са Законом и Правилником о садржини и форми понуде за преузимање акција.

Правилник у чл. 13. прописује да објављену понуду за преузимање понудилац може повући најкасније седам дана пре истека важења понуде, у случају упућивања понуде, по вишој цени од стране конкурента, али ако наступе околности које отежавају испуњење обавеза понудиоца, ако наступе околности у вези са акционарским друштвом у тој мери да куповина хартија од вредности више не одговара очекивањима понудиоца. И повлачење понуде понудилац мора објавити на начин прописан за објављивање понуде за преузимање.

Горе наведена тачка трећа, јасно показује тежњу за укрупњавањем капитала. Мањинским, ситним акционарима остаје заштита прописана Законом о предузећима.

Заинтересовано лице, конкурент, може да упути своју понуду акционарима акционарског друштва, чији датум отварања мора бити најкасније седам дана пре истека првобитне понуде.

У случају конкурентске понуде, лица која су већ прихватила претходну понуду за преузимање, имају право да од ње одустану и да прихвате конкурентску понуду за преузимање.

Рок за прихватање првобитне понуде, у случају упућивања конкурентне понуде за преузимање акција, може бити продужен за још петнаест дана и тај рок представља максималан рок трајања свих понуда за преузимање акција одређеног акционарског друштва (чл.14. Правилника).

Понудиоцу је дозвољено да повиси цену акција из понуде пре њеног истека, с тим што је повишену цену дужан да исплати и акционарима који су прихватили понуду по нижој цени (чл. 77. и 82. ст. 3. Закона).

Прихватиоци понуде су повлашћени у односу на општа правила о закључењу уговора, јер им се даје право да своје прихвате повуку (тј. одустану од продаје) давањем писменог налога било којег радног дана док траје понуда (чл.81. Закона).¹⁰⁾

Преузимаоцу је забрањено да током трајања понуде истовремено продаје трећим лицима акције које је купио по основу понуде за преузимање (чл. 75. Закона).

9. Ibidem.

10. Ibidem.

Најмање 20 дана након „затварања“ понуде, понудиоцу је забрањено да купује акције циљног друштва под друкчијим условима него што су они из понуде (чл.76. Закона).

Празнине у фази трајања понуде:

1. Законом није уређено рекламирање понуде за преузимање, чиме се омогућава претерано утицање на вољу неких акционара (презентације, дељење летака, кућне посете, телефонски позиви и др.)

2. Нису уређене посебне врсте јавне понуде, као што је условна, или алтернативна понуда.

3. Законом није уређено заједничко (групно, конзорцијално), стицање владајућег учешћа у циљном друштву. Упоредно право успоставља фикцију да се сви чланови групе за стицање сматрају једним лицем. По нашем Закону, могуће је да конзорцијум купи више од 25 % акција, са правом гласа, али тако да сваки појединачни члан купи највише по 24% акција. На тај начин се заобилазе одредбе о понуди прописане у закону.

4. Посебно осетљиво питање код преузимања контроле је питање тзв. одбрамбених мера које „циљно“ акционарско друштво може предузимати да би одвратило „нападача“.¹¹⁾ Упоредно право допушта одбрану од непријатељског преузимања, али само ако тако одлучи скупштина циљног друштва. Његова управа не сме самостално да преузима одбрамбене мере. Нашим Законом је, међутим, само забрањено циљном друштву да током трајања преузимања обави емисију акција са правом гласа (чл. 80. ст. 5.).

У овом решењу се приближавамо америчком систему преузимања. Међутим за разлику од тог система, немамо ни теоретских радова, као ни обученост руководства акционарских друштава, као ни судске праксе. Амерички систем допушта одређене активности на одбрани акционарског друштва од стране управе, али и прописује могућност судске заштите страна у сукобу, уз постојање судске праксе о томе. „Да се иницијатива и деловање управе не смеју ограничити и спугавати страхом управе од њене могуће одговорности“.¹²⁾

Колико год ово решење било либерално и слободно, ипак упоредно право познаје другачија решења. Решење предлога Тринаесте директиве Европске уније о преузимању у погледу одбрамбених мера против непријатељског преузимања, од стране руководећег или управног органа, прописује у врло уским оквирима. Руководећи или управни орган акционарског друштва коме је упућена понуда, дужно је, уздржати се од сваке мере којом би се осујетила понуда, осим ако је скупштина друштва за време рока за прихватање дала своју сагласност за такву меру. „Ово начело је даље разрађено на седници Савета Европске уније од 21.06.1999. године,

11. Др Мирко Васиљевић, Право и привреда бр. 1-4/2003, Маргиналије о неким општим питањима заштите права акционара у контексту Закона о тржишту хартија од вредности, с. 14.

12. Gilson, 33 Stanford L. Rev. 821/891, 822; Schaaaf, RIW 1985, стр. 278. Преузето из „Одбрамбене стратегије предузећа против тзв. „непријатељског преузимања“, – hostile takeover-“ од Радивоја Петрикића, Правни живот бр. 11/2000. с. 363.

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.“¹³⁾

Овде се да приметити да су оба решења, иако различита, јако добра, али ако и кад су консеквентно изведена. Ствар је често у консеквентности. Овде не сме бити неконсеквентности. Ипак ако сада оба решења сагледамо из угла степена развоја нашег тржишта хартија од вредности, мислим да нам више одговара у овом сегменту права, решење по предлогу Европске директиве. Тржиште које се тек формира треба држати једноставним, са јасним одредбама, са смањеном могућношћу спорова, док се не развије у појединостима и нијансама.

5. Управи је такође упоредним правом забрањено, да и кад стекне владајуће учешће, цену стечених акција исплаћује из профита који је циљно друштво стекло пре преузимања. Иста забрана постоји и за спољног преузимаоца. Нашим Законом то уопште није споменуто.¹⁴⁾

Исход понуде

Понудилац је дужан да утврди исход понуде у року од 20 дана од њеног затварања и да о томе обавести Комисију. Ако је понуда успешно окончана, онда је дужан да је обавести и о укупном броју купљених акција (чл. 83. Закона).

Другачије је прописао Закон о преузимању акционарског друштва („Сл. гласник Републике Српске“ бр.64-П део /2002) и то на следећи начин: у 1. тачки члана 25: Након истека рока важења понуде за преузимање и након истека рока за плаћање, понудилац је обавезан у року од седам дана објавити извештај о преузимању на начин прописан овим законом за објављивање понуде за преузимање и доставити га Комисији, емитенту, берзи и другом уређеном јавном тржишту на којем се тргује акцијама емитента.

По истеку рока за прихватање понуде, преузималац утврђује укупан број купљених акција и исплаћује цену продавцима у року од три дана. Ако одлучи да продужи трајање понуде, мора претходно да исплати цену за дотад купљене акције, а ако цену повиси, мора да је исплати у повишеном износу и ранијим прихватиоцима (чл. 82. Закона).

Пред Скупштинам Србије стоји Предлог Закона о изменама и допунама Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, али ни он не решава већину примедби изнетих на Закон.

Уз то Измене и допуне предвиђају могућност одустанка понудиоца, само на дан затварања понуде ...ако те акције не може стећи под условима датим у тој понуди (чл.44. Измена и допуна).

13. Радивоје Петрикић, Одбрамбене стратегије предузећа против тзв “непријатељског преузимања,-hostile takeover“ Правни живот бр. 11/2000. с. 364.

14. Др Небојша Јовановић, Празнике законског уређивања преузимања привредног друштва у српском праву, Зборник саветовања у Игалу, септембар 2003. године.

О одустанку од понуде, понудилац је дужан да обавести акционаре, у року од три дана од дана затварања понуде (чл. 46. Измена и допуна).

Ово једноставно не може да стоји. Ако претпоставимо да је више конкурентних понуда, и да понудилац са најбољом понудом за коју су се акционари определили не може стећи акције јер је у међувремену постао инсолвентан, он једноставно одустане. Нема примене одредби ЗОО о накнади штете. Акционари се не могу више определити за другу понуду, пошто су понуде затворене. У најбољем случају, изгубили су време. Може се замислити шта је са основним принципом функционисања тржишта капитала, принципом сигурности.

Дакле, на страни потребе измена и допуна Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, као и омогућавања трговања акцијама из поступка приватизације на берзи, стоје озбиљни разлози, који заслужују најозбиљнију пажњу наших стручних и законодавних кругова и органа.

Borivoje Mirosavić,
Privatization Agency,
Capital Market Department, Belgrade

The Take-over Bid

Summary

The paper presents pertinent regulations of the take-over bid, as a highly important legal institute, when it comes to the activities and functioning of Capital Market in our country, and its relation to privatization legislature. Furthermore, paper provides for a concise and actual review of comparative law on this matter. A concise analysis of the mentioned rules and their advantages and disadvantages is also set out.

Key words: *take-over bid, privatization, joint-stock company.*