

*Др Небојса Јовановић,  
ванредни професор Правног факултета  
Универзитета у Београду*

## **Мањкавости српског правног режима преузимања акционарских друштава<sup>1)</sup>**

### **Резиме**

*Писац у реферату излаже питања која нису уређена у важећем српском праву у вези преузимања привредних друштава. То чини упоређивањем правила о преузимању акционарских друштава садржаних у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године са одговарајућим прописима других земаља, које су њу појаву целовито и ваљано уредиле. Након објашњавања појма преузимања, његових предности и mana, писац излаже српски правни режим преузимања друштава, да би појмом указао на недостигајућа правила у њему и на проблем који се створио у приватизацији. У закључку се посебно разматра ширина примене правног режима преузимања на циљно друштво. Писац закључује да је српски правни режим преузимања привредних*

1. *Напомена* – Овај чланак је изложен као реферат, под насловом "Празнине законског уређивања преузимања привредног друштва у српском праву", на међународном саветовању правника у Игалу септембра 2003. г., у организацији немачког Фонда за међународну техничку и правну сарадњу (скр. ГТЗ). Како зборник са тог саветовања још није објављен, а питање је тренутно значајно, због припрема измена Закона о тржишту хартија од вредности, писац је одлучио да га објави. Реферат је измењен, због доношења Правилника Комисије за хартије од вредности о форми и садржини понуде за преузимање у октобру 2003. г., као и због усвајања Директиве ЕУ о понуди за преузимање од априла 2004. г. (Ј.О. ЕЦ 2004/25).

*друштвова бла̄г и да̄ за је законодавац намерно завео, ради омогућавања имаоцима крујино̄г ка̄ишиала да лако "йокоре" йрива̄йизована йредузећа у Србији.*

**Кључне речи:** йреузимање, владајуће учешће, йривредно друштво, акционарско друштво.

УВОД – У последње време су учестали и ојачали процеси прегруписавања капитала унутар и између акционарских друштава, уз нагле промене курсева њихових акција и других вредносних папира. Док је у Сједињеним Америчким Државама усредсређивање и прегруписавање капитала између акционара у акционарским друштвима постао озбиљан економски процес већ крајем XIX века, у Европи је почео да јавља тек 60-их година XX века.<sup>2)</sup> Због тога га је Америка уредила низом закона у областима корпоративног и противмонополског права већ крајем XIX и у првој половини XX века, настојећи да онемогући или, бар, ублажи његове штетне последице, а да подстакне корисне. У континенталној Европи је процес прегруписавања капитала почео да изазива пажњу правника тек крајем XX века, кад су се десила прва огромна преузимања великих европских компанија.<sup>3)</sup> Немајући искуства у правном уређивању преузимања, европско-континентални правници су се ослонили на пословна правила о преузимању у Британији. Европска унија је априла 2004. године коначно усвојила 13-ту Директиву компанијског права о понудама за преузимање (енг. *Directive on Company Concerning Takeover Bids*), чији је први предлог био утврђен још 1989, а коначан 1997. године.<sup>4)</sup> Српским правом је одавно, такође, уређено преузимање, иако у Србији још није било правих преузимања друштава, ако се изузму несамостална и неекономска преузимања друштвених предузећа од стране државе пре приватизације или од стране њихових купаца у приватизацији.<sup>5)</sup>

ПОЈАМ - Преузимање привредног друштва (енг. *takeover*, фр. *prise de controle*, нем. *Übernahme*) је скуп радњи, којим једно лице (преузималац, купац, стица-

2. Merle Philippe, *Droit commercial - Societes commerciales*, Dalloz, Paris, 6 ed., 1998, с. 693.

3. Осамдесетих и деведесетих година XX века буру у јавности изазвало је највеће преузимање у пословној историји света, које је извршила британско-америчка компанија за мобилну телефонију "AirTouch" у немачком концерну "Mannesmann" по цени од чак 180 милијарди америчких долара. Претходно је у Немачкој било у жижи разматрања спајање између компанија "Daimler-Benz" и "M.B.W.", те "Krupp" и "Tissen". У Британији је британско-немачки "GEC-Siemens" преузео "Plessey", чиме је Сименс постао трећа светска компанија по величини у телефонији. У Француској је 1996. г. компанија "Auchan" преузела компанију "Mammouth" по цени од 110 милијарди франака, чиме је постала четврта малопродајна групација у тој земљи. В. Петрикић Радивоје, "Правни режим преузимања друштава у Европи", *Право и привреда*, Београд, бр. 5-8/2000, с. 205; Merle P., *op. cit.*, с. 673, 720.

4. Разлог одуговлачења уређивања овог питања била је несагласност држава чланица о дужности неутралности управе циљног друштва при преузимању. Директива је ступила на снагу маја ове године. В. Apfelbacher Gabriele, Barthelmess Stephan, Buhl Thomas, Christof von Dryander, *German Takeover Law – A Comentary*, Verlag C.H., Munchen, 2002, с. 4.

лац) стиче владајуће учешће у капиталу и управљању привредног друштва, поти-скујући дотадашњег "владаоца". Владајуће учешће је свако учешће у капиталу привредног друштва (даље: "друштво", "циљно друштво" или "циљ"), које свом имаоцу омогућава одлучујући утицај на управљање тим друштвом. Апсолутно владајуће учешће је већинско учешће, јер имаоцу омогућава већину свих гласова у органима друштва, а пре свега у његовој скупштини. Често је, међутим, довољно и мање учешће у капиталу за владавину друштвом (нпр. 30%, 25%, чак и 10%), у случају кад је такво учешће знатно веће од учешћа једног или више других чланова друштва заинтересованих за управљање, тако да они не могу да спрече остваривање воље владоца у управљању друштвом ("релативно" или сразмерно владајуће учешће). Таква владавина је могућа у случају велике распрострањености (раздробљености) капитала друштва у рукама великог броја ситних чланова (најчешће акционара), када статутарна техника управљања друштвом омогућава одлучивање са малим кворумом и простом већином гласова по капиталу (тј. већином гласова присутних и гласалих) чланова на заседању скупштине или другог зборног органа друштва. Отуда је преузимање могуће само путем стицања учешћа са правом гласа, и то само у друштвима капитала, јер се њима управља сразмерно уложеном капиталу, а не и у друштвима лица, где се управља по начелу равноправности чланова. Акционарска друштва котирана на берзи су најподложнија преузимањима, али су им подложна и друга друштва капитала, у којим је слободан пренос акција одн. удела (тзв. отворена друштва), иако им се акције одн. удели не котирају у берзи.

**КОРИСТИ И ШТЕТЕ** – Преузимање је, с једне стране, економски корисно, али, с друге стране, може да изазове и озбиљне штете у привреди, као и правне размирице. Пошто се као економска нужност не може правно да забрани, битно је да га право ваљано уреди, како би подстакло његове корисности, а онемогућило или, бар, ограничило његове штетне последице.

Основна економска корист од преузимања је повећање економске снаге и тиме конкурентности привредних субјеката, који се преузимањем повезују у привредну групацију. Друго, тиме презималац долази до нових технолошких достигнућа и сложених производних процеса циљне компаније, што је брже него да их сам развија. Треће, груписањем друштава путем преузимања омогућава се привредно делотворнија расподела производних и природних добара између чланица групације. Четврто, презималац тиме стиче брз приступ новим тржиштима, које

5. Преузимање друштвених предузећа и привредних друштава са већинским друштвеним капиталом од стране државе по сили закона извршено је изменама Закона о предузећима из 2002. године. Изменама је тим предузећима забрањено да предузимају ванредне послове без сагласности Агенције за приватизацију (Сл. л. СРЈ, 29/96, 36/02, чл. 13 Измена). У банкарству је држава преузела већину српских банака Законом о регулисању односа са Париским клубом (Сл. л. СРЈ, 36/03, 7/03), стичући већинско учешће фиктивном конверзијом свог наводно регресног потраживања за преузете дугове банка према страним повериоцима (чл. 3.).

је циљно друштво већ освојило. Пето, преузимање олакшава циркулисање капитала између друштава, чиме се убрзава привредна делатност. Шесто, пошто преузималац често мења дотадашњу управу циљног друштва, преузимање је ефикасно средство спољне контроле његове управе, која се каткад учаури у друштву, онемогућавајући акционарима остваривање њихових права и слабећи друштво. Најзад, седмо, све то доприноси ефикаснијем пословању, чиме се повећава друштвено богатство.

Главна слабост преузимања је у ризику стварања монопола, што је погубно за тржишну утакмицу, као главног покретача привредног раста. Друга мана је опасност од оштрих борби ("ратова") заинтересованих и конкурентских компанија око владавине над одређеним друштвом, што економски може да исцрпи не само "борце", већ и само циљно друштво. Треће, често долази до поремећаја цена акција учествујућих друштава на тржишту. То може да настане нарочито у случају тзв. непријатељског преузимања, кад се управа циљног друштва њему опшире. Четврто, честа су оштећивања мањинских акционара, кад се преузимање обави у договору само са великим акционарима, по вишој цени стицања њихових акција, без могућности да и мали акционари продају своје акције преузимаоцу по вишој цени. Пето, понекад се деси да преузималац није уопште заинтересован за делатност циљног друштва, него га преузима само да би га распачао и распродао по деловима, по укупно вишој цени него што је цена преузимања. Најзад, можда је за циљно друштво најгорча и најштетнија последица могућност да преузималац, као нови "владар" (газда), надокнади цену коју је платио акционарима у преузимању из добити које је циљно друштво остварило пре преузимања. Тиме, економски гледано, циљно друштво преузимаоцу само плаћа трошкове сопственог преузимања.<sup>6)</sup>

**ПРАВНИ ИЗВОРИ** – Монополске последице преузимања државе уређују против-монополским правом. Само преузимање се уређује на различите начине у упоредном праву. Разликује се амерички, енглески и немачки систем. У америчком систему преузимање је уређено у оквиру закона којим се уређује тржиште вредносница, јер се, у ствари, ради о уговору или скупу уговора, којим постојећи акционари препродају преузимаоцу своје акције или друге управљачке вредносне папире у циљном друштву.<sup>7)</sup> Овај систем је примењен и у Србији, где је преузимање уређено Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године (даље: Закон), мада и Закон о предузећима из 1996 уређује преузимање акционарског друштва на основу добровољне понуде за преузимање.<sup>8)</sup> Закон не уређује свој однос са Законом о предузећима. Пошто није јасно да ли уређује само обавезну понуду за преузимање или и добровољну, није ни

6. Hamilton W. Robert, *The Law of Corporation*, St. Pauls, Minessota, 1990, с. 298; Арсић Зоран, "Преузимање контроле као облик надзора над радом пословодног органа", *Право и привреда*, 11-12/95, Београд, с. 23; Merle P., *op. cit.*, с. 693; Петрикић Р., *op. cit.*, с. 206, 207.

7. У САД је то учињено тзв. Вилијамовим законом из 1968. г., којим је допуњен Закон о ефектним берзама из 1934. г.

јасно да ли укида правила Закона о предузећима о преузимању на основу добровољне понуде. Због мана успостављеног режима преузимања у Србији се разматра и могућност да се оно уреди посебним законом, по угледу на суседне државе (Хрватска, Словенија). Енглески систем уређује преузимање углавном недржавним правилима пословног света, мада су нека правила садржана и у компанијском закону и закону о тржишту вредносница.<sup>9)</sup> Најзад, немачки систем уређује преузимање посебним законом, којим га целовито и детаљно уређује. Овај систем су прихватиле Република Српска, Хрватска и Словенија.<sup>10)</sup>

**СТРОГОСТ РЕЖИМА** - Када држава одлучи да правно уреди преузимање, основно правнополитичко питање је питање строгости правног режима преузимања. То значи да законодавац треба да одлучи да ли прописима да отежа или олакша преузимање привредних друштава. Што је режим строжи, преузимање је теже, те се мање дешава, због јаке правне заштите циљног друштва и његових мањинских акционара, и обрнуто. Слаба страна строгог режима је могућност учарења лоше управе у циљном друштву, отежавање груписања и прегруписавања капитала, те ризик стагнације привреде. Слаба страна благог режима преузимања су потреси у привреди због скуких и неисплативих борби око презимања циљних друштава, општеживања малих улагача и исцрпљивање циљног друштва. Ако се по строгости упореде упоредноправни режими преузимања привредних друштава, закључује се да постоје три режима. Најблажи режим је амерички, а најстрожи немачки, док је између њих британски режим.

8. Закон о тржишту хартија од вредности ... (Сл. л. СРЈ, 65/02; даље у фуснотама: ЗСРБ); Закон о предузећима (Сл. л. СРЈ, 29/96), чл. 411, 413, 415. Овај систем прихватају још Румунија, Бугарска и Мађарска.
9. У Британији је пословни свет из Ситија, финансијске четврти Лондона, предвођен Лондонском ефектном берзом, донео тзв. Зборник о преузимањима и сједињавањима 1968. г. (енг. City Code on Take-overs and Mergers), који је постао општеприхваћено право у материји груписања компанија. Поред њега, преузимање је уређено и Правилима о значајним стицањима акција (енг. Substantial Acquisitions of Shares Rules, скр. SARS). Осим ова два приватна извора права, и Закон о финансијском тржишту и услугама из 1986. г. (измењеним 2000) и Закон о компанијама из 1985. г. (измењеним 1989) садрже нека правила о преузимању. Овај систем је примењен и у Француској. Она је уредила преузимање путем неколико основних правила Законом из 1989. г., као допуном Трговинског законика из 1807. г., али је главнина правила садржана у Општем правилнику о преузимањима Савета ефектних берзи, као највишег берзанског органа у тој земљи, као и у Правилнику Комисије за берзанске послове, као највишем државном органу за надзор берзи. Чешка је детаљно уредила преузимање Трговачким закоником из 2002. г. (чл. 183а-х). В. Gower, Prentice & Pettet, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 1992, s. 704; Merle P., *op. cit.*, s. 716.
10. Закон о стицању вредносница и преузимањима Немачке из 2001. г. (даље у фуснотама: ЗНЕМ; нем. *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*); Закон о преузимању акционарских друштава Републике Српске из 2002. г. (Сл. гл. РС, 64/02; даље у фуснотама: ЗРС); в. Раичевић Марко, "Закон о преузимању акционарских друштава Републике Српске", *Право и привреда*, Београд, 5-9/03, с. 82 и даље.

**СРПСКИ РЕЖИМ** – За разлику од Закона о предузећима, којим се уређују само основна питања преузимања акционарског друштва по основу добровољне понуде преузимаоца (нпр. објављивање понуде, садржина, обавештење о намерама, накнадна сагласност савезног органа, принудан откуп акција од несагласних акционара, принудна продаја акција преузимаоцу), Законом се системски уређује преузимање већим бројем одредаба (чл. 67–83.). Те одредбе чине, у ствари, српски правни режим преузимања.

Лице које у Србији жели да купи најмање 25% акција са правом гласа у неком акционарском друштву, сме то да учини само "понудом за преузимање акција" (чл. 67.). У супротном, нема право гласа по основу стечених акција (чл. 69.).<sup>11)</sup> Једино је држава ослобођена од те обавезе. Систематским тумачењем се закључује да ни лице које бесплатно стекне (значи без "куповине", како то Закон захтева – чл. 67.) гласачке акције, као и акције без права гласа, такође не мора да истакне понуду за преузимање, иако је прешло означени праг.<sup>12)</sup> Акцијама с правом гласа се сматрају и други вредносни папири, по основу којих преузималац може да стекне акције с правом гласа најкасније у року од 60 дана од "дана понуде за преузимање", као и акције циљног друштва, које држи преузимаочево зависно предузеће (чл. 68.).<sup>13)</sup> Понуда за преузимање не сме да се истакне без одобрења Комисије за хартије од вредности, као званичног надзорног органа на тржишту вредносница. Комисија одлучује у року од 30, а најкасније 60 дана од дана пријема преузимаочевог захтева за допуштање понуде.<sup>14)</sup> Ако Комисија ћути у прописаном року, сматра се да је захтев одбила. Ако понуду одобри, ова се истиче на обрасцу, на начин и са садржином коју прописује Комисија (чл. 69, 70.). Понуда се даје под истим условима за све акционаре циљног друштва (чл. 74.).

Поред обавезне понуде, преузималац може, по Закону о предузећима, да покуша преузимање и објављивањем *добровољне* понуде за куповину акција акцио-

11. Исту санкцију предвиђа Закон о предузећима (чл. 411, ст. 8). Директива ЕУ о понуди за преузимање (даље: Директива ЕУ) не уређује "праг" за настуање обавезе истицања понуде за преузимање, већ то препушта националним правима чланица Уније.
12. Таквим тумачењем наше право би се приближило изузецима од обавезне понуде за преузимање предвиђеним Директивом ЕУ. Директива, међутим, предвиђа да ни преузималац на основу претходно истакнуте добровољне понуде упућене свим акционарима циљног друштва није дужан да, по преласку прага, понови понуду за преузимање. Она, такође, овлашћује државе чланице да уведу и друге изузетке, под условом да се тиме не вређа начело равноправности акционара циљног друштва.
13. ЗСРБ не дефинише шта је понуда за преузимање (тј. да ли је јавна) и коме мора да се упути (свим или само неким акционарима), нити уређује шта се сматра "даном понуде за преузимање", тако да ова законска правила нису јасна. Комисија је својим Правилником о преузимањима из 2003. г. (Сл. гл. Срб. 102/203 и 25/04) "појаснила" да преузималац мора да објави понуду за преузимање најмање у једним националним дневним новинама са тиражом од бар 50.000 примерака (чл. 10.).
14. ЗСРБ чл. 221, у вези чл. 208. Закона о општем управном поступку из 1997 (Сл. л. СРЈ, 33/97).

нарима циљног друштва у гласилу берзе (чл. 411.). Добровољна понуда се објављује у прописаној садржини (врста, број, цена акција, рок прихвата у трајању најмање 21 дан) у року 30 дана од дана објављивања обавештења о намери. За разлику од обавезне понуде, где се тражи претходна сагласност Комисије за њено истицање, код добровољне понуде Закон о предузећима тражи сагласност Комисије тек након "прихватања". Могуће је, међутим, да се тумачи да је и добровољна понуда за преузимање уређена Законом о тржишту хартија, те да ова правила Закона о предузећима више не важе. Како није јасно да ли Закон о тржишту хартија уређује и добровољну понуду за преузимање, није сигурно какав би став заузео суд у евентуалном спору.<sup>15)</sup>

Рок прихватања понуде траје најкраће 21 дан, при чему се већ од дана "отварања" понуде мора да омогући акционарима да је прихвате депонованем својих акција на посебном рачуну преузимаоца (чл. 80.).<sup>16)</sup> Иако Закон не уређује шта значи "отварање" понуде, вероватно се мисли на дан њеног објављивања или на неки каснији дан означен у понуди, од којег се рачуна рок њеног трајања ради упућивања прихвата преузимаоцу (пишчева напомена). Крајњи рок њеног важења је 50 дана по Правилнику о садржини и форми понуде за преузимање. (чл. 5.). Закон допушта и делимичну понуда за преузимање, којом преузимаоца (понудилац) не тражи куповину свих преосталих акција у циљаном друштву, већ само у понуди означеног броја (процента) акција, који недостаје преузимаоцу да стекне владајуће учешће. То се закључује из правила о сразмерном умањивању броја купљених акција сваком акционару, као продавцу, у случају када су акционари циљног друштва прихватили понуду у већем обиму, него што је преузимаоца тражио (чл. 79.).<sup>17)</sup> Преузимаоца 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. Управни одбор циљног друштва, са своје стране, може, али није дужан, да обавести све понуђене акционаре о свом ставу поводом понуде. У том обавештењу може, али не мора, да препоручи акционарима прихватање или одбијање понуде. Ако не да никакву препоруку, то мора да образложи (чл. 72.).<sup>18)</sup>

Понудилац мора у преузимању да понуди акционарима циљног друштва најмање ону цену и остале услове по којим је купио акције у последњих 30 дана пре истицања понуде за преузимање (чл. 74.).<sup>19)</sup> За време трајања понуде циљно друш-

15. Директива ЕУ јасно разликује добровољну од обавезне понуде за преузимање.

16. Директива ЕУ предвиђа да рок за прихватање мора да буде између две и 10 недеља, с тим што утврђивање коначног распона трајања препушта правима држава чланица.

17. У Немачкој, Француској и Републици Српској делимична понуда је забрањена, јер је допуштена само потпуна (неограничена) понуда, којом мора да се тражи куповина свих акција у циљном друштву, ако њихови имаоци хоће да их продају под понуђеним условима. 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. В. ЗНЕМ, чл. 19 и 32; ЗРС, чл. 2, ст. 2; Merle P., *op. cit.*, с. 718; Gower, Prentice & Pettet, *op. cit.*, с. 723.

тво не сме да врши емисију нових гласачких акција, а понудилац сме да стиче акције циљног друштва само под условима из понуде (чл. 73., 80. ст. 5). Преузимаоцу је забрањено да током трајања понуде истовремено продаје трећим лицима акције које је купио по основу понуде за преузимање (чл. 75.).<sup>20)</sup> 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.). 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 већ прихватили понуду по нижој цени (чл. 77., 82. ст. 3). Ако се током трајања понуде за преузимање промене околности, тако да то битно утиче на одлуку акционара да прихвате понуду, понудилац је дужан да обавести о новим околностима све акционаре, Комисију и циљно друштво (чл. 71.).<sup>21)</sup> 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.).<sup>22)</sup>

По истеку рока за прихватање понуде, преузималац утврђује њен укупан број купљених акција и исплаћује цену продајцима у року од три дана. Ако одлучи да продужи трајање понуде, мора претходно да исплати цену за дотада купљене хартије, а ако цену повиси, мора да је исплати у повишеном износу и ранијим прихватиоцима (чл. 82.).<sup>23)</sup> 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.). Пошто је могуће да понуда буде и неуспешна, изгледа да Закон допушта могућност и условних понуда, по којим понудилац престаје да буде везан понудом, ако до истека

18. ЗНЕМ предвиђа да је управа циљног друштва дужна да акционарима објави своје образложено мишљење, нарочито у погледу намера да ли да прода или не своје акције у друштву (чл. 27.). Слично предвиђа и ЗРС (чл. 28.). Иста дужност терети и управу циљног друштва у Британији, и то у року од 14 дана од дана објављивања преузимаоачевог писма о намерама (*Gower, op. cit.*, с. 724).
19. Овај "претходни рок" за утврђивање минималне цене Комисијин Правилник о преузимањима продужава на шест месеци (чл. 5.). Питање је да ли је ово правило Комисије законито, с обзиром да је у Закону предвиђен краћи рок. Директива ЕУ допушта државама да националним правима предвиде рок за утврђивање минималну цене у трајању од шест до 12 месеци пре истицања понуде. Већина држава је прихватила рок од шест месеци, осим неколико њих, које су га продужила на годину дана (нпр. Хрватска и Република Српска).
20. Међутим, није му забрањено да нуди на продају те акције и да се обавезује да их након успешног окончања преузимања прода и преда трећем лицу, чиме се омогућава изигравање ове забране (ауторова напомена). И нуђење на продају је забрањено у ЗНЕМ (чл. 17.).
21. У упоредном праву је уобичајено, да се у случају измена понуде, било вољних или принудних, по сили закона продужава рок трајања понуде, како би се акционарима оставило време за размишљање. ЗСРБ то продужење не предвиђа.
22. У упоредном праву је уобичајено да се прихватиоцима даје право одустанка само у прописаним случајевима (нпр. накнадне измене понуде за преузимање, давање конкурентске понуде, инсолвентност понудиоца).

одређеног рока не успе да купи означени број акција. То је у упоредном праву обично забрањено.<sup>24)</sup>

**ПРАВНЕ ПРАЗНИНЕ** – На први поглед, лаику за преузимања изгледа да је Законом "заокружен" систем преузимања и да је оно свеобухватно и детаљно уређено. Стручњаку, међутим, одмах падају у очи бројна питања која нису уређена, тако да се стиче утисак да је, у процесу "изградње" система преузимања, "кућа стављена само под кров", а да није довршена и "оспособљена за употребу". Још је горе што ни Комисија за хартије од вредности није Законом овлашћена да својим прописима попуни те празнине у систему. То се закључује тумачењем на основу разлога супротности, јер је Комисија, по Закону, овлашћена да прописима уреди само тачно предвиђена питања, и то: 1) образац и садржину понуде, 2) образац захтева за допуштање понуде и прилоге, 3) начин упућивања понуде за преузимање акционарима, 4) образац и начин упућивања обавештења о изменама понуде и 5) образац и начин упућивања обавештења управе (чл. 69 – 72.). Ипак, то овлашћење би Комисија могла да заснује на општем правилу о надлежности да доноси акте ради спровођења Закона (чл. 218.). Чини се да је Комисија претерала у широком схватању својих овлашћења, јер је Правилником о садржини и форми понуде за преузимање уредила бројна питања, која Закон није уредио, при чему су нека питања уређена супротно Закону.

Празнине су бројне и озбиљне. Могу да се поделе на више група према фази преузимања.

У фази пре истицања понуде има најмање четири празнине. Прва је да Закон уопште не садржи начела о преузимању, чиме се битно отежава тумачење његових одредби у овом питању, што ће свакако изазивати бројне спорове у пракси. Уобичајена начела су начело равноправности акционара циљног друштва (1), њихове благовремене и довољне обавештености (2), хитности поступка преузимања (3), заштите интереса циљног друштва (4) и спречавања поремећаја на тржишту вредносница.<sup>25)</sup> Друга празнина је што Законом није уређено писмо о намерама, које преузималац често може или мора да упуту управу друштва, пре него што уопште истакне понуду за преузимање. Циљ тог писма је да се управа циљног

23. Упоредно право обично предвиђа крајњи рок трајања понуде, што не предвиђа ЗСРБ. Нпр. ЗНЕМ превиђа да понуда траје означено време, али најкраће четири недеље, а најдуже 10 недеља од часа објављивања (чл. 16), ЗРС, да траје најкраће 30, а најдуже 60 дана од дана објављивања (осим ако је продужена због конкурентске понуде, чл. 15), француско право, да траје најкраће 25, а најдуже 35 берзанских радних дана (Merle P., *op. cit.*, с. 724), а британско, да траје најкраће 21 дан, а најдуже 60 дана од дана објављивања (Gower, *op. cit.*, с. 726, 727).
24. Нпр. в. ЗНЕМ, чл. 18. Ипак, ЗРС допушта понудиоцу, који је истакао вољну понуду за преузимање, да одбије прихвате, условљавањем да понуђене му акције буду без терета (нпр. залога, ужитак), или да купи најмање већинско учешће у циљном друштву, рачунајући и акције које већ има (чл. 14).
25. ЗНЕМ, чл. 3; ЗРС, чл. 3.

друштва приволи на сарадњу, уверавањем да је преузимање у интересу циљног друштва, како би се избегле тешкоће непријатељског преузимања. Упоредно право га детаљно уређује (дужност давања, форму, време давања, садржину, адресате, објављивање и сл.), често предвиђајући обавезу његовог објављивања у прописано време и са прописаном садржином.<sup>26)</sup> Трећа празнина је да се Законом не уређују рокови за подношење захтева Комисији за допуштање понуде, за одлучивање Комисије о захтеву, као ни за истицање понуде акционарима циљног друштва. Тиме се омогућава изигравање постојећих правила и манипулисање на тржишту акцијама циљног друштва.<sup>27)</sup> Четврта празнина је што Закон не уређује која су овлашћења Комисије при одобравању понуде за преузимање, а нарочито да ли може дискреционо да одбије захтев за вољну понуду. Упоредно право јој углавном не даје или јој битно ограничава дискрецију, тачно предвиђајући разлоге забрањивања понуде за преузимање (нпр. мане у садржини понуде, мане у објављивању или тражењу њеног допуштања).<sup>28)</sup>

У фази истицања понуде празнине су, такође, бројне. Прво, није јасно да ли је Законом уређена само принудна или и добровољна понуда за преузимање. Отуда није јасно да ли се његов правни режим примењује и кад пружималац вољно истакне јавну понуду за преузимање, иако на њу није обавезан. Упоредно право уређује истим правилима преузимање на основу и вољне и принудне понуде, с тим што за принудну понуду предвиђа одређене изузетке или посебна правила.<sup>29)</sup> Друго, није уређен начин давања добровољне понуде за преузимање, тако да није јасно на који се начин саопштава акционарима циљног друштва. Чак није изричито предвиђено да се упућује *свим* акционарима друштва, али се то закључује из одредбе о истоветности понуђених услова за све акционаре (чл. 74.). Тиме се омогућава изигравање законског режима о преузимању, путем упућивања понуде са ограниченом јавношћу (нпр. усмено на ТВ или радију, или у месним новинама, које се не продају у месту седишта циљног друштва и сл.). Ни у Правилнику Комисије није јасно да ли се његова правила односе и на вољну понуду или само на обавезну понуду, јер се њиме само упућује на понуду из Закона.<sup>30)</sup> Треће, иако је уређена обавеза давања понуде за преузимање кад "намерник" жели да стекне прописано гранично учешће од 25% капитала циљног друштва, није предвиђено да ли се понуда за преузи-

26. Немачко и америчко право предвиђају дужност објављивања писма о намерама без изузетка кад пружималац одлучи да истакне јавну понуду за преузимање, иако на то није дужан (ЗНЕМ, чл. 10). ЗРС пружимоца на то не обавезује уопште (чл. 5), а британско и француско право га обавезује у прописаним случајевима (кад пружималац чврсто одлучи да покуша преузимање, или ради спречавања штетних гласина или поремећаја на тржишту). В. Gower, *op. cit.*, с. 710, 711.

27. ЗНЕМ нпр. предвиђа рок објављивања понуде од 10 дана од дана пријема Комисијине дозволе (чл. 14, ст. 2), ЗРС од 7 дана (чл. 18), а у британском праву тај рок је 28 дана од дана објављивања писма о намерама (Gower, *op. cit.*, с. 724).

28. ЗНЕМ, чл. 15.

29. ЗНЕМ, чл. 39; ЗРС, чл. 5 – 7.

30. ЗНЕМ, чл. 14.

мање мора да истакне и кад је преузималац већ стекао гранично учешће.<sup>31)</sup> То опет омогућава изигравање дужности давања понуде и оштећивање ситних акционара. Упоредно право обично обавезује преузимаоца да истакне јавну понуду за преузимање свим акционарима циљног друштва, кад стекне прописано учешће у капиталу циљног друштва (у ЕУ обично око 30%), у које се урачунава већ постојеће учешће преузимаоца.<sup>32)</sup> Четврто, Законом нису предвиђени бројни оправдани изузеци од обавезе истицања понуде за преузимање. Само је од те обавезе изузета држава. Упоредно право предвиђа неколико случајева, који се углавном свode на непостојање намере стицања владајућег учешћа у предметном друштву. Ти случајеви су, рецимо: кад је прописано учешће стечено наслеђем, или деобом брачне тековине, или у стечају циљног друштва, његовом припајању, или без намере стицања владајућег учешћа, или кад друго лице има веће учешће у истом друштву и друго.<sup>33)</sup> Пето, Закон не уређује ни основну садржину понуде за преузимање, чиме се Комисији даје велика слобода у уређивању тог питања.<sup>34)</sup> Осим тога, требало је Законом да се берза изричито овласти да донесе детаљнија правила о јавној понуди за преузимање циљног друштва, које се у њој котира, као што је то свуда у свету. Шесто, Законом није искључена одговорност Комисије за тачност и потпуност података у понуди за преузимање, чије истицање је одобрила, ако понуђени акционари претрпе штету због њене нетачности или непотпуности.<sup>35)</sup> Отуда би оштећени акционари имали право да од ње траже накнаду штете, по општим правилима о имовинској одговорности државних органа и њихових службеника.

У фази трајања понуде и њеног прихватања празине су зачуђујуће. Најпре, Законом није уређено рекламирање понуде за преузимање, чиме се омогућава претерано утицање на вољу неуких акционара циљног друштва, употребом разним манипулативних средстава психолошког утицаја (нпр. телефонски позиви, кућне по-

31. Додуше, ову празнину донекле попуњава Закон о предузећима, којим је предвиђена обавеза за стицаоца већинског учешћа у капиталу акционарског друштва, да откупи акције свих осталих акционара, ако му они то понуде (чл. 413).
32. ЗНЕМ предвиђа учешће од 30% (чл. 29, 32, 35, 37), а ЗРС од 25% (чл. 4). Француско и британско право предвиђају два случаја обавезног истицања јавне понуде: 1) кад одређено лице стекне 30% (у Француској 1/3) акција циљног друштва, заједно са оним које већ има, дужно је да истакне јавну понуду и за куповину свих осталих акција циљног друштва; 2) кад неко лице има више од 30% (у Француској 1/3) свих акција циљног друштва, али мање од половине, дужно је да истакне јавну понуду за свако будуће "крупно" стицање акција. Крупно стицање је куповина више од 2% капитала циљног друштва у току 12 узастопних месеци. В. Merle P., *op. cit.*, с. 717; Gower, *op. cit.*, с. 719 – 721; Скица, чл. 556.
33. У Немачкој стицаоца граничног учешћа може да ослободи обавезе давања понуде за преузимање само надлежни савезни надзорни орган, који иначе даје дозволе за објављивање вољних понуда, а у Републици Српској његова одлука није потребна (ЗНЕМ, чл. 37; ЗРС, чл. 7).
34. ЗНЕМ, чл. 11; ЗРС, чл. 12. Ову празнину отклања Комисијино упутство о садржини и форми понуде за преузимање акција (Сл. гл. Срб. 102/03). Чини се, ипак, да би се правна сигурност улагача боље заштитила да је Законом уређена основна садржина понуде, уз овлашћење Комисије да је својим прописима разради.
35. ЗНЕМ, чл. 12. ЗРС, чл. 32.

сете, презентације, дељење летака на улици). Упоредно право обично то питање јасно уређује, предвиђајући да се додатни огласи и агитовање ради преузимања пре и за време његовог тока могу да објављују одн. предузимају само уз претходну сагласност надлежног званичног надзорног органа (нпр. Комисије), преко професионалног трговца вредносницама и уз његову солидарну одговорност за штету акционарима.<sup>36)</sup>

Друго, нису уређене посебне врсте јавне понуде, као што је делимична, условна, алтернативна и конкурентска понуда. Док су делимична и условна понуда забрањене или битно ограничене упоредним правом, дотле су алтернативна и конкурентска понуда допуштене и јасно уређене. Обично се допушта да вољна понуда буде условна, па и делимична, уз претходно допуштење званичног надзорног органа, али је то забрањено за обавезну понуду. Алтернативном понудом преузималац нуди акционарима циљаног друштва алтернативну накнаду у новцу или вредносним папирима, чији је емитент преузималац или друго лице. У пракси се најчешће пријатељско преузимање и врши уз алтернативне понуде.<sup>37)</sup> Конкурентска (такмичарска) понуда је понуда трећег лица акционарима циљаног друштва, под повољнијим условима од понуде првобитног преузимаоца. Упоредно право обично првобитном преузимаоцу даје право, након истицања такмичарске понуде, да побољша услове у својој понуди и да јој продужи рок, а акционари који су прихватили његову првобитну понуду нису више везани својим прихватима.<sup>38)</sup> С обзиром да су посебне врсте понуде врло веште технике изигравања законских забрана, било је нужно да се нашим Законом утврде бар основна правила за преузимање котираних друштава, уз овлашћивање Комисије и берзе да предвиде детаљнија правила. Ове празнине је Комисија уредила Правилником о преузимањима. иако су јој правила о алтернативној и конкурентској понуди доста површна, добро је што их је Комисија донела, јер је боље да се имају бар некаква правила. Питање је, међутим, да ли је уопште на то била овлашћена, јер по Закону она није стваралац права на тржишту вредносница, већ само њихов "примењивач".

Треће, измене понуде, вољне или принудне због промењених околности, толико су површно Законом уређене, да готово ни на шта не обавезују преузимаоца. Упоредно право их, напротив, јасно уређује, тако да преузималац тачно зна кад мора да измени и објави измену понуде и на који начин. Осим тога, обично се због измена понуде при крају њеног трајања продужава рок њеног прихватања, како би се оставило време за размишљање акционарима циљаног друштва. Такође, ако су измене за њих неповољне, онда се прихватиоци не сматрају више везаним својим прихватима, а ако су повољне, онда се побољшање односи и на раније прихватиоце по сили закона.<sup>39)</sup>

36. ЗНЕМ, чл. 17, 28; Gower, *op. cit.*, с. 728-731.

37. Merle P., *op. cit.*, с. 720-722.

38. ЗНЕМ, чл. 22; ЗРС, чл. 15, 16; Gower, *op. cit.*, с. 727; Мерле, *op. cit.*, с. 724.

39. ЗНЕМ, чл. 21, 22; ЗРС, чл. 13, ст. 5; Gower, *op. cit.*, с. 727.

Четврта празнина је можда најзначајнија, јер се због ње потпуно губи смисао свих законских правила о преузимању друштава. Она се састоји у томе што Законом није уређено заједничко (групно, сложено) стицање владајућег учешћа у циљном друштву. Да би избегао законску обавезу истицања понуде за преузимање, често преузималац образује групу за стицање са другим лицима, тако да сваки члан групе стиче мало учешће, испод прописаног граничног учешћа, али тако да она у укупном збиру превазилазе гранично учешће, омогућавајући преузимаоцу тајну владавину друштвом. Због тога упоредно право успоставља фикцију да се сви чланови групе за стицање сматрају једним лицем у вези обавезе истицања понуде за преузимање. Ради олакшаног доказивања, обично се успостављају претпоставке о томе која лица су повезана са преузимаоцем, тако да чине групу за стицање. Та лица су обично ближи чланови његове породице, други укућани, повезана лица у смислу компанијског права и слично. Осим тога чланом групе се сматра и лице које стиче акције у циљном друштву у своје име, а за рачун преузимаоца.<sup>40)</sup> Нашим Законом се само предвиђа да у групу за стицање улази зависно предузеће стицаоца граничног учешћа (чл. 68.). Комисија није ни покушала да уреди поменути правилником групно стицање.

Пета празнина се односи на забрану управи циљног друштва да предузима одбрамбене мере у своју личну корист, ако је преузимање корисно и за друштво и за његове акционаре, коју наше право не садржи. Упоредно право допушта одбрану од непријатељског преузимања, али само ако тако одлучи скупштина циљног друштва. Његова управа не сме самостално да предузима одбрамбене мере. Нашим законом је, међутим, забрањено циљном друштву само да током трајања преузимања обави емисију акција са правом гласа (чл. 80, ст. 5.), што, као усамљена одредба у материји одбране циљног друштва, делује прилично бесмислено. Осим тога, упоредно право обично уређује основне допуштене технике одбране (нпр. "златни падобран", "бели витез", "отровна пилула" и др.), како се не би учествујућим друштвима створиле веће штете него користи, што нашим законописцима није било ни на крај памети да унесу у Закон.<sup>41)</sup> Са друге стране, и понудиоцу је забрањено да током преузимања предузима одређене послове, а нарочито ради олакшаног стицања ван услова из понуде акција у циљном друштву. Иако, неке забране наш Закон садржи, оне су сувише уопштене, те се лако избегавају у примени (чл. 73–77.).

Шеста празнина се тиче законске неуређености најниже цене у понуди за преузимање. Суштина упоредног права у овом питању је да се натера преузималац да од акционара циљног друштва купи акције најмање по цени по којој их је стекао гранично учешће или по вишој цени, ако је она накнадно на тржишту скочи-

40. Директива ЕУ уређује на сличан начин фикцију групног стицања. По угледу на њу, док је још била у фази предлога, многе земље су на исти начин уредиле ово питање. В. ЗНЕМ, чл. 30; ЗРС, чл. 8.

41. ЗНЕМ, чл. 26, 33; ЗРС, чл. 11; Merle P., *op. cit.*, с. 726-730; Gower, *op. cit.*, с. 712, 732 - 737; Петрикић Р., *op. cit.*, с. 213-216.

ла.<sup>42)</sup> Ово питање је како тако уређено Правилником Комисије, иако је било боље да је јасно уређено законом.

Седма празнина се тиче забране управи циљног друштва да буде преузималац, осим уз сагласност скупштине друштва (енг. *management buy-in*). Управи је такође упоредним правом забрањено, да и кад стекне владајуће учешће, цену стечених акција исплаћује прихватиоцима њене понуде из профита које је циљно друштво стекло пре преузимања. Иста забрана постоји и за спољног преузимаоца (енг. *leverage buy-out, leverage buy-in*). Нашим Законом то уопште није ни поменуто.<sup>43)</sup>

Најзад, осмо, врло опасна празнина је што се Законом уопште не уређује непосредно стицање владајућег учешћа, без истицања јавне понуде, на основу приватне нагодбе преузимаоца са крупним акционарима циљног друштва. Њима он исплаћује вишу цену, занемарујући ситне акционаре, којим такву куповину не прихвата, пошто је већ стекао владајуће учешће. Ипак, против ове могућности стоји обавеза истицања понуде за преузимање, која је предвиђена нашим Законом, за случај да неко лице намерава да стекне најмање 25% учешћа у капиталу акционарског друштва. Али, ако је преузимаоцу довољно и мање учешће за владавину друштвом, та обавеза га не терети, те је потпуно слободан да приватно уговора са крупним акционарима какве год хоће цене, повређујући начело равноправности акционара циљног друштва. Упоредно право у таквом случају обавезује преузимаоца да по истој цени купи и акције ситних акционара, и то јавно. Ако он то неће, онда је дужан да умањи број акција које купује крупним акционарима сразмерно учешћу ситних акционара у капиталу циљног друштва, како би по истој цени омогућио и ситним акционарима да му продају сразмеран део својих акција.<sup>44)</sup>

Последња група празнина се односи на фазу окончања преузимања, у којој се утврђује исход преузимања. Наше право предвиђа да преузималац сам утврђује исход и о томе извештава Комисију у року од 20 дана након затварања понуде. Иако Законом није уређено значење израза "затварање понуде", вероватно се мисли на истек последњег дана рока за њено прихватање. Упоредно право обично предвиђа да исход утврђује званични надзорни орган, на основу података које му доставља преузималац и циљно друштво, као и берза, ако је циљно друштво котирано у њој. Такође, ако је вољна јавна понуда за преузимање била неуспешна, јер понудилац није успео да купи означени број акција или да стекне означено учешће (нпр. због успешне одбране циљног друштва), или ако је понудилац од понуде одустао због промењених околности, успеха конкурента или других оправданих разлога, или му је преузимање званични орган забранио због кршења прописа, упоредно право изричито таквом неуспелом понудиоцу забрањује да прописано време стекне ма и једну акцију истог циљног друштва (обично следећих 12 месеци).<sup>45)</sup>

42. ЗНЕМ, чл. 31; ЗРС, чл. 15.

43. Матић Зоран, "МБО и МБИ као приватизационе мере", Право и привреда, Београд, 5-8/2003, с. 1006-1007.

44. Juglart Michel et Ippolito Benjamin, Traite de droit commercial, tome 7: Banques et bourses, ed. 3, par Lucien M. Martin, Montchrestien, 1991, с. 846, 847; Gower, *op. cit.*, с. 721.

ЦИЉНО ДРУШТВО – Већина националних права ограничава примену посебног режима преузимања на акционарска друштва котирана на берзи (Директива ЕУ, Немачка, Француска), а понека и на сва отворена (јавна) акционарска друштва (Република Српска, Мађарска, Румунија, Бугарска, Чешка, Хрватска, Словенија).<sup>46)</sup> Изузетак је британско право, које га примењује на сва друштва капитала, укључујући и друштва с ограниченом одговорношћу, без обзира да ли су им акције односно удели у јавном промету и да ли се котирају у берзи.<sup>47)</sup> Изгледа да је оправданији шири, британски, приступ уређивања овог питања. Иако до преузимања најчешће долази у берзански котираним акционарским друштвима, суштина преузимања се огледа у правним ограничењима преносивости учешћа са правом гласа у капиталу одређеног друштва. Ако је пренос учешћа (акција или удела) слободан, онда је већа могућност презимања владавине друштвом противно вољи управе друштва и његовог дотадашњег владоца, без обзира на организациони облик друштва. Отуда за примену посебног режима није значајно да ли се стиче учешће у капиталу у облику акција, што је случај са акционарским друштвом, или удела, што је случај са друштвом с ограниченом одговорношћу. Битно је да по закону или статуту циљног друштва чланови имају право на слободан пренос својих учешћа било на друге чланове истог друштва или на трећа лица (тзв. отворено друштво). Кад постоји слобода преноса учешћа у капиталу, постојећи владалац теже контролише величину учешћа осталих чланова друштва, тако да може да се деси да одређено лице, противно његовој вољи, постане нови владалац. Ако је слобода преноса учешћа ограничена (нпр. правом прече куповине постојећих акционара или самог друштва, сагласношћу управе друштва и сл.) у циљном друштву (тзв. затворено друштво), онда је могућност преузимања много ограниченија, мада није искључена. Због тога може да се закључи, имајући у виду циљеве правног уређивања преузимања (равноправност и обавештеност акционара, заштита циљног друштва, исплативост преузимања и стабилност тржишта вредносних папира), да посебан правни режим преузимања треба да се примењује на сва друштва у којим се по општим правилима може слободно да стиче учешће у капиталу (отворено друштво), без обзира на њихов организациони облик и да ли се котирају на берзи.

ПРЕУЗИМАЊЕ У ПРИВАТИЗАЦИЈИ – Од кад је Закон почео да се примењује (1. октобар 2003. г.), код нас је настао проблем у приватизацији. Он се састоји у томе што су Законом изузети од обавезе истицања понуде за преузимање само купци, који акције у приватизацији стичу у *емисији* од субјекта приватизације (предузеће са државним или друштвеним капиталом). Акције које на тај начин ни-

45. ЗНЕМ, чл. 26; Gower, *op. cit.*, с. 231; Merle P., *op. cit.*, с. 724.

46. ЗНЕМ, чл. 1. и 2. ст. 3. и 7; Merle P., *op. cit.*, с. 713, 716; ЗСРБ, чл. 42, 67, 261; ЗРС, чл. 2; Закон о предузећима ограничава примену режима добровољних понуда само на берзански котирана друштва (чл. 411).

47. Закон о компанијама Британије, део XIIIА; в. Gower, Prentice & Pettet, *op. cit.*, с. 732.

су продате у приватизацији, по сили закона прелазе на Акцијски фонд. Он је дужан да их продаје на тзв. "секундарном" тржишту заједно са акцијама, које нису бесплатно подељене по основу укинутог Закона о својинској трансформацији из 1997. г., јер су и оне прешле на њега по сили закона. Међутим, купци акција од Акцијског фонда, као акционара (а не издаваоца), нису Законом изузети од обавезе истицања понуде за преузимање (тј. од обавезе куповине акција по истој цени) и осталим акционарима предузећа у приватизацији. Значи, ако купац намерава да од Акцијског фонда купи 25% или више учешћа у капиталу неког предузећа, мора да истакне понуду за куповину и осталим његовим акционарима (обично запосленима и пензионарима) по истој цени. То је поштено и у складу са начелом равноправности акционара циљног друштва, које штити правни режим преузимања. Међутим, са продајама акција из Акцијског фонда се стало, јер су Акцијски фонд и Агенција за приватизацију очекивали да њихове купце држава ослободи такве обавезе и тиме их повласти. Такво очекивање се брани потребом убрзавања приватизације и постизања што веће цене "државних" акција. Због тога су и тражили од Комисије за хартије од вредности да заузме такав став, иако он није заснован на Закону. Комисија је, међутим, одбила да званично заузме такав став, што је, чини се, исправно са становишта заштите поштености трговине хартијама и заштите поверења малих акционара у институцији и законитост на финансијском тржишту. Отуда нема правне сметње да се настави са продајама акција из Акцијског фонда, с тим што су купци "државних" учешћа преко прописаног "прага" сада дужни да поштују режим преузимања и да купе акције и од малих акционара, а не само од Фонда. То ће свакако да обори цену државних акција на тржишту, али ће и да спречи олако и јефтино стицање владајућих учешћа у нашим предузећима куповинама само од једног великог акционара (државе) уз касније "злостављање" малих акционара од новог "газде" у предузећу.

Овде треба да се нагласи да су неке суседне државе изузеле продаје државних великих учешћа у акционарским друштвима у приватизацији из општег режима преузимања. То су учиниле, рецимо, Република Српска и Румунија, без ограничења изузећа. Словенија је изузела само домаће инвестиционе фондове од обавезе истицања понуде за преузимање у случају куповине великих државних учешћа, а Хрватска је свом Приватизационом фонду, који тамо има улогу нашег Акцијског фонда, наметнула обавезу да обавести Комисију за вредносне папире у року од 14 дана од ступања на снагу Закона о преузимању акционарских друштава из 2003. г. о томе у којим предузећим намерава да отуђи велика учешћа, која су иначе под режимом преузимања, да би своје купце ослободио обавезе истицања понуде за преузимање, уз додатан услов да таква учешћа заиста прода у наредних шест месеци (чл. 7).<sup>48)</sup> Таквих изузећа у западним земљама нема.

**ЗАКЉУЧАК** – Из изложеног је очигледно да је српски правни режим преузимања привредних друштава, због бројних и значајних празнина, као и због низа

48. ЗРС, чл. 7; Уредба о вредносницама, инвестицијама и регулисаним тржиштима Румуније из 2002, чл. 135; Закон о преузимањима Словеније из 1997, чл. 80-82.

нејасних и неодговарајућих правила, недовршен, тешко примењив и неефикасан у контроли недозвољених, преварних и штетних радњи преузимаоца, крупних акционара и управе циљног друштва. Такође је очигледно да лако може да се изигра, чиме се избегава његова примена (нпр. заједничким стицањем или непосредном погодбом до граничног учешћа) и омогућава имаоцима крупног капитала да лако и јефтино стичу владајућа учешћа у привредним друштвима у Србији, а на штету ситних акционара (углавном радника у приватизацији) и циљног друштва. Кад се то има у виду, питање је да ли је такав правни режим заведен намерно или случајно, рецимо, због нестручности или површности законописаца. Ако се има у виду да су земље из блиског окружења Србије, донеле посебне и ваљане законе о преузимању (Република Српска, Немачка, Хрватска), изговор нестручности законописаца није убедљив, јер су лако могли да те законе прибаве и проуче. Чини се да је по среди намера законописаца да повлађују грамзивости и безочности ималаца крупног капитала, како би се, наводно, остварио виши економски и политички интерес земље, а то "домаћинско газдовање" привредом. То се нарочито закључује кад се лакоћа преузимања повеже са постојећим стањем у акционарству Србије и осталим решењима Закона о тржишту хартија од вредности. Наиме, пре завођења новог система приватизације 2002. године у Србији су била приватизована бројна друштвена предузећа углавном бесплатном расподелом акција њиховим радницима. Отуда је акционарство по претходном режиму уситњено и многобројно. Нови систем приватизације има за циљ укрупњавање капитала, с тим што настоји да укрупни капитал у рукама малог броја нових власника не само још у неприватизованим, него и у раније приватизованим предузећима. То се може лако постићи благим уређивањем система преузимања владајућег учешћа од "радничке сиротиње", која држи акције из претходних приватизација, често у добростојећим предузећима. Да је то тако, доказ је и ретроактивност Закона (чл. 261, ст. 2), која принуђава да сва раније приватизована предузећа буду отворена акционарска друштва, са неограниченом преносивишћу акција, котирана на берзи, без обзира што многа од њих уопште нису спремна да изађу на јавно берзанско тржиште због своје економске слабости и неискуства у берзанској трговини. Како су овакве намере законодавца безочне, неморалне и неправичне, и сам Закон је такав, те би требало што хитније да се измени. Како су, пак, мане Закона у свим питањима које уређује крупне, укључујући и питање преузимање владајућег учешћа, сигурно је да се не могу отклонити обичним изменама. Због тога је потребно да се донесе цео нов закон о тржишту вредносница, који би ту материју уредио ваљано, како је то учињено у свим озбиљним земљама, и то у општем интересу свих ученика у пословању вредносницама (емитентата, професионалаца, улагача и државе).

**Ph.D. Nebojša Jovanović,**  
**Associated Professor at the Faculty of Law**  
**University of Belgrade**

## **THE SERBIAN LAW'S LOOPHOLES IN REGULATING TAKEOVER OF COMPANIES**

### **Summary**

*In this conference paper the author explains questions that are not regulated in current Serbian law on takeovers of companies. He does that by comparing the rules on takeover of companies limited by shares in the Securities and Other Financial Instruments Market Act from 2002 with adequate regulations in other countries, which regulate that phenomenon in proper way. After contemplation of the notion of takeover in general, as well as its advantages and disadvantages, the author explains Serbian legal regime on takeovers, pointing to the loopholes within it and to the problem, which it has created in privatization. In conclusion, the author especially contemplates the scope of the takeovers special legal regime regarding to the organizational shape of a target company. Finally, he concludes that the Serbian legal regime on takeover of companies is "mild" one and that the legislator introduced it intentionally in order to enable the holders of large capital to "conquer" easily wealthy Serbian privatized companies.*

**Key Words:** *Takeover; Governing Holding; Company; Company Limited by Shares*