Мр Вук Радовић
асистент, Правни факултет, Универзитет у Београду

Саопштење управе циљног друштва у вези са јавном понудом за преузимање

Резиме

Саопштење управе циљног друштва у вези са упућеном јавном понудом за преузимање је институт од великог значаја за развој тржишта корпоративне контроле. Оно представља начин информисања акционара и запослених циљног друштва, модус активног укључивања чланова управе у поступак преузимања, али и средство појачавања њихове одговорности. У овом чланку аутор је прво одредио место и значај саопштења управе у праву преузимања, да би затим обрадио практично најзначајнија питања која се везују за његову примену (врсте саопштења, орган надлежан за његово усвајање, основне карактеристике саопштења, благовременост састављања, начин објављивања, лица којима се саопштење доставља, обавезан садржај, став управе према преузимању, однос са мишљењем запослених о преузимању, као и одговорност чланова управе). На крају рада, сва решења нашег позитивног законодавства, као и предлога закона који се налази у скупштинској процедури, су стављена под лупу критике.

Кључне речи: *поступак преузимања, циљно друштво, саопштење, обавезан садржај, став управе, мишљење запослених, одговорност.*

МЕСТО У ПРАВУ ПРЕУЗИМАЊА. Јавна понуда за преузимање је начин стицања контролног капитал-учешћа у акционарском друштву.[1)] Она се директно

нуди индивидуалним акционарима циљног друштва, без обзира да ли су они унапред одређени или неодређени. Понуда се не упућује циљном друштву, нити акционарима као целини, тако да се за њен успех не захтева сагласност управе, нити скупштине акционара.[2)] Понуда је директно упућена сваком поједином акционару, који својим појединачним прихватањем или одбијањем одлучују о коначном исходу преузимања. Њихове одлуке су индивидуалне, што значи да сваки акционар, сам за себе, доноси одлуку о томе у којој мери је понуђена противнакнада адекватна, и да ли је треба прихватити.

Да ли је акционар у довољној мери стручан и информисан да донесе исправну одлуку у поступку преузимања? Акционари су најчешће пасивни инвеститори, чији се основни циљеви своде на добијање дивиденде и продају акција, када се њихова тржишна вредност повећа. Они нису обучени да разумеју сложене финансијске показатеље, који указују на успешност пословања друштва, као и реалност тржишно одређених цена емитованих хартија од вредности. Како помирити ову необавештеност са прокламованим начелом информисаности акционара циљног друштва, као једним од најзначајнијих начела поступка преузимања?[3)] Акционарска претпостављена нестручност је у потпуној супротности са установљеним принципом акционарске обавештености.

Право не сме да занемари чињеницу да управу циљног друштва често сачињавају компетентни и висококвалификовани стручњаци, са вишегодишњим професионалним искуством и признатим угледом од стране околине у којој раде. Такав људски потенцијал може бити од великог значаја за акционаре циљног друштва, због чега се морају пронаћи правни механизми за активно укључивање чланова управе у поступак преузимања, при чему се не сме нарушити темељ принципа ак-

1. Други начин преузимања контроле над акционарским друштвом без сагласности управе циљног друштва је разрешење постојећих и именовање нових чланова управе на седници скупштине акционара. Више о овом модалитету види: Robert W. Hamilton, "*Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies – Cases and Materials* ", WEST Group, St. Paul, Minn., 2001., стр. 1076-1079; Franklin A. Gevurtz, "*Corporation Law*", WEST Group, St. Paul, Minn., 2000., стр. 341-272; Thomas Lee Hazen, "*The Law of Securities Regulation*", WEST Group, St. Paul, Minn., 2002., стр. 431-477; и Stephen M. Bainbridge, "*Mergers and Acquisitions*", Foundation Press, New York, 2003., стр. 233-276.
2. Види: Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, "*The Law and Finance of Corporate Acquisitions*", The Foundation Press, Inc., New York, 1995., стр. 722-723.
3. Види: Директива о понудама за преузимање (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids, Official Journal L 142, од 30.4.2004. године, од сада: Директива ЕУ о преузимању), чл. 3(1)(b); немачки Закон о стицању вредносних папира и преузимању (нем. Wertpapiererwerbs- and Übernahmegesetz, од сада WpÜG) из 2001. године, чл. 3(2); аустријски Савезни закон о понудама за преузимање (нем. Übernahmegesetz, од сада ÜbG) из 1999. године, чл. 3(1)(2); хрватски Закон о преузимању дионичких друштава из 2002. године, (од сада ЗПДД), чл. 3(1)(2); Закон о преузимању акционарских друштава Републике Српске (објављен у Службеном гласнику Републике Српске, бр. 64-II од 14. октобра 2002. године, од сада ЗПАД), чл. 3(1)(2); српски Предлог закона о преузимању акционарских друштава (од сада: Предлог ЗПАД) из 2006. године, чл. 3(1)(3).

ционарског одлучивања. Смисао укључивања чланова управе треба тражити у отклањању претпоставки за системску необавештеност акционара циљног друштва.

Према томе, у поступку преузимања, на једној страни се налазе неинформисани акционари, који доносе одлуке, а на другој страни добро обавештени чланови управе, који су упућивањем јавне понуде за преузимање заобиђени. Како премостити наведену информациону асиметрију? Као начин премошћивања наведеног проблема, универзално је прихваћено законодавно решење којим се управи циљног друштва у поступку преузимања намеће обавеза да састави и учини јавно доступним образложено саопштење (изјава, обавештење, извештај, документ, одговор на преузимање, енг. *target's statement*, *opinion*, нем. *Stellungnahme*) у коме ће дати своје мишљење о свим релевантним околностима учињене јавне понуде за преузимање, од значаја за акционаре, као и изнети свој став у односу на преузимање.[4)]

ЗНАЧАЈ. Саопштење управе циљног друштва има вишеструки значај у поступку преузимања. Оно је подједнако важно како за акционаре и запослене циљног друштва, преузимаоца, тако и за саме чланове управе.

1) *Потпунија информисаност акционара*. Основни циљ који се жели постићи састављањем саопштења од стране управе је остваривање боље информисаности акционара циљног друштва, како би им се омогућило доношење што правилније одлуке. Она се остварује у два правца: прво, акционари добијају неке информације релевантне за преузимање које им до тада нису биле презентиране; и друго, управа на основу свих показатеља исказује свој став према преузимању и образлаже га.

2) *Начин информисања запослених*. Управа саопштење доставља и представницима запослених, односно самим запосленима, тако да оно представља и начин њиховог информисања у поступку преузимања.

3) *Посредан утицај управе на успех преузимања*. Члановима управе се даје могућност да се у виду саветовања акционара укључе у поступак преузимања, и на тај начин посредно утичу на успех понуде за преузимање. Саопштење има посебно значајну функцију у државама које су прихватиле принцип неутралности управе циљног друштва у поступку преузимања.[5)] Принцип неутралности не захтева од чланова управе потпуну пасивност и обавезу подржавања сваке јавне понуде за

4. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5); амерички Вилијамов закон (енг. Williams Act) из 1968. године, чл. 14e-2; немачки WpÜG, чл. 27; аустријски ÜbG, чл. 14; аустралијски Закон о акционарским друштвима (енг. Corporations Act, од сада: CA) из 2001. године, чл. 638; новозеландски Закон о преузимању (енг. Takeovers Code Approval Order, од сада: TCAO) из 2000. године, чл. 19; хрватски ЗПДД, чл. 30; ЗПАД Републике Српске, чл. 28; македонски Закон о преузимању из 2002. године, чл. 25; швајцарски Савезни закон о ефектним берзама и трговини вредносницама (енг. Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading, од сада: SESTA) из 1999. године, чл. 29(1); словеначки Zakon o prevzemih (објављен у Уредном листу РС 47-2504/1997 и 56-2654/1999, од сада ЗПре), чл. 25; српски Предлог ЗПАД, чл. 40(1,2); црногорски Предлог закона о преузимању акционарских друштава из 2005. године (од сада: предлог ЗПАД), чл. 23; српски Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (објављен у Службеном листу СРЈ, бр. 65/2002, од сада: ЗТХОВ), чл. 72.

преузимање. Напротив, она се може супротставити преузимању, и то давањем образложеног саопштења акционарима у којем их саветује да не прихватају јавну понуду.[6)] Институтом саопштења управе се одређују границе важења принципа неутралности, али и даје право члановима управе да индиректно врше утицај на доносиоце одлука у поступку преузимања (тј. акционаре).

4) *Утицај на преузимаоца*. Преузималац не може бити равнодушан према чињеници да ли је управа циљног друштва препоручила својим акционарима да прихвате понуду за преузимање (тзв. препоручено преузимање, енг. *recommended offer*) или им је саветовала да понуду одбију (тзв. оспорено преузимање, енг. *contested*). Препоручено преузимање ће у односу на оспорено за преузимаоца бити знатно јефтиније. Имајући у виду велики ризик, многи потенцијални понудиоци и неће да започињу поступак преузимања без кооперације чланова управе циљног друштва.[7)]

5) *Појачавање одговорности чланова управе.* Основне карактеристике, обавезан садржај, као и основни принципи које саопштење мора да инкорпорира, омогућавају сваком оштећеном заинтересованом лицу да олакшано доказује одговорност чланова управе циљног друштва за непоступање по законским правилима.

ВРСТЕ САОПШТЕЊА. Постоје три врсте саопштења: једно основно и два накнадна (додатно и допунско).

- *Основно (иницијално, главно) саопштење* се сачињава у односу на упућену јавну понуду за преузимање. То је прва, најзначајнија, а често и једина врста саопштења управе циљног друштва.

- *Додатно саопштење* је врста саопштења које се обавезно саставља након што понудилац објави измене првобитно учињене јавне понуде за преузимање.[8)]

- *Допунско саопштење* управа циљног друштва мора да сачини у случају да су се после момента објављивања основног саопштења промениле неке околности (чињенице), због којих одређени делови основног саопштења више не одсликавају право стање ствари.

НАДЛЕЖАН ОРГАН. Обавеза састављања саопштења терети орган управљања циљног друштва. Прегледом упоредноправних решења може се направити разлика између два основна система органа управљања у акционарском друштву:

5. Принцип неутралности обухвата забрану упућену члановима управе циљног друштва да предузимају било какве радње које могу резултирати у отежавању или онемогућавању успеха учињене јавне понуде за преузимање. Највећи број држава данас у свету прихвата принцип неутралности.
6. У извештају о јавним понудама за преузимање (од сада: Винтеров извештај) који је јануара 2002. године Висока група експерата компанијског права (енг. High Level Group of Company Law Experts) поднела Комисији ЕУ, заузет је став да је саветовање акционара примарна одговорност чланова управе у поступку преузимања (стр. 20).
7. Graham Stedman, "*Takeovers*", Longman, London, 1993., стр. 171 и 173.
8. Понудилац има право да, на одређен начин и уз бројна ограничења, измени услове у истакнутој јавној понуди током рока за њено прихватање.

монистички (једнодомни, енг. *one-tier system, single board system*) и дуалистички (дводомни, енг. *two-tier system, dual board system*).[9] Код монистичког система, функција управљања је у рукама једног органа, кога именује скупштина акционара. Дуалистички концепт почива на идеји да су функција управљања и надзора над пословањем друштва поверени различитим органима, који су потпуно одвојени, тако да иста лица не могу бити чланови оба органа.[10]

У монистичком систему постоји само један орган управљања, и он има обавезу састављања саопштења у вези са јавном понудом за преузимање. Наше право је прихватило овај систем, тако да саопштење у отвореном акционарском друштву сачињава управни одбор, док у затвореном акционарском друштву то чини директор или управни одбор, зависно од тога да ли је друштво оптирало за инокосан или колегијалан орган управљања.[11]

Дуалистички концепт управе карактерише постојање два органа, те су могуће три законодавне опције у вези са обавезом састављања саопштења: прва, да обавеза терети само један од ова два органа;[12] друга, да оба органа морају сачинити заједничко саопштење;[13] и треће, да сваки од органа мора сачинити своје одвојено саопштење.[14] Укључивањем оба органа у поступак доношења саопштења, има за циљ да се сваки од њих учини одговорним, што би требало да утиче на садржински квалитет изнетог мишљења. Од мањег је значаја чињеница да ли ће они то учинити у једном заједничком или у два одвојена документа.

9. Више о моделима органа управљања у упоредном праву види: Мирко Васиљевић, "*Компанијско право*", Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2005., стр. 328-330.
10. Јакша Барбић, "*Право друштава – друштва капитала*", Организатор, Загреб, 2000., стр. 334.
11. Види: Закон о привредним друштвима (објављен у Службеном гласнику РС, бр. 125 из 2004. године, од сада: ЗОПД), чл. 307. Према нашем *le lege lata* законодавном решењу, као и Предлогу ЗПАД, циљна друштва могу бити само отворена акционарска друштва.
12. У хрватском праву надзорни одбор има обавезу објављивања свог образложеног мишљења о понуди за преузимање, док је управа ослобођена ове дужности (види: ЗПДД, чл. 30). Супротно, аустријско право обавезу намеће управи, а не надзорном одбору (види: ÜbG, чл. 14(1)).
13. Директива ЕУ о преузимању говори о издавању једног документа у коме ће бити изражено мишљење управе у вези са јавном понудом за преузимање. Због могућих компликација у тумачењу ове одредбе у државама које прихватају дуалистички систем управе, Директива је појаснила да појам управе обухвата заједно и управни и надзорни одбор. Када се језичким тумачењем споје одредбе о издавању једног документа и обавеза два органа, закључује се да управни и надзорни одбор треба да сачине заједничко мишљење. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5-6).
14. Коментатори чл. 27. немачког WpÜG-а, сматрају да управни и надзорни одбор имају обавезу давања одвојених мишљења, при чему она могу бити заједно публикована у једном акту. У случају потпуног слагања, дозвољено је састављање заједничког мишљења. Види: Gabriele Apfelbacher, Stephen Barthelmess, Thomas Buhl и Christof von Dryander, "*German Takeover Law – A Commentary*", Verlag C.H. Beck oHG, Минхен, 2002., стр. 235. и Thomas Stohlmeier, "*German Public Takeover Law*", Kluwer, Хаг, 2002., стр. 72.

Они чланови управе циљног друштва који су повезани са преузимаоцем на начин који онемогућава доношење непристрасне одлуке немају право да учествују у састављању саопштења. Ту би, примера ради, спадали: преузималац, члан или акционар преузимаоца са значајним капитал-учешћем, члан управе, саветници, брачни друг, деца, родитељи и чланови заједничког домаћинства преузимаоца.[15)]

ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ САОПШТЕЊА. Саопштење управе циљног друштва треба да карактерише јавност, истинитост, свеобухватност, обавезно образложење, јасност, прецизност и писменост.

1) *Јавност*. Саопштење је усмерено првенствено акционарима и запосленима у циљном друштву. Премда представља интерни акт друштва, мишљење управе не сме бити доступно само одређеном кругу лица, већ се сваком заинтересованом субјекту под једнаким условима мора пружити шанса да се упозна са његовом садржином. Отуда се принцип јавности сматра једним од темељних начела састављања саопштења.

2) *Истинитост (тачност)*. Све чињенице наведене у саопштењу, као и чињенице на које се мишљење управе ослања, морају бити истините. Управа мора сваки податак претходно да провери. У том контексту, већи значај би имало ангажовање стручњака, који би члановима управе помогли приликом заузимања ставова о појединим питањима. Заснивање неких делова саопштења на налазима и мишљењима експерата је за чланове управе пожељно, јер им се на тај начин олакшава посао, а умањује потенцијална одговорност.

Домашај принципа истинитости саопштења управе се може посматрати са три аспекта. Прво, истинитост података не значи да чланови управе имају обавезу да са сигурношћу утврде тачност сваког релевантног податка, већ само да у саопштењу не смеју да наведу ниједну чињеницу у чију истинитост нису сигурни, а ако то и учине да назначе разлоге због којих није могла да се утврди права истина. Друго, саопштење се поред чињеница састоји и од изношења мишљења управе. Мишљење не подлеже принципу тачности, већ представља став управе о неким питањима релевантним за доношење одлука у поступку преузимања. Битно је једино да оно буде засновано на тачним подацима. Треће, саопштење мора бити истинито све време трајања поступка преузимања. Отуда, инсистирање на постојању додатног и допунског саопштења треба схватити као тежњу ка истинитости.

3) *Свеобухватност (потпуност)*. Потпуност је јавља као логична допуна истинитости саопштења. Може се десити да све чињенице наведене у саопштењу буду тачне, али да закључак буде погрешан, јер су неки релевантни подаци изостављени. Само свеобухватни и истинити подаци могу бити основа за исправно мишљење.[16)]

4) *Обавезно образложење*. Саопштење обавезно садржи мишљење управе циљног друштва о законом одређеним питањима у вези са јавном понудом за преузимање. Како се не може захтевати тачност изнетог мишљења, могућност мани-

15. Види: Предлог црногорског ЗПАД, чл. 23(2,3).
16. Види: швајцарски SESTA, чл. 29(1).

пулација и злоупотреба се сузбија обавезивањем да оно мора бити образложено. Тако се пружа шанса акционарима да сами дођу до закључка, при чему ће мишљење управе бити само један од расположивих оријентира.

5) *Јасност и прецизност у изражавању*. Чланови управе би могли да одговоре својој обавези давања истинитог и потпуног саопштења на начин који би био разумљив само малом броју лица (тзв. превише стручно саопштење) или би га презентовали вишесмисленим и/или непрецизним језичким конструкцијама (тзв. нејасно саопштење). У том смислу посебан значај добија принцип јасности и прецизности у изражавању.

6) *Писменост*. Саопштење управе мора бити изражено у писменој форми. Премда законодавства то изричито не прописују, обавезна писменост произлази из свих горе поменутих карактеристика саопштења. Посредно се захтев за писменошћу може извући из начина на који се саопштење мора објавити.

БЛАГОВРЕМЕНОСТ САСТАВЉАЊА САОПШТЕЊА. Управа циљног друштва има обавезу да сачини саопштење у што је могуће краћем року након пријема обавештења о намери преузимања или објављивања јавне понуде за преузимање, и да га одмах објави. За акционаре би било најповољније када би имали могућност да се упознају са његовом садржином пре почетка рока за прихват понуде. Касније објављивање може довести до тога да један број акционара који су на почетку рока прихватили понуду одустану од исте када се упознају са образложеним мишљењем чланова управе.

Када ће управа бити у могућности да објави своје саопштење зависи од одговора на два питања: прво, да ли је у питању пријатељско или непријатељско преузимање; и друго, да ли постоји обавеза преузимаоца да обавести циљно друштво о својој намери преузимања. У случају непријатељског преузимања, припрема састављања саопштења ће највероватније трајати дуже него у случају пријатељског преузимања. Пријатељском преузимању претходе успешно окончани преговори управа преузимаоца и циљног друштва, те је реално очекивати да управа циљног друштва објави своје позитивно мишљење у истом моменту када се објави и јавна понуда.[17)]

Обавеза преузимаца да обавести управу циљног друштва о својој намери преузимања омогућава управи да се о јавној понуди изјасни пре њеног објављивања. Тада би рок требало рачунати од момента када је управа циљног друштва обавештена о намери. Са друге стране, ако у одређеном случају или у одређеном законодавству нема обавезе претходног обавештавања, почетак рока се мора везати за објављивање јавне понуде за преузимање.

Нека законодавства не одређују дужину трајања рока, већ се задржавају на апстрактним формулацијама (на пример, "одмах", "без непотребног одлагања", "у најкраћем року").[18)] Пословна и судска пракса ће временом извршити конкретизацију ових правних стандарда. На другој страни су системи где је тачно одређен

17. G. Apfelbacher, S. Barthelmess, T. Buhl и C. Dryander, *нав. дело*, стр. 237.
18. Види: немачки WpÜG, чл. 27(3); аустријски ÜbG, чл. 14(1).

временски оквир у коме управа мора да испуни своју дужност (уобичајено до десет дана).[19)]

Додатно саопштење у вези са изменама понуде за преузимање се мора саставити у кратком року од дана објаве измењене понуде. Тај рок не би требало да буде дужи од неколико дана. Два разлога оправдавају прописивање краћег рока: прво, ово мишљење је неупоредиво једноставније, јер управа треба да укаже само на нове аспекте измењене понуде; и друго, основу додатног саопштења чини раније сачињено основно саопштење. Све речено важи и за допунско саопштење.

У праву САД постоји могућност одлагања обавезе објављивања саопштења. Управа циљног друштва која жели да користи ову опцију мора Комисији за хартије од вредности благовремено да пошаље писмо (енг. "*stop-look-listen" letter*) у коме наводи тачан дан или крајњи рок (који не може бити дужи од 10 дана од покретања поступка преузимања) када ће обавестити имаоце хартија од вредности о свом ставу у односу на упућену јавну понуду.[20)]

НАЧИН ОБЈАВЉИВАЊА. Саопштење управе циљног друштва је акт друштва који се мора учинити доступним јавности.[21)] Јавна понуда за преузимање, као и изјава управе у вези са њом, имају исту циљну групу чији се интерес мора заштитити. Због тога је најједноставније, али и најисправније, предвидети да се саопштење објављује на исти начин на који се објављује и понуда за преузимање.[22)] Ако се саопштење саставља у вези са изменама јавне понуде онда њену објаву треба уподобити начину објављивања измена понуде за преузимање.

Основни недостатак приказаног начина објављивања се састоји у непотребном расипању средстава циљног друштва. За разлику од преузимаоца који преузима на себе трошкове објаве понуде и свих њених каснијих измена, јер очекује да ће му се та инвестиција исплатити, циљно друштво противно својој вољи сноси високе трошкове, а да се при том и не зна да ли има користи од преузимања и саопштења.

ДОСТАВЉАЊЕ. Управа циљног друштва је обавезна да саопштење достави надлежном регулаторном телу, запосленима и берзи, а у неким државама и акционарима.

1) *Надлежно регулаторно тело (Комисија за хартије од вредности)*. Саопштење у вези са јавном понудом за преузимање обавезно треба доставити надлежном регулаторном телу. У нашем праву, Комисија за хартије од вредности је правно лице које врши надзор над функционисањем финансијског тржишта које обух-

19. У Хрватској, Републици Српској и нашем Предлогу ЗПАД тај рок износи седам дана од дана објављивања понуде, док рок од десет дана прихвата наша земља, САД, Словенија и Македонија.
20. Види: Samuel C. Thompson, Jr., "*Business Planning for Mergers and Acquisitions*", Carolina Academic Press, Durham, 2001., стр. 911-912.
21. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5).
22. Види: немачки WpÜG, чл. 27(3); аустријски ÜbG, чл. 14(3); хрватски ЗПДД, чл. 30(1); ЗПАД Републике Српске, чл. 28(1); српски Предлог ЗПАД, чл. 40(1); црногорски Предлог ЗПАД, чл. 23(1).

вата и тржиште takeover-a, контролу рада учесника на њему, као и надгледање пословања хартијама од вредности (вредносницама).[23] Достављање саопштења Комисији има троструки значај: прво, на тај начин Комисија има могућност да утврди да ли су испоштована правила о обавезној садржини саопштења и објављивању на прописан начин и у прописаном року, а у случају да нису, она може да наложи управи циљног друштва исправљање уочених недостатака; друго, лако упознавање са свим околностима саопштења (садржина, рок, објава) омогућава Комисији да поднесе надлежном државном органу пријаву против чланова управе када утврди да радње имају обележја кривичног дела, привредног преступа или прекршаја; треће, претходна два разлога имају психолошки ефекат на управу да поступа у складу са законом.

У неким земљама достављање Комисији се врши у одређеном року након објављивања (на пример, у Немачкој), док друге предвиђају да се саопштење прво доставља Комисији, а после тога објављује (на пример, у Аустрији). Добра страна другог решења се састоји у вршењу претходне контроле од стране Комисије. Међутим, ипак се треба заложити за прихватање првог решења, јер оно омогућава акционарима циљног друштва да брже добију информације садржане у саопштењу, што је значајна предност посебно имајући у виду краткоћу рока за прихват. Комисија ће у овом случају вршити накнадну свеобухватну контролу (што значи да она неће обухватати само садржај, већ и начин и благовременост објављивања).

2) *Запослени*. У жељи да се на посредан начин побољша положај запослених циљног друштва у поступку преузимања превиђена је обавеза достављања саопштења представницима запослених, а ако тих представника нема, онда директно запосленима.[24] Ова обавеза представља доследну разраду начела информисаности запослених у току трајања поступка преузимања.

3) *Берза*. Управа је дужна да своје саопштење достави и берзи на којој се котирају акције које су предмет понуде.[25] Таква обавеза се уобичајено предвиђа статутом или правилима берзе. Берзанску контролу у овом смислу треба подстицати, јер она омогућава још један вид екстерног надзора рада управе циљног друштва.

4) *Акционари*. Достављање акционарима има смисла само у оним законодавствима која или не предвиђају објављивање саопштења,[26] или допуштају управи циљног друштва да се одлучи за једну од две понуђене алтернативе: објављивање или појединачно достављање акционарима.[27] Обавезно достављање саопштења

23. О ефикасности и распрострањености комисијског система организовања централног надзора над пословањем вредносницама види: Небојша Јовановић, "*Положај надзорне власти у пословању вредносницама код нас и у окружењу*", Право и привреда, бр. 5-8/ 2001, стр. 292-301.
24. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5). у вези са тач. 23. Преамбуле; немачки WpÜG, чл. 27(3); аустријски ÜbG, чл. 14(3); македонски Закон о преузимању, чл. 26; словеначки ЗПре, чл. 26.
25. Christin M. Forstinger, "*Takeover Law in the EU and the USA – a Comparative Analysis*", Kluwer, Hague, 2002., стр. 84.
26. Види: швајцарска SESTA, чл. 29(1).

акционарима се не може окарактерисати као пожељно решење, јер би у случају постојања великог броја акционара, високи трошкови умањили користи од овог института. Са друге стране, равноправан статус објављивања и појединачног достављања би омогућио управи циљног друштва да се у сваком поједином случају определи за економски исплативију опцију.[28)]

ОБАВЕЗАН САДРЖАЈ. Да би саопштење управе циљног друштва остварило све циљеве који се пред њега постављају оно мора да има одговарајући садржај. У том погледу, упоредноправно се користе два прилаза. Први законодавни прилаз детаљно набраја обавезне саставне елементе саопштења,[29)] док други користи апстрактно законско одређење шта све треба да чини садржину саопштења.[30)] Најбоље решење је комбинација претходна два, где би се прво *in abstracto* описала обавеза управе у погледу садржаја саопштења, а затим би се *in concreto* набројала питања на која управа треба да дâ своје мишљење. На овај начин законодавац не би затворио круг обавезних елемената (због постојања апстрактног стандарда), а у исто време би смањио могућност дискреције и пружио знатно већу извесност у погледу обавеза управе циљног друштва (због постојања набројаних обавезних елемената).

Управа циљног друштва има обавезу да у саопштењу наведе све информације које би акционарима биле разумно потребне за доношење одлуке о прихватању или одбијању понуде, а биле су познате било ком члану управе. Приликом одлучивања о томе које информације треба укључити у саопштење управа треба да води рачуна о чињеницама за које се може разумно претпоставити да су познате лицима којима је понуда упућена, као и дужину рока у коме је управа дужна да састави саопштење.[31)]

Најчешћи обавезни елементи саопштења управе се према предмету могу поделити у шест категорија, који се односе на: јавну понуду за преузимање, последице успешног преузимања, преузимаоца, намеру чланова управе као акционара, однос чланова управе и преузимаоца, као и став управе према преузимању.

а) *Врста и висина понуђене накнаде*. Управа циљног друштва је обавезна да у вези са понудом првенствено изнесе своје мишљење о врсти и висини понуђене накнаде.[32)] Посебно треба назначити у којој мери су врста и висина адекватни, и то обавезно образложити.[33)]

27. Види: амерички Вилијамов закон, чл. 14e-2(a).
28. У случају постојања малог броја акционара у циљном друштву, објављивање саопштења би представљало неоправдано расипање средстава.
29. Види: немачки WpÜG, чл. 27(1); аустријски ÜbG, чл. 14(3); хрватски ЗПДД, чл. 30(2); ЗПАД Републике Српске, чл. 28(2); македонски Закон о преузимању, чл. 26(2); словеначки ЗПре, чл. 25(2).
30. Види: швајцарска SESTA, чл. 29(1).
31. Види: аустралијски CA, чл. 638(1,2).
32. Види: немачки WpÜG, чл. 27(1)(1); аустријски ÜbG, чл. 14(1); хрватски ЗПДД, чл. 30(2); ЗПАД Републике Српске, чл. 28(2).
33. G. Apfelbacher, S. Barthelmess, T. Buhl и C. Dryander, *нав. дело*, стр. 236.

б) *Очекиване последице успешног преузимања*. У саопштењу ће се изнети мишљење о очекиваним последицама успешног преузимања на интересе циљног друштва у целини, а посебно у односу на запослене, услове запошљавања и место обављања делатности.[34)]

в) *Стратегијски планови преузимаоца*. У јавној понуди за преузимање преузималац има обавезу да изнесе своје намере (планове) у вези са будућим делатностима циљног друштва, местом обављања делатности, као и правима запослених.[35)] Управа је у саопштењу дужна да се осврне на ове стратегијске планове преузимаоца, и да изрази своје мишљење о њима.[36)]

г) *Намера чланова управе као акционара*. Када су чланови управе циљног друштва у исто време и акционари друштва, они су дужни да изнесу своју намеру у погледу прихватања или одбијања понуђене јавне понуде за преузимање у погледу својих акција.[37)]

д) *Однос чланова управе и преузимаоца.* У пракси се често дешава да преузималац у циљу што лакшег преузимања обећава члановима управе циљног друштва бројне погодности (на пример, задржавање исте позиције у друштву и после преузимања). Саопштење чланова управе који су на било који начин привилеговани од стране преузимаоца акционари узимају са резервом, јер приказан однос преузимаца и управе рађа сумњу у његову истинитост. Због тога се и захтева од чланова управе да у саопштењу изнесу накнаде, друге користи и погодности, које су примили или треба да приме од преузимаоца у вези са преузимањем.[38)]

СТАВ УПРАВЕ. Најзначајнији део саопштења је став управе циљног друштва према учињеној јавној понуди за преузимање. Оно представља препоруку акционарима како да поступају у поступку преузимања. Став управе може бити: позитиван, негативан, неутралан и неодређен.[39)]

1) *Позитиван став*. Позитивним ставом управа саветује акционаре да прихвате понуду за преузимање, јер је она у њиховом интересу. Велики број чинилаца ће утицати на овакву одлуку управе, а најзначајнија би требало да буде њихова позитивна оцена (адекватност) понуђеног облика и висине накнаде.

34. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5); немачки WpÜG, чл. 27(1)(2); Винтеров извештај, стр. 20.
35. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 6(3)(i).
36. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5); немачки WpÜG, чл. 27(1)(3);); хрватски ЗПДД, чл. 30(2); ЗПАД Републике Српске, чл. 28(2).
37. Види: немачки WpÜG, чл. 27(1)(4); словеначки ЗПре, чл. 25(2)(3); македонски Закон о преузимању, чл. 26(2)(3).
38. Види: словеначки ЗПре, чл. 25(1,2); македонски Закон о преузимању, чл. 26(2)(1,2).
39. Већина законодавстава не прави разлику између неутралног и неодређеног става. У том погледу право САД-а је изузетак, јер оно прави разлику између неутралног и неодређеног става. Види: амерички Вилијамов закон, чл. 14e-2. У многим земљама се од управе захтева да препоручи прихватање или одбијање понуде, без постојања треће опције. Види: српски Предлог ЗПАД, чл. 40(2).

2) *Негативан став*. Управа може акционарима препоручити да одбију понуду, ако сматра да она није у њиховом интересу, односно интересу друштва. Неадекватна накнада, очекиване лоше последице успешно окончаног преузимања по друштво, запослене или место обављања делатности, намера преузимаоца да преузимањем само угуши конкуренцију, без стварне жеље да настави и усаврши пословање, лоша репутација преузимаоца, су само неки од разлога за које се може очекивати да ће утицати на управу да дâ свој негативан суд о преузимању.

3) *Неутралан став*. Управа циљног друштва може изразити свој неутралан став, онда када се добре и лоше стране јавне понуде потиру, тако да не претежу аргументи нити у правцу препоручивања прихватања нити одбијања понуде. Акционарима се тада не препоручује ни да прихвате ни да одбију понуду, већ да сами одлуче шта је у њиховом интересу.

4) *Неодређен став*. У случају да управа циљног друштва није у могућности да заузме став према преузимања, он ће бити неодређен. На пример, може се десити се управа састоји од три члана, од којих сваки има различит став према преузимању.

Управа је дужна да изнесе образложење за сваки став који је заузела, при чему ће од посебног значаја бити разлози за заузимање неодређеног и неутралног става.

Мора ли управа да има јединствен став или треба омогућити акционарима да се види какав је став сваког од директора? Шта ће се десити у случају да се неки члан не слаже са ставом већине? Ово су само нека од значајних питања, на која упоредна законодавства најчешће не дају одговор. Став, као и саопштење у целини, се третира као одлука управе циљног друштва, на коју треба применити сва општа правила за доношење одлука овог органа (кворум, већина за одлучивање, седнице, записник, и др.).[40] Међутим, неке земље предвиђају да је сваки члан управе дужан да изнесе свој став о преузимању.[41] Иако овакво решење има своје оправдање, боље је предвидети да став представља одлуку органа управе, а не његових појединих чланова, при чему би сваком члану који се не слаже са усвојеним заједничким ставом требало дати прилику да изрази своје неслагање. Свако издвојено мишљење са образложењем мора бити наведено у саопштењу.

МИШЉЕЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ О ПРЕУЗИМАЊУ. Представници запослених циљног друштва могу да сачине саопштење у коме ће изразити своје мишљење о јавној понуди за преузимање, а нарочито о последицама успешног преузимања на запошљавање. Прописима радног права запослени и њихови представници нису у обавези да искажу свој став према преузимању, али они имају ту могућност. Управа циљног друштва има обавезу да благовремено примљено мишљење запослених дода свом саопштењу у виду анекса и тако их заједно објави.[42] Миш-

40. О начину доношења одлука управе акционарског друштва више види: Мирко Васиљевић, "*Водич за читање Закона о привредним друштвима*", Удружење правика у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2004., стр. 464-471.
41. Види: аустралијски CA, чл. 638(3).

љење запослених о преузимању ни на који начин не утиче на обавезу управе да у законском року одговори својој обавези објављивања. Тако се може десити да у време објаве саопштења управе није доступно мишљење запослених. Управа ће у том случају у свом саопштењу нагласити да ће став запослених према преузимању бити објављен одмах по достављању, и, уколико је то могуће рећи, и када ће то бити учињено.[43)]

Објављивањем мишљења запослених се још потпуније остварује начело информисаности акционара, јер се они поред виђења управе, могу упознати и са начином на који запослени доживљавају преузимање.

ТРОШКОВИ. Трошкове састављања и објављивања саопштења чланова управе сноси циљно друштво. Исто важи и за објављивање мишљења запослених. Док се за састављање и објављивање саопштења управе то подразумева и без изричите законске одредбе, за обавезно сношење трошкова објаве мишљења запослених од стране циљног друштва мора постојати изричито правило.

ОДГОВОРНОСТ. Да би сва претходно поменута решења имала обавезујући карактер, закони морају да пропишу јасна правила о одговорности чланова управе. Три се питања постављају у контексту одговорности чланова управе: прво, за шта они одговарају (тзв. основ одговорности); друго, како одговарају; и треће, до ког износа одговарају (тзв. лимит одговорности).[44)]

Основ за одговорност представља неиспуњење неке од обавеза наметнутих управи циљног друштва у вези са састављањем саопштења. Све те обавезе се могу у сврстати у осам категорија:

1) несастављање саопштења – најдрастичнији пример одговорности би био у случају да управа циљног друштва уопште не састави саопштење, иако је то била обавезна да учини;

2) састављање саопштења које не испуњава услове истинитости, потпуности, образложености, јасности и прецизности – за разлику од првог случаја овде управа саставља неадекватно саопштење (на пример, не садржи мишљење о висини и облику понуђене накнаде, садржи контрадикторне податке, засновано је на нетачним чињеницама, и др.);

3) саопштење није објављено у прописаном року (тзв. закаснела објава);

4) саопштење није објављено на прописан начин;

5) саопштења није достављено националном регулаторном телу, запосленима или берзи;

6) уз саопштење није објављено и благовремено достављено мишљење запослених;

42. Види: Директива ЕУ о преузимању, чл. 9(5); немачки WpÜG, чл. 27(2).
43. G. Apfelbacher, S. Barthelmess, T. Buhl и C. Dryander, *нав. дело*, стр. 238.
44. О лимиту одговорности у овом раду неће бити речу, јер чланови управе одговарају неограничено за штету коју су својим радњама проузроковали.

7) ако су у састављању саопштења учествовали чланови управе који се налазе у конфликтној ситуацији у односу на циљно друштво (на пример, преузималац, као члан управе циљног друштва, учествује у састављању саопштења); и

8) неисказивање образложеног става о преузимању[45] (на пример, управа јасно и недвосмислено не каже да ли она преузимање подржава, оспорава или је неутрална).

Одговорност чланова управе може бити грађанскоправна и казненоправна. Грађанскоправна одговорност се заснива на општим правилима накнаде штете и дужностима које чланови управе имају према друштву, из којих произлази основ за подизање индивидуалне тужбе.[46] Наиме, оштећени акционари би могли да поднесу индивидуалну тужбу против било ког члана управе за кога се утврди да је повредом својих дужности проузроковао штету. Одговорност свих чланова управе је солидарна. Основни проблем за тужиоца ће бити да докаже да је штета која је наступила била проузрокована неким од горе побројаних основа одговорности чланова управе, због чега не треба очекивати да ће се у пракси овај вид одговорности показати као ефикасан. Због тога је прописивање прекршајне одговорности члана управе реалнији одговор на проблем неиспуњавања обавеза у вези са објављивањем саопштења.[47]

ЗАКЉУЧАК. Саопштење управе је "уређено" Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената у форми посебног обавештења.[48] Закон није испоштовао ниједан од стандарда који важе за ову материју. Најзначајнији недостаци се сумарно могу приказати на следећи начин:

1) *Факултативност саопштења*. Управа циљног друштва *нема обавезу, већ само могућност* да састави и својим акционарима упути обавештење у коме износи своје мишљење о понуди за преузимање акција, што је дијаметрално супротно прихваћеним стандардима у упоредном праву и решењу Директиве ЕУ о преузимању.

2) *Непредвиђање објављивања*. Закон нигде није предвидео да се обавештење објављује, што се противи принципу јавности.

3) *Достављање*. Закон предвиђа да се обавештење упућује акционарима, у ком случају се обавезно доставља и Комисији за хартије од вредности. Проблеми овако уређеног достављања су следећи: прво, достављање Комисији је условљено достављањем акционарима; друго, појам упућивања обавештења акционарима није дефинисан, већ је препуштено Комисији да то учини; и треће, нема обавезе достављања обавештења запосленима (тј. њиховим представницима) и берзи.

45. Иако би се овај основ одговорности могао сврстати у непотпуно или нејасно саопштење, због значаја је издвојен у посебну категорију.
46. Види: ЗОПД, чл. 31, 32 и 40; Закон о облигационим односима (објављен у Службеном листу СФРЈ, бр. 29/1078), чл. 154(1).
47. Према српском Предлогу ЗПАД, казниће се новчаном казном од 40.000 до 50.000 динара члан управног одбора ако управни одбор не објави своје образложено мишљење о понуди за преузимање на прописан начин (чл. 48(1)(2)).
48. Види: ЗТХОВ, чл. 72 и 246(1)(10).

4) *Нема обавезног садржаја.* Закон нигде не набраја шта све мора бити садржано у обавештењу. У том погледу дато је овлашћење Комисији за хартије од вредности да пропише обавезну садржину обавештења, што она још увек није учинила. Комисији се може дати право да разради садржај одређен законом, али не и да одређује његову садржину у целости, без икаквих законских смерница у том погледу.

5) *Могућност или обавеза заузимања става према преузимању.* Закон прописује да управни одбор може у саопштењу изнети своју препоруку акционарима о прихватању или неприхватању понуде за преузимање акција. Значи, став управе према преузимању није обавезан. Међутим, следећи став каже да се мора образложити обавештење без препоруке. Законодавац је тиме највероватније хтео да омогући управном одбору да састави позитиван, негативан и образложен неутралан став према преузимању. Зашто онда то није тако и рекао? Поред реченог, није јасна и законска концепција обавезног образложења недавања препоруке, као да образложење нема значајну функцију и у случају заузимања одређеног става.

6) *Непостојање одговорности.* Закон је предвидео само један вид одговорности и то у виду привредног преступа за који одговара циљно друштво у случају да управни одбор у изнетом мишљењу не образложи недавање препоруке акционарима.[49] Према томе, није предвиђена никаква казненоправна одговорност чланова управног одбора, а имајући у виду мали број обавеза које их терете и грађанскоправна одговорност је сведена на минимум.

Приказани недостаци представљају најбољи подстицај за њихову ургентну промену. У скупштинској процедури се у моменту писања овог чланка налази Предлог закона о преузимању акционарских друштава, који је отклонио неке од недостатака нашег позитивног решења (на пример, уведена је обавезност састављања изјаве управног одбора, постоји минимална обавезна садржина, изјава се објављује, предвиђен је прекршај за чланове управног одбора у виду новчане казне, и др.).[50] Међутим, и поред бројних побољшања, предлогу се може упутити велики број замерки: прво, не прави се разлика између основне, допунске и додатне изјаве, већ се предлог фокусира искључиво на основну изјаву; друго, нема одредбе о забрани учествовања у састављању изјаве чланова управе који се налазе у сукобу интереса са друштвом; треће, предлог не уређује обавезу достављања изјаве Комисији за хартије од вредности, запосленима и берзи; четврто, предлог захтева од чланова управе да заузму позитиван или негативан став, без могућности да им однос према преузимању буде неутралан или неодређен; пето, није предвиђена могућност неког од чланова управе да издвоји своје мишљење у односу на став управног одбора; и шесто, предлог нема одредби о мишљењу запослених о преузимању и његовом објављивању заједно са изјавом управног одбора.

49. Санкционисањем циљног друштва посредно се санкционишу његови акционари и преузималац, а чланови управе, због чијег је непрописног понашања и уведена ова одговорност, остају ван домашаја.

50. Види: српски Предлог ЗПАД, чл. 40(1,2) и 48(1)(2).

Vuk Radović, LL.M
Junior Faculty Member, Faculty of Law, University of Belgrade

STATEMENT OF THE TARGET COMPANY'S MANAGEMENT BOARD ON TAKEOVER BID

Summary

The main purpose of this paper is to emphasize the importance of the statement of the target company's management board on takeover bid. The board of the offeree company is required to make public a document setting out its opinion of the bid and reasons on which it is based. This document is of great importance for the target company's shareholders and employees. In this way, the board can actively participate in takeover proceeding and influence the success of bidder's intentions. In the first part, the author explains the significance of the board's statement in takeover context. The main part of this article tries to answer all those legally relevant questions concerning the board's statement (for example, types of statements, who has a duty of making this document, basic principles, time and manner of publishing, to whom it has to be disseminated, obligatory content, directors' recommendation, opinion of the representatives of the employees, costs and responsibility). In the conclusion of this article the author implements a critical approach in order to give some suggestions to our law-makers.

Key words: *takeover procedure, target company, opinion of the management board (target's statement), target's statement obligatory content, board recommendations, opinion from the representatives of employees, responsibility.*