

Соња СРЕЋКОВИЋ
дипломирани правник

Ненад КОВАЧЕВИЋ
дипломирани правник

ПРАВО ПРЕУЗИМАЊА У СРБИЈИ – КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА И КРИТИЧКИ ОСВРТ

Резиме

Данас и даље говоримо о „зачетку“ српској права преузимања. Наиме, није прошло ни десет година од како су се појавили први случајеви преузимања друштва у пракси. Најважнији извор права преузимања у Србији јесте Закон о преузимању акционарских друштва из 2006. који представља први законски текст који регулише ову материју у целини. Приликом доношења Закона прокламовано је да законска решења у највећој могућој мери хармонизована са Директивом ЕУ о понуди за преузимање. Ипак, имајући у виду решења из ујоредној права и праксе као и тржишне прилике у нашој земљи, нажалост, не можемо рећи да су тренутно важећа законска решења у области права преузимања акционарских друштва без мана и недостатака. И даље постоје одређена нејасна и противречна решења која нису у складу са потребама српске привреде и развоја тржишта капитала.

Кључне речи: *привредној друштво, Закон о преузимању акционарских друштва, Нацрт Закона о преузимању из 2005. године, Директива ЕУ о преузимању.*

Преузимање привредног друштва (*takeover, prise de controle, Übernahme*) јесте скуп радњи којим једно лице (преузималац, купац,

стицалац) стиче владајуће учешће у капиталу и управљању привредног друштва, потискујући дотадашњег „владаоца“. Последица преузимања, кад је преузималац привредно друштво, јесте стварање групе привредних друштава („повезана друштва“). То је често праћено стварањем владајућег (доминантног или монополског) положаја групе у одређеној привредној грани и на одређеном подручју (тзв. релевантно тржиште).¹

Имајући у виду далекосежне реперкусије које преузимање акционарских друштава има на економско и финансијско тржиште, на привреду уопште, овај феномен захтева свеобухватно ангажовање законодавца јер је у питању институт коме треба приступити са корпоративног, антимонополског и финансијског становишта. Наиме, користи од преузимања су бројне: повећање економске снаге и конкурентности привредних друштава, подстицај за нова технолошка достигнућа, делотворнија расподела производних и природних добара између чланица групе, приступ новим тржиштима. Наравно, не треба изгубити из вида и штете које могу бити коначни продукт преузимања као што је постојање ризика за стварање монопола и доминантног положаја привредних субјеката на тржишту, поремећај цена акција на тржишту, оштећивање мањинских акционара или преузимање које не води развоју делатности друштва већ искључивој распродаји његове имовине у корист нових власника.²

I Институт преузимања у упоредном праву

У тржишним прописима упоредног права разликују се амерички, енглески и немачки систем регулисања преузимања. Ова класификација је направљена узимајући у обзир строгост режима преузимања. Наиме, законодавац одлучује да ли ће да својим нормама „затворити обруч“ или пак пустити да се преузимања слободно одвијају сходно економским законима понуде и тражње. Позитивна права могу сумарно или детаљно регулисати овај институт. То је могуће уредити императивним законским нормама штитећи тиме циљно друштво и мањинске акционаре, тиме отежавајући поступак преузимања као што то чини Немачка или могу имати либералнији приступ, као што то ради САД или Данска, где је берза у Копенхагену донела тзв. Правила етике преузимања. Данас можемо да говоримо и о европском систему регулисања, с обзиром на чињеницу да је 2004. године преузимање свеобухватно регулисано Тринаестом директивом Европског парламента.

1 Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 494.

2 Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 496.

1. Право преузимања у европским законодавствима

Континентална Европа је захваћена померањем и прегруписавањем капитала тек 60-их година XX века.³ Тада су европска привреда и финансијско тржиште били у жижи корпоративних борби привредних великана. Преузимање постаје моћно оружје пословних гиганта. Нека од значајнијих преузимања била су *Plessey*-а у Британији, *AirTouch*-а у немачком *Mannesmann*-у, *Mammouth*-а у Француској осамдесетих и деведесетих година прошлог века.⁴

У Енглеској, преузимање је углавном уређено правилима пословног света, без мешања државе, а мали број правила садржан је у компанијском закону и закону о тржишту вредносница. У Британији је пословни свет из Ситија, финансијске четврти из Лондона, донео Кодекс о преузимањима и сједињавањима 1968. године (*City Code on Mergers and Takeovers*) који је постао општеприхваћено право у области преузимања иако није *de facto* законски текст и Правилник о значајним стицањима акција (*Substantial Acquisitions of Shares Rules*). Кодексом администрира посебно тело (*Panel on Takeovers and Mergers*). Енглеска иначе припада земљама које су приступиле либералном режиму преузимања, по „строгоћи“ између САД и Немачке. У Великој Британији право преузимања је регулисано на начин који фаворизује измену власничке структуре путем преузимања.⁵ За разлику од енглеског, немачки систем се састоји у томе што се преузимање у целости и детаљно уређује посебним законом, чиме се сврстава у један од најстрожих режима преузимања у Европи.⁶

2. Право преузимања у Европској унији

Директива ЕУ о преузимању је данас најугицајнији и најзначајнији извор права преузимања у Европи.⁷ Она је обавезујућа само за државе чланице Уније, али је поред тога и релевантан правни узор за оне земље које стреме да се у ближој будућности прикључе Унији (попут Србије).

3 Небојша Јовановић, „Мањкавости српског правног режима преузимања акционарских друштава“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2004, стр. 84–101.

4 Више о томе у Радивоје Петрикић, „Правни режим преузимања друштава у Европи“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2000, стр. 205.

5 L. C. B. Gower, Paul L. Davies, *Principles of modern company law*, 8th edition, London, 2008, стр. 1056.

6 Јасмина П. Драгутиновић, *Тржиште преузимања у Србији*, магистарски рад, Београд, 2010, стр. 41.

7 Вук Радовић, *Мере одбране акционарској друштва од преузимања контроле*, Београд, 2008, стр. 172.

Историјат доношења ове директиве сеже у почетак седамдесетих година прошлог века. Један од главних разлога одуговлачења доношења директиве била је насагласност држава чланица о дужности неутралности управе циљног друштва при преузимању.⁸ Ипак, Комисија ЕУ је октобра 2002. године сачинила предлог који је 21. априла 2004. године усвојен од стране Европског парламента и Савета министара под именом – Директива о понудама за преузимање.⁹

Тзв. Тринаеста директива се примењује на акционарска друштва чије се акције постојећих акционара преузимају у прописаном поступку обавезне јавне понуде (*takeover bids*). Директива између осталог регулише и институт преузимања акционарских друштава, те права мањинских акционара у смислу тог преузимања,¹⁰ институт принудне продаје и принудне куповине (*squeeze-out, sell-out*) и права преосталих акционара.

Циљ Директиве је био да се охрабре преузимања великог обима широм ЕУ хармонизацијом односа у овој области. Не треба заборавити да је Директива настала као плод компромиса имајући у виду различите правне системе земаља чланица у праву преузимања.¹¹ Ипак, Директива о преузимању је добила критике због својих нејасноћа и превелике дискреције коју је оставила земљама чланицама.¹² Постоје и мишљења да је су националне разлике још увек превелике и да је тек сада потребна реформа како би се створио адекватан правни оквир за преузимања у ЕУ.¹³ Нису мање гласни ни они који су предвиђали да ће Директива бити неефикасна и да служи само за промовисање „бирокуратског униформизма“ уместо да омогући несметан развој слободног тржишта.¹⁴ На

8 Више о томе у: В. Радовић, *нав. дело*, стр. 77–131.

9 Тринаеста директива ЕУ, 2004 (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, *Official Journal* No L 142), стр. 12–23.

10 Више о правима мањинских акционара са примерима из праксе видети Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, *Droit des sociétés*, 22 édition, Paris, 2009, стр. 653.

11 Thomas Papadopoulos, „The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC“, *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 6, Nr. 3, 2008, стр. 13–103.

12 Mark Humphery-Jenner, „On the Harmonization of Takeover Laws: Lessons from the EU Takeover Directive“, New South Wales, 2010., доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1723606, 14.12.2009. стр. 1.

13 Jette Knudsen, „Is the single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation“, *European Law Journal*, Vol. 11, Nr. 4, 2005, стр. 507–527.

14 Gerard Hertig, Joseph A. McCahery, „Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?“, 2003, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438421 & http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438421, 12.12.2009, апстракт.

другој страни, постоје и бројне позитивне реакције. Професор Жерард Хертиг (*Gerard Hetrig*) истиче да Директива обезбеђује преко потребну флексибилност, због чега се може брзо имплементирати. Највећи број коментатора се не осврће на очигледан неуспех одредбе о принципу неутралности, већ истиче да је и овако разводњена легислатива боља од потпуне нерегулативе.¹⁵

II Право преузимања у Србији – историјски осврт и упоредна анализа

1. Историјски осврт

Пре доношења Закона о преузимању у Србији је било регулисано нормама садржаним у два законска текста. Слично „америчком“ моделу где се преузимање препушта прописима који регулишу тржиште капитала, регулатива за преузимање се налазила у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године (у даљем тексту: Закону о тржишту хартија од вредности). Други пропис који је донекле регулисао преузимање је био Закон о предузећима из 1996. године. Овај компанијски закон је уређивао основне параметре преузимања акционарских друштава на основу добровољне понуде. Поред тога што систем регулисања није био потпуно заокружен и што је Закон о тржишту хартија од вредности имао бројне празнине и пропусте, није био решен ни проблем односа са Законом о предузећима. Један од највећих пропуста је био тај што је у исто време када је овај Закон ступио на снагу у Србији је процес приватизације већ увелико започео. Проблем је био у томе што су овим законом изузети од обавезе истицања понуде за преузимање купци који акције стичу у емисији од субјекта приватизације, то јест, од предузећа са државним или друштвеним капиталом.¹⁶

2. Упоредна анализа појединих решења са правом ЕУ и правом неких европских држава

Данас и даље говоримо о „зачетку“ српског права преузимања – није прошло ни десет година од кад су се појавили први случајеви преузимања у пракси. Уосталом, српско тржиште корпоративне контроле се не може посматрати ван контекста ширег тржишта капитала који је такође у раним фазама развоја али и још незавршене приватизације

15 Вук Радовић, *нав. дело*, стр. 192.

16 Небојша Јовановић, *нав. чланак*, стр. 84–101.

државних и друштвених предузећа. Примера ради, према актуелним подацима на званичној Интернет страници Централног регистра за депо и клиринг хартија од вредности из децембра 2010. године постоји свега 7 понуда за преузимање.¹⁷ Као што је претходно речено ово је правни институт коме треба прићи тројако: са компанијског, антимонополског и тржишног угла. Закон о привредним друштвима уређује статусна питања у вези са акционарским друштвима, пре свега отворених акционарских друштава која су у предмет преузимања. С обзиром на то да је Закон о привредним друштвима донет још 2004. године¹⁸ и да је формирана радна група 2008. године за доношење новог закона у овој области, импликације на преузимање ће се разматрати у светлу потенцијално нових прописа. Затим, Закон о заштити конкуренције РС из 2005. године¹⁹ мора бити консултован не би ли се спречиле негативне последице преузимања, пре свега, спречавање и обуздавање монопола, концентрације тржишта, равноправност учесника на тржишту итд. Последње, као најважнији извор јесте претходно споменути Закон о преузимању акционарских друштава из 2006. (у даљем тексту: Закон о преузимању) који представља први законски текст који заокружује ову материју у целисти. Према званичном мишљењу Министарства финансија, главни разлог за доношење новог Закона о преузимању и увођење института преузимања у регулаторне законске токове јесте заштита акционара.²⁰ Прокламовано је да је Закон у највећој могућој мери хармонизован са Директивом Европског парламента и Савета ЕУ о понуди за преузимање. Основни циљ законодавца биле су тежње да се оствари равноправност акционара, пре свега мањинских, да се оствари транспарентност процеса преузимања уз одговарајућу супервизију, као и повећавање конкурентности на тржишту капитала. Релевантна су још два подзаконска акта Комисије за хартије од вредности, оба донета 2006. године: *Правилник о садржини и форми понуде за преузимање акција* и *Упутство о садржини и форми понуде за преузимање акција*.

17 Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности има регистровано 576 успешних понуда за преузимање, према званичним подацима тренутно постоји понуда за преузимање циљних друштава (Графика АМБ АД, Инекс компани, Инеко АД, Инос синма АД, Паланачки кисељак АД, Синтеза АД, Соко Нада Штарк АД, Војводина реклам АД), званична страница Централног регистра за депо и клиринг хартија од вредности, доступно на www.crhov.rs/?Opcija=12, 26.12.2010.).

18 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 46/06 и 107/09, даље у фуснотама: ЗОПД).

19 Закон о заштити конкуренције (*Службени гласник РС*, бр. 79/2005).

20 Мишљење Министарства финансија Републике Србије бр. 011-00-00200/2009-16, од 27.2.2009. године.

а) Предмет и права преузимања и понуда за преузимање

Предмет стицања у преузимању су само вредноснице које стицаоцу омогућавају учешће у управљању циљним друштвом. То су најпре акције са правом гласа, чији је издавалац циљно друштво. У Србији су то само обичне акције, јер у нашем праву повлашћене акције не дају право гласа.²¹ У Директиви ЕУ оставља се могућност да то буду и неке друге врсте акција. За разлику од нашег права, понуда за преузимање се у немачком праву односи на све хартије од вредности – акције и хартије од вредности издате уместо акција, а које дају посебно право за стицање акција и које су укључене у трговину на организованом тржишту у Немачкој или у ЕУ.²² Исти је случај и са Француском – предмет понуде за преузимање су све хартије од вредности којима се тргује на организованом тржишту.

Понуда за преузимање јесте понуда одређеног лица (преузимаоца) којом тражи стицање владајућег учешћа у циљном друштву било да је понуђени постојећи владалац, други акционари или само друштво.

У позитивном српском праву се понудом за преузимање сматра искључиво општа понуда коју преузималац под једнаким условима упућује свим акционарима циљног друштва ради стицања њихових акција у циљном друштву. Закон о преузимању искључује могућност да се преузимање обави стицањем од циљног друштва, чиме се преузимање олакшава и онемогућава изигравање његових акционара. Један од главних појмова дефинисаних Директивом ЕУ, у члану 5, јесте обавезна понуда. Она мора бити упућена „што је пре могуће“ свим акционарима који имају акције са правом гласа уз задовољавање два услова: мора доћи до остваривања контролног учешћа али само ако оно већ није остварено добровољном понудом.²³

б) Услови за стицање понуде

Да би преузимање било законито, нужно је да преузималац испуни одређене прописане услове за стицање понуде за преузимање. Поред општих услова облигационог права, потребно је и испуњење услова које захтева компанијско право. У посебне услове се убрајају: 1) обезбеђивање средстава за куповну цену, 2) одређена садржина пону-

21 ЗОПД, чл. 208, 209.

22 Dirk Van Gerven, *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe – Volume I*, Cambridge, 2008, стр. 160.

23 Stefan Grundmann, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Oxford, 2007, стр. 601.

де, 3) равноправност понуђених, 4) објављивање понуде, 5) одређеност понудиоцевог рачуна и 6) дозвола надзорног органа.

Лице које је заинтересовано за преузимање сме да истакне понуду за преузимање само ако му то претходно дозволи Комисија за хартије од вредности.²⁴ Понудилац је потом дужан да обезбеди средства за куповну цену свих акција за које му понуђени акционари прихвате понуду до истека њеног важења.²⁵ То мора бити новчана свота која је најмање једнака збиру понуђене цене свих акција, чију је куповину понудилац тражио од акционара циљног друштва.

Понудилац сме да упуту понуду акционарима циљног друштва само њеним објављивањем, и то само на прописани начин тиме што ће је упутити у пуном тексту циљном друштву и лично сваком његовом акционару. Он ће након тога морати да отвори посебан рачун код Централног регистра за хартије од вредности (рачун за преузимање) на који ће акционари друштва, који прихвате понуду, да пренесе продате акције.

в) Дужности понуде (обавезна понуда, *mandatory bid*)

Да би се мањинским акционарима циљног друштва омогућило да своје акције продају преузимаоцу по истој цени и другим истим условима као и велики (владајући) акционари, закон намеће обавезу да се свим акционарима упуту понуда за преузимање под једнаким условима. Такво је решење усвојено и у француском праву²⁶ и у праву Велике Британије.²⁷ Ову дужност ће имати лице које се нађе у одређеној законском прописаној ситуацији односно у случају да понудилац пређе праг учешћа у укупним гласачким правима у циљном друштву преко прописаног износа. Постоје два система „преласка прага“ за која закон везује дужност истицања понуда за преузимање, као опште и јавне понуде за куповину акција.

Први је *систем намере* (у ком случају закон везује настанак дужности за истицање понуде за намеру одређеног лица да пређе праг, иако га још није прешло) а други је *систем стицања* (у ком случају закон везује настанак дужности истицања понуде за само стицање учешћа у гласачким правима у циљном друштву). Наше право начелно прихвата *систем стицања*.²⁸ Наиме, обавеза на истицање понуде за преузимање

24 Закон о преузимању (*Службени гласник РС*, бр. 46/2006, даље у фуднотама: ЗОП), чл. 13, 15.

25 ЗОП, чл. 16.

26 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 113.

27 L. C. V. Gower, P. L. Davies, *нав. дело*, стр. 1013.

28 Чини се да је такав систем прихваћен и у немачком праву, више о томе у D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 161.

наступа чим стицалац пређе један од прописаних прагова, и то: 1) кад неко лице стекне више од 25 одсто акција циљног друштва, 2) кад неко лице стекне више од 25 одсто акција циљног друштва али мање од 75 одсто, дужно је да истакне понуду за преузимање за свако даље стицање акција циљног друштва и 3) кад неко лице стекне понудом за преузимање више од 75 одсто акција циљног друштва, дужно је да истакне нову понуду за преузимање само ако треба да стекне додатних 5 одсто гласачких акција друштва, као и кад у току узастопних 18 месеци стекне, без понуде за преузимање, додатних три одсто гласачких акција циљног друштва.²⁹ Занимљив је податак да се правима земаља чланица ЕУ прагови који обавезују понудиоца на обавезну понуду се крећу од 25 одсто (Мађарска) до чак 66 одсто (Пољска).³⁰

У праг би требало да се урачунавају само акције које свом имаоцу дају право гласа у циљном друштву. Лице које стекне гласачке акције у циљном друштву преко прага, без понуде за преузимање, нема право гласа у циљном друштву по основу стечених акција. Тиме ће се онемогућава да лице влада друштвом, али му се стицање акција не ништи. У српском праву поред ове, постоји још једна санкција – ако стицалац прага не истакне понуду за преузимање, Комисија за хартије од вредности је надлежна да му наложи њено истицање. У немачком праву санкција би се састојала такође из суспензије права које би понуђач имао на основу већ стечених акција а био би лишен и дивиденди.³¹ У Великој Британији³² Панел (*Panel on Takeovers and Mergers*) има право да предузима одређене мере како би спречио кршење права и обавеза из понуде.³³

Уколико је у питању обавезна понуда, понудилац је дужан да његовим акционарима понуди цену за куповину акција која је најмање једнака цени по којој је прешао праг. Ова „минимална цена“ се у нашем закону одређује имајући у виду кретање висине тржишне цене акција циљног друштва.³⁴

и) Циљав ујраве љрема љреузимању и мере одбране од љреузимања

Дужност управе циљног друштва је да ради у интересу циљног друштва, а не у интересу преузимаоца или запослених. У нашем праву

29 ЗОП, чл. 6.

30 Mads Andenas, Frank Wooldrige, *European Comparative Company law*, Cambridge, 2009, стр. 512.

31 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 172.

32 Више о обавезној понуди у праву Велике Британије у видети L. C. V. Gower, P. Davies, *нав. дело*, 1017.

33 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 443.

34 ЗОП, чл. 22.

управа циљног друштва може имати *позитиван или нејативан став* (за разлику од неких права која дозвољавају да има и неутралан став). У зависности од тога можемо говорити о пријатељском или непријатељском преузимању.³⁵ У праву Велике Британије управни одбор циљног друштва мора имати независно мишљење поводом понуде за преузимање, чија садржина мора бити позната акционарима.³⁶ Француско право, с друге стране, обавезује управу друштва да све мере које преузима морају бити у интересу друштва или у складу са принципом равноправности акционара.³⁷ Управни одбор ће имати обавезу да објави своје образложено „мишљење“ о понуди за преузимање у року од седам дана по објављивању понуде, и то на исти начин на који је објављена понуда.

Међутим, домен Закона о преузимању је двоструко сужен када су у питању мере одбране: прво, он уређује само овлашћења управног одбора циљног друштва да усваја мере одбране; и друго, овај закон се примењује искључиво на мере одбране усвојене за време поступка преузимања. Мере одбране скупштине акционара, као и мере одбране управе усвојене пре покретања поступка преузимања или након његовог окончања, су уређене другим прописима.³⁸

Одбрана од преузимања представља укупност мера које циљно друштво, са својом управом, предузима не би ли спречило или отежало преузимање. Једно од кључних питања јесте о субјекту који ће предузети мере, односно да ли ће циљно друштво имати право да предузме мере, имајући у виду да оно није понуђено лице и да ли друштво има право да ограничава своје акционаре да слободно продају своје акције. Актуелност овог питања увећава се и стога што је само преузимање најчешће уперено против управе циљног друштва а не против самог друштва. И у Директиви ЕУ као једно од кључних питања појавило се питање агента који је меродаван да одлучи да ли је преузимање корисно или штетно за друштво. Чланови управног одбора се могу налазити у сукобу интереса и могу ставити своје интересе испред интереса компаније.³⁹

Управи је забрањено да предузима било коју меру одбране уколико нема овлашћење за тако нешто. По правилу, циљно друштво ће имати право да се брани од преузимања али ће о томе одлуку морати да донесу његови акционари на скупштини као понуђена лица. Ипак, како се јавна понуда упућује непосредно акционарима циљног друштва који сваки за

35 Више о подели на пријатељска и непријатељска преузимања видети Athanasios Koulouridas, *The Law and Economics of Takeovers*, UK, 2008, стр. 119–201.

36 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 433.

37 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 117.

38 Вук Радовић, *нав. дело*, стр. 194.

39 S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 611.

себе одлучује о њеном прихвату или одбијању, ради се заправо о великом броју индивидуалних одлука акционара који не представљају одлуке друштва иако имају имају значајне последице по циљно друштво.⁴⁰ У нашем праву, управни одбор циљног друштва дужан је да писмено упозна све запослене у акционарском друштву о понуди за преузимање чим понудилац објави обавештење о намери преузимања. Током поступка преузимања управни одбор циљног друштва може да затражи такмичарску понуду за преузимање, али не сме да врши одређена овлашћења која по компанијском праву редовно има. Та овлашћења су да: 1) издаје акције ради повећања капитала друштва одобреним акцијама; 2) предузима ванредне послове, којим се битно мења стање имовине или обавеза друштва; 3) одлучи да друштво стекне или отуђи сопствене акције и 4) објави понуду циљног друштва упућену акционарима другог друштва за његово преузимање.⁴¹

Мере одбране од преузимања су у Тринаестој директиви регулисане на сличан начин као и у нашем праву: Наиме, ради спречавања самосталних поступака управе изричито се забрањује управи да, од времена објаве намере о преузимању циљног друштва, предузима било какве мере, осим тражења конкурентске понуде, које би спречиле преузимање, без овлашћења скупштине акционара. Наравно, уколико постоји овлашћење скупштине акционара управни одбор може предузимати све дозвољене мере. Директива такође обавезује управу циљног друштва да објави документ о свом мишљењу о понуди за преузимање и да га образложи, као и да га достави представницима запослених у органима учешћа запослених, а ако их нема, онда свим запосленима у друштву. Ако се њихово мишљење да благовремено, управа је дужна да га објави уз своје мишљење.⁴²

У немачком праву управи циљног друштва забрањено је да преузима било какве радње од момента када је објављена понуда за преузимање акција друштва, које би могле угрозити успешност понуде.⁴³ Оно што је специфичност француског права јесте да у случају иностране понуде за преузимање, управа друштва мора изнети мишљење које ће садржати предности и могуће последице евентуалног преузимања како за понудиоца, тако и за акционаре и запослене у циљном друштву. Ово мишљење мора узимати у обзир и став независног стручњака уколико је ангажован од стране друштва.⁴⁴

40 Више о томе и о тзв. „агенцијском проблему“ у: Вук Радовић, *нав. дело*, стр. 61.

41 ЗОП, чл. 38, 40, ст. 3.

42 *Тринаеста директива ЕУ*, чл. 9, ЗОП чл. 38–40.

43 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 179.

44 D. V. Gerven, *нав. дело*, стр. 107.

г) Послужба преузимања

Поступак преузимања се састоји од три фазе и то од *покретања, главне фазе и окончања*. Сам поступак преузимања покреће понудилац подношењем захтева за одобрење понуде за преузимање Комисији за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија). Понудилац мора пре подношења да испуни све услове за истицање понуде за преузимање, како би, уз захтев, Комисији могао да поднесе доказе да испуњава те услове. Комисија ће потом проверити да ли понуда за преузимање, праћена захтевом, садржи све прописане податке и да ли су они у складу са исправама на којима се заснивају. Комисија има дужност да одобри понуду за преузимање у року од два дана по пријему захтева уколико су подаци у понуди потпуни и усклађени са поднетом документацијом. Понудилац је дужан да понуду објави одмах по пријему решења Комисије, којим му се она одобрава. Он је такође, дужан да у понуди одреди и њено трајање, које не сме бити краће од 21 дан нити дуже од 45 дана од објављивања. Да би се спречиле злоупотребе током преузимања и поремећаји на тржишту акција, Закон о преузимању забрањује преузимаоцу предузимање одређених радњи.⁴⁵

32. У главној фази преузимања понудилац објављује понуду, а акционари циљног друштва је прихватају током њеног трајања и преносе своје акције на име преузимаоца.⁴⁶

III Критички осврт на поједина решења Закона о преузимању

Имајући у виду решења из упоредног права и праксе као и тржишне прилике у нашој земљи, нажалост, не можемо рећи да су тренутно важећа законска решења у области права преузимања акционарских друштава без мана и недостатака. Свакако, српски законодавац је направио помак у односу ранију регулативу права преузимања, доношењем Закона о преузимању 2006. године, али то није довело до целовитог и ваљаног регулисања ове области.

Оно што се најпре да приметити приликом анализе законског текста, јесте да се српско право Законом о преузимању сврстало у *ред блажих режима*. То можда одговара тренутним потребама привреде како би се се из привредних друштава путем преузимања истерале неспособне управе и отворило тржиште корпоративне контроле. Такав систем

45 ЗОП, чл. 10, 19, 25, 36, 38–40.

46 ЗОП, чл. 18, 19, 21.

би могао бити адекватан и у земљама са доста развијенијим тржиштем капитала као што су земље ЕУ и САД. Међутим, имајући у виду бројне негативне последице преузимања за наше тржиште, као што су тенденција ка концентрацији и монополисању тржишта, намеће се закључак да овај метод нормирања није у складу са општим и дугорочним интересима привреде, који налажу примерену сигурност и стабилност у пословању.

Надаље, тежиште сваке операције преузимања акционарских друштава јесте однос између понудиоца и акционара циљног друштва. Правни односи који настају између ових субјеката морају бити посебно регулисани ради заштите најпре, мањинских акционара циљног друштва. Ипак, не треба испустити из вида економску садржину овог правног посла, то јест да су његови услови диктирани пре свега понудом и тражњом акција на одређеном тржишту капитала – тржишним законима. Стога, поступак преузимања мора бити конципиран тако да најпре узима у обзир права и обавезе, као и заштиту уговорних страна, а не права и обавезе странака према управним органима. Чини је да наш законодавац превише пажње покљонио односу странка – управа (Комисија за хартије од вредности) уместо односу између две уговорне стране. Управо се овај приступ нашег Закона сматра једном од основних мана српског режима преузимања, посматрајући га као *ујравни њосију-џак, умесџо као њословну ојерацију*.

Према Нацрту Закона из 2005. године (у даљем тексту: Нацрт), преузимање је било регулисано тако да се односи како на *ојворена џако* и на *зайворена акционарска друшџива*. Акционарско друштво као и друштво са ограниченом одговорношћу су друштва капитала, те им је могућ слободан пренос акција (удела).⁴⁷

Наше право не њознаје делимичну њонуду за њреузимање, јер захтева да свака понуда за преузимање буде потпуна. Чини се да је то круто решење које не одговара потребама пословања у преузимању. Упоредно право допушта да добровољна понуда за преузимање буде делимична, али обавезна понуда не сме бити таква. Према Нацрту, понуда за стицање акција циљног друштва је упућена свим акционарима циљног друштва и да се односи на све њихове акције, које нису понудиоцеве у часу њеног упућивања (општа и потпуна понуда), ако у њој није означено да се односи само на одређену класу акција или само на у понуди највећи означени број акција (делимична понуда). Дакле, Нацрт је познавао општу односно потпуну, и делимичну понуду.

47 У друштвима са ограниченом одговорношћу и затвореним акционарским друштвима је могућ слободан пренос удела, односно акција, ако је тако уређено интерним актима друштва (нпр. оснивачким актом).

Закон о преузимању препознаје *само акције са правом гласа као њредмет стипцања* у преузимању. Нацрт је имао шири предмет стипцања обухватајући и акције без права гласа ако су замењиве за акције са правом гласа, обвезнице са правом гласа, чији је издавалац циљно друштво, обвезнице замењивих за акција са правом гласа у циљном друштву и потврде о праву на упис акција циљног друштва (варанти), као и других хартија које дају или могу дати право гласа или право на стипцање хартије с правом гласа у циљном друштву, ако се право на стипцање тих хартија може да оствари у року од шест месеци од дана кад је Комисија доставила одлуку којом потврђује преузимаоцу исход преузимања. Ово је решење би било у складу са Законом о привредним друштвима, који познаје, поред обичних акција, друге хартије од вредности које, *de facto*, могу пружати гласачка права у скупштини акционара.⁴⁸

Српско право преузимања *не познаје преузимање њуштем стипцања соистипених акција* од самог циљног друштва, што му је мана. Закон о преузимању не познаје циљно друштво као понуђеног, иако га је познавао његов Нацрт. Тиме се олакшава преузимање акционарских друштава у Србији у односу на уобичајени европски режим, чиме се повлашћују преузимаоци као имаоци крупног капитала. Повлашћење се састоји у томе што стипцалац акција циљног друштва, који је обавезан да истакне понуду за преузимање, не мора да тражи куповину сопствених акција, него само акција у рукама акционара циљног друштва. То му појефтињује преузимање, јер може и мањим бројем купљених акција да овлада друштвом.

Закон о преузимању уређује *праове преузимања* у члану 6 а као што је објашњено у претходном одељку, у позитивноправним системима законодавац се може одредити за систем стипцања, систем намере или мешовити ситем приликом одређивања прагова. Српски законодавац се одредити за ситем стипцања. Приликом израде Нацрта, залагало се за мешовити систем који би можда био прихватљивији када се прописује више прагова. Наиме, у Нацрту закона јавну понуду за преузимање обавезно истиче лице које: 1) стекне обичне акције у циљном друштву, по основу једног или више уговора, које му, заједно са онима које већ поседује, дају најмање 25 одсто гласова у скупштини друштва, 2) већ поседује између 25 одсто и 50 одсто свих гласова у скупштини циљног друштва, кад год намерава да стекне у току 18 узастопних месеци нове акције, по основу којих повећава број гласова најмање за 3 одсто у скупштини друштва, и 3) стекне учешће од 50 одсто или више гласова у скупштини циљног друштва, заједно са акцијама које већ има. Као што је очигледно први и последњи праг је уређен системом стипцања а други

48 ЗОПД, чл. 210.

системом намере. Мешовити систем познаје и Кодекс о преузимању Велике Британије,⁴⁹ по чијем је узори рађен Нацрт. Српско законско решење је необично у још једном смислу. Наиме, прагови од 25 до 75 одсто, су претерано строги. По слову закона, лице које стекне макар једну акцију ће бити приморано да објави понуду за преузимање.

Sonja SREĆKOVIĆ
Graduated Lawyer

Nenad KOVAČEVIĆ
Graduated Lawyer

TAKEOVER LAW IN SERBIA – COMPARATIVE ANALYSIS AND CRITICAL OVERVIEW

Summary

In Serbia, we are still talking about the “beginnings” of Serbian takeover law. Namely, it has barely been ten years since the first cases of takeovers appeared in practice. The most important source of law on takeovers in Serbia is the Law on Takeovers from 2006. This is concurrently the first legal text that regulates this matter in its entirety. Whilst passing this Law it had been stated that its legal solutions are, to the greatest possible extent, harmonized with EU Directive on takeover bids. However, bearing in mind the legal solutions found in comparative law, practice and market opportunities in Serbia, unfortunately, we could not say that the current solutions in takeover law are without flaws or shortcomings. On the contrary, there are still unclear and ambiguous solutions that are not in accordance with the needs of either the Serbian economy or the current development of the capital market.

Key words: *takeover of companies, Law on takeover of companies, Draft Law on takeover from 2005, EU Directive on takeovers.*

49 Британски кодекс о преузимању из 1968. године (*The Takeover Code*), пар. F, чл. 9.