

**Александра ВИШЕКРУНА, мастер
истраживач приправник у Институту за упоредно право**

СТИЦАЊЕ И ПОНИШТАЈ СОПСТВЕНИХ АКЦИЈА – ИЗУЗЕТАК ОД ОБЈАВЉИВАЊА ОБАВЕЗНЕ ПОНУДЕ ЗА ПРЕУЗИМАЊЕ?

Резиме

Скораиње конџрадикџорне одлуке надзорној тиела у обласџи џирџишџа кайџџала, намеџинуле су џоџребу да се џродискуџује о неким џиџањима везаним за џримену џройиса из обласџи џреузимања у домену реорџанизације кайџџала. Фокус је усмерен на сиџуације када друшџиво сџиче или џонишџава соџсџивене акције. Пиџање је да ли се у џаквим случајевима џрменеџује џравило о обавезној џонуди за џреузимање или се може џримениџи изузеџак. У раду је указано на одлуке које је Комисија за харџије од вредносџи доносила у џоследњих неколико месеци и на џринџије којима се џом џриликом руководила. Скренуџа је џажња о којим околносџима се мора водити рачуна када се разматџра да ли сџицање или џонишџај соџсџивених акција моџу да се џреџирају као изузеџак од објављивања обавезне џонуде.

Кључне речи: *џраво џреузимања, обавезна џонуда за џреузимање, сџицање и џонишџај соџсџивених акција, изузеци од обавезе објављивања обавезне џонуде за џреузимање.*

I Уводна разматрања

Положај једног субјекта у привредном систему уређен је сплетом норми којима се постављају јасни оквири за његово деловање на тржиш-

ту. Стабилност и предвидљивост у правним односима између учесника тржишне утакмице опредељени су као циљеви успешне привреде и сваког правног поретка, па је стога од изузетног значаја да нема недоумица какве су последице радњи тих лица у правном промету.

Поступком преузимања остварује се сложен склоп утицаја на тржиште који се могу посматрати из више углова.¹ Међутим, могуће је и да предузимањем радњи у складу са нормама неке друге гране права наступе последице које покрећу питање примене права преузимања. Тако се недавно појавила дилема има ли места примени правила о преузимању у домену реорганизације капитала стицањем и поништајем сопствених акција које се спроводи у складу са компанијским законом.²

Норме нашег закона који уређује преузимање,³ регулишу само питање последица које у праву преузимања доноси повећања основног капитала, па у таквим ситуацијама постоји мање повода за недоумице.⁴ Много већи проблем се јавља у случају смањења капитала и стицања сопствених акција, јер закон о значају ових института за преузимање ћути и разрешавање спорних ситуација препушта надлежним органима у области тржишта капитала.

II Сопствене акције

1. Појам, предности и недостаци

Стицање сопствених акција означава трансакцију којом акционарско друштво својом вољом или ван своје воље долази у посед акција које је то друштво раније емитовало и продало.⁵ Ова дефиниција је у

- 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.“ Соња Срећковић, Ненад Ковачевић, „Право преузимања у Србији – компаративна анализа и критички осврт“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2011, стр. 278.
- 2 Реорганизација капитала је генерички појам који обухвата три ситуације: повећање основног капитала, смањење основног капитала и стицање сопствених акција. Више о сваком од ових института вид. Мирко Васиљевић, *Компанијско право: право привредних друштава*, 6. издање, Београд 2012, стр. 285–305. Изнета типологија одговара подели коју чини Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 36/2011 и 99/2011; даље у фуснотама: ЗПД). Тако ЗПД говори о повећању основног (чл. 295–313), затим о смањењу основног капитала (чл. 314–325) и о стицању (и каснијем евентуалном поништају сопствених акција) (чл. 281–292).
- 3 Закон о преузимању акционарских друштава (*Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009 и 99/2011; даље у фуснотама: ЗОП).
- 4 ЗОП, чл. 8 ст. 1 тач. 3.
- 5 Доступно на адреси: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2006-PO.pdf, 9.4.2014, стр. 51.

складу са опште прихваћеним правилом да друштво не може да стиче своје акције оригинерно (тј. да уписује своје акције приликом њиховог издавања или повећања капитала), већ једино постоји могућност да акције стиче од својих акционара након што су оне издате (тзв. деривативно стицање).⁶

Одлука о стицању сопствених акција спада у ред изузетно значајних метода вођења пословне политике друштва и по правилу се посматра са више аспеката – као инвестициона одлука, као одлука везана за исплату (алтернатива плаћању дивиденде), као одлука о структури капитала и као одлука о промени власничке структуре компаније.⁷

Разлози који опредељују друштво да се одлучи на овај потез могу бити различити: друштво жели да повећа ликвидност или цену својих акција, сматра да му је погодније да откупи акције од акционара него да им исплати дивиденду,⁸ жели да награди чланове управе или да расподели одређен проценат акција својим запосленима.⁹

Иако се не спори значај који овај метод вођења пословне политике има за привредног субјекта, постоје одређене резерве у вези са предузимањем овог вида реорганизације капитала. Питању недостатака стицања сопствених акција може се приступити са аспекта очувања капитала, корпоративног управљања и тржишне регулације.¹⁰ Практично, то значи да стицање сопствених акција представља опасност за необезбеђене повериоце јер се смањује имовина компаније расположива за исплату дугова. Смањује се и број доступних акционара који би потенцијално могли бити одговорни у случају пробијања правне личности. Стицање сопствених акција може да представља опасност и у области корпоративног управљања, јер управа може да искористи овај

6 Вук Радовић, *Мере одбране акционарској друштва од преузимања контроле*, Београд, 2008, стр. 326.

7 Theo Vermaelen, *Share repurchases*, Hanover, 2005, стр. 1.

8 Обично се истиче да су главне предности стицања сопствених акција у односу на исплату дивиденде: порески разлози (у великом броју земаља се плаћа нижи износ пореза), могућност за акционара да донесе одлуку да ли ће учествовати у откупу акција (за разлику од дивиденде где нема избора) и већи степен флексибилности. Peter Moles, Robert Parrino, David S. Kidwell, *Corporate Finance*, Chichester, 2011, стр. 674.

9 Неки аутори сматрају да се може издвојити шест потенцијалних разлога за коришћење института стицања сопствених акција: 1) регулаторна и пореска питања; 2) агенцијски трошкови слободних токова новца; 3) давање сигнала и потцењеност; 4) структура капитала; 5) одбрана од преузимања; 6) опције за запослене. Jim Hsieh and Qinghai Wang, „Stock Repurchases: Theory and Evidence“, у: Н. Kent Baker (editor), *Kolb Series in Finance: Dividends and Dividend Policy*, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1395943>, 8.4.2014, стр. 5–34.

10 Andreas Cahn, David C. Donald, *Comparative company law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, New York, 2010, стр. 242.

институт за јачање и очување свог положаја. Такође, постоји и могућност да управа спроведе стицање на основу повлашћених информација или га искористи да „надува“ цене акција друштва.¹¹

2. Сопствене акције у праву Србије

а) Услови за стицање

Узимајући у обзир све потенцијалне опасности које са собом може носити стицање сопствених акција, наше законодавство је поставило одређене услове како би оно било валидно. Ови услови се у суштини могу посматрати као ограничења која се намећу у циљу заштите свих носилаца интереса у компанији. Можемо их поделити у три основне групе: ограничења плаћања, процентуално лимитирање стицања сопствених акција и ограничена могућност управе да доноси ову одлуку.¹²

Услови који се морају испунити да би се спровела операција стицања сопствених акција су: 1) да је скупштина донела одлуку којом је дала одобрење за стицање сопствених акција (која важи најдуже две године); 2) да као резултат стицања нето имовина друштва неће бити мања од уплаћеног основног капитала увећаног за резерве које је друштво у обавези да одржава у складу са законом или статутом, ако такве резерве постоје, осим резерви које су статутом предвиђене за стицање сопствених акција; 3) да су акције које друштво стиче у целости уплаћене и, у случају јавног акционарског друштва, 4) да укупна номинална вредност, односно рачуноводствена вредност код акција без номиналне вредности тако стечених акција, укључујући и раније стечене сопствене акције, не прелази 10% основног капитала друштва.¹³

Постоји могућност да се сопствене акције стекну и без одлуке скупштине, а на основу одлуке одбора директора, односно надзорног одбора ако је управљање друштвом дводомно:¹⁴ 1) у случају јавног акционарског друштва, ако је то неопходно да би се спречила већа и непосредна штета по друштво или 2) ако се стичу ради расподеле запосленима у друштву или повезаном друштву, или за награђивање чланова управе, али највише до 3% било које класе акција у току пословне године, под условом да је таква могућност предвиђена статутом и да су издвојене резерве за ове намене.¹⁵

11 Andreas Cahn, David C. Donald, *нав. дело*, стр. 242-243.

12 В. Радовић, *нав. дело*, стр. 329.

13 ЗПД, чл. 282 ст. 2.

14 Ово се означава као оригинарно (изворно) овлашћење управе, насупрот тзв. деривативном овлашћењу, када управа по овлашћењу скупштине спроводи њену одлуку о стицању сопствених акција. Видети: В. Радовић, *нав. дело*, стр. 331.

15 ЗПД, чл. 282 ст. 4.

Постоје и одређене ситуације у којима се стицање сопствених акција може вршити слободно, без ограничења постављених законом. То су ситуације када друштво стиче сопствене акције: 1) као последицу остваривања права несагласних акционара; 2) као последицу искључења акционара; 3) бестеретно; 4) као последицу статусне промене; 5) по основу одлуке суда и 6) ради спровођења поступка смањења капитала друштва.¹⁶

б) Отуђење сопствених акција

Ако је друштво стекло сопствене акције супротно законским одредбама, у обавези је да их отуђи или поништи у року од годину дана од дана стицања. У случају да су акције стечене ради спречавања штете за друштво, њима се располаже у складу са прописима који уређују тржиште капитала, док ако се стичу ради расподеле запосленима или награђивања управе, друштво је у обавези да их расподели лицима утврђеним у одлуци о стицању у року од годину дана од дана стицања. Ако су стечене акције чија је номинална вредност, односно рачуноводствена вредност код акција без номиналне вредности већа од 10% основног капитала, настаје обавеза да се у року од три године од дана стицања отуђе тако да укупна вредност тако стечених сопствених акција друштва не буде већа од 10% основног капитала.

Ако друштво не расподели, односно не отуђи сопствене акције у роковима предвиђеним законом, одбор директора, односно надзорни одбор ако је управљање друштвом дводомно у обавези је да их, без посебне одлуке скупштине, одмах по истеку предвиђених рокова поништи и по том основу смањи основни капитал друштва.

в) Спашајус сопствених акција

Сопствене акције не дају право гласа, право на дивиденду или друга примања, нити могу бити основ за плаћања акционарима осим у случају смањења капитала.¹⁷

3. Сопствене акције и право преузимања

Питање стицања (и каснијег евентуалног поништаја) сопствених акција не тиче се само компанијског права и правила о очувању

16 ЗПД, чл. 284. Два основна система стицања сопствених акција су континентални, који познаје ограничења у стицању сопствених акција и англосаксонски који иста не поставља. Овим правилима се наше право сврстава у ред правних система са мешовитим приступом у стицању сопствених акција. За више видети: М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 300–301.

17 ЗПД, чл. 286.

интегритета капитала и заштите поверилаца. Наиме, операције са сопственим акцијама проширују своје дејство и у друге сфере права где могу имати значајне последице. Једна од таквих области је управо право преузимања.

Пре свега, још давно су у теорији и пракси препознате две ситуације у којима ова радња може да се појави као механизам одбране циљног друштва од нежељеног преузимања. Говоримо о класичном стицању сопствених акција које може имати одређене негативне ефекте на преузимање¹⁸ и његовој подврсти – принудној куповни сопствених акција (тзв. *greenmail*) која се због специфичних карактеристика развила у посебну меру.¹⁹

Остављајући по страни расправе колико је овакво поступање корисно или штетно, односно под којим условима се може спроводити, морамо указати на још једну последицу коју ова радња има у праву преузимања. Реч је о дилеми да ли за акционара настаје обавеза да објави понуду за преузимање у случају да дође до стицања или поништаја сопствених акција од стране привредног друштва чије акције он поседује. Наиме, ако компанија поништи акције, сваки преостали акционар ће имати нешто виши проценат акција, док ако стекне сопствене акције, сваки преостали акционар ће имати нешто виши проценат гласова, јер се право гласа акција које припада сопственим акцијама мора суспендовати.²⁰ Услед ових промена у капитал-учешћу и гласачким правима може се десити да акционар пређе прагове које законодавац поставља као граничне у погледу објављивања обавезне понуде за преузимање. Тада се рађа питање да ли у таквим околностима настаје обавеза објављивања понуде или има места примени изузетака.

Одговор на ово питање је значајан за акционара превасходно из једног разлога – у већини правних система није дозвољено да се учини делимична понуда, већ се захтева да понуда буде упућена под једнаким условима свим акционарима за све преостале акције које стицалац не поседује. Ова околност доводи потенцијалног преузимаоца у велике неприлике, јер ако постоји обавеза да објави понуду, он ће морати непланирано да ангажује значајна материјална средства да је спроведе, а да при томе до те обавезе долази не услед његове радње и воље, већ због активности „циљног“ друштва. Полази се од тога да ако неко лице пређе праг несвесно, или га пређе стицањем по сили закона или без намере

18 Више о овој мери видети: В. Радовић, *нав. дело*, стр. 326–333.

19 Више о овој мери видети: В. Радовић, *нав. дело*, стр. 392–401.

20 Petri Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law*, Vol. 3, 2010, стр. 339.

да овлада друштвом наметање обавезе истицања понуде за преузимање било претерано и економски неоправдано.²¹

III Одлуке Комисије за хартије од вредности

Питање утицаја стицања и поништаја сопствених акција на обавезу да се објави понуда за преузимање се до сада неколико пута поставило пред надлежним органима у области тржишта капитала. Како не постоји законска одредба која даје јасан одговор на постављено питање, Комисија за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија) је била принуђена да прибегне тумачењу прописа. Проблем је наступио када су у кратком временском периоду донете опречне одлуке које су ову тематику третирале на различите начине.

Питање се први пут поставило у октобру 2012. године када је акционар друштва које је поништило сопствене акције затражио мишљење да ли у том случају постоји обавеза објаве понуде за преузимање. Наиме, након поништаја сопствених акција и смањења капитала, број акција тог акционара је остао непромењен, али се проценат учешћа у власништву повећао. Акционар је сматрао да обавеза не постоји јер није стекао ни једну акцију издаваоца, нити је имао намеру стицања контролног пакета, већ је повећање његовог учешћа настало поништајем акција издаваоца у складу са компанијским законом. Комисија је заузела став да је акционар чије се капитал учешће у овом случају повећало у обавези да објави понуду за преузимање, правдајући га тиме да је поништај сопствених акција довео до повећаног учешћа у гласачким правима, односно до повећања контроле у циљном друштву.²² Овим резоним је исказан рестриктиван приступ према коме свако стицање контроле без обзира на основ води објављивању понуде за преузимање.

Иста проблематика је изнова разматрана у марту 2013. године.²³ Комисија се прво осврнула на потврдно становиште које је у истој ситуацији заузела у ранијем мишљењу, оправдавајући га потребом заштите мањинских акционара и спречавањем учесталих злоупотреба на тржишту до којих може довести ова радња. Ипак, Комисија се на крају определила за став да ће у случају поништаја сопствених акција стриктно тумачити закон „на начин да је понуда за преузимање обавезна само у случају непосредног или посредног стицања акција с правом гласа, у обиму предвиђеном Законом“.²⁴

21 Небојша Јовановић, „Преузимање акционарских друштава“, у: Мирко Васиљевић (уредник), *Акционарска друштва, берзе и акције*, Београд, 2006, стр. 297.

22 Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-580/2-12 од 22.10.2012.

23 Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-580/4-12 од 14.3.2013.

24 Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-580/4-12 од 14.3.2013.

У марту 2012. године Комисија је потврдно одговорила питање да ли је већински акционар у обавези да упути понуду за преузимање у случају да издавалац (потенцијално циљно друштво) стекне сопствене акције. Недуго потом уследиле су реакције учесника на тржишту које су Комисију приморале да преиспита свој став и донесе супротан закључак.²⁵ Упућени приговор се пре свега односио на то да се обавеза давања понуде за преузимање везује искључиво за стицање акција с правом гласа циљног друштва. Истакнуто је да стицањем сопствене акције престају да носе право гласа и да издавалац не може да врши гласачка права на скупштини акционара, те да „чињеница да су сопствене акције могле бити издате као обичне акције са правом гласа, ни у ком случају не може да утиче на њихов статус акција без права гласа“.²⁶

Како наше право још увек не нуди никакве јасне одговоре на наведене недоумице, потребно је у тражењу решења имати у виду основне принципе који се промовишу у праву преузимања, али истовремено и водити рачуна о потреби да се призна одређен круг изузетака како режим не би био превише строг за учеснике на тржишту. На тим принципима почива и Директива о понудама за преузимање коју наш закон имплементира у настојању да усагласи домаће законодавство са европским.²⁷

IV Директива о понудама за преузимање

Проблематика преузимања почела је да заокупља пажњу европске јавности још пре више деценија, али је Директива донета тек 2004. године после великих напора да се одговори на све примедбе држава чланица и органа Заједнице и да се изради текст који ће у довољној мери задовољити интересе свих страна.²⁸ У складу са својом природом овај акт не уређује детаљно питања везана за понуде за преузимање, већ поставља опште смернице које би државе требало да следе приликом доношења (или измене) прописа у овој области.

У преамбули Директиве могу се учити два принципа значајна за питања којима се бавимо – заштита мањинских акционара и потреба

25 Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-117/2-12 од 7.5.2012.

26 Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-117/2-12 од 7.5.2012.

27 Директива о понудама за преузимање из 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; даље у тексту: Директива), стр. 12–23.

28 За детаљну историју Директиве видети: Vanessa Edwards, „The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?“, *European Company and Financial Law Review*, No. 4/2004, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1035921>, 30.1.2014, стр. 418–431.

да се зарад флексибилности одобре одређени изузеци од објављивања обавезне понуде за преузимање.

1. Заштита мањинских акционара – обавезна понуда за преузимање

а) Оправдање примене инстџиуџа

Један од основних захтева који је постављен пред државе чланице је да предузму неопходне кораке за заштиту мањинских ималаца вредносних папира друштва кроз обавезивање лица које је стекло контролу над тим друштвом да учини понуду свим имаоцима хартија од вредности тог друштва за све хартије по правичној цени. Директива ову обавезу везује за стицање хартија од вредности које дају одређени проценат гласачких права у скупштини привредног друштва.²⁹

Примена правила о обавезној понуди за преузимање са аспекта заштите мањинских акционара може се оправдати из три угла. На првом месту је тзв. „излазно оправдање“ (*exit rationale*) које полази од тога да ниједан акционар не може да оствари контролу над компанијом и корист за себе, а да није претходно понудио мањинским акционарима прилику да изађу из компаније по правичној цени. Друго, пружа се заштита мањинским акционарима од понуђача који жели да преузме контролу над компанијом, а да при том не понуди свим акционарима контролну премију (*control premium rationale*). На крају, обавезна понуда омогућава да акционари слободно донесу одлуку о продаји, а не да се осећају обавезним да продају акције по нижој цени него што би то иначе учинили због претње да ће остати мањински акционари у циљном друштву без могућности излаза (*undistorted choice rationale*).³⁰

Иако европско законодавство експлицитно прокламује принцип заштите мањинских акционара у поступку преузимања, неки аутори сматрају да се њиме може нанети много више штете интересима ових лица и да је боље користити алтернативна правна или ванправна средства за постизање овог циља.³¹ Наглашава се и да су мањински акциона-

29 Директива, чл. 5, ст. 1.

30 Peter Böckli, Paul L. Davies, Eilis Ferran, Guido A. Ferrarini, José M. Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Alain Pietrancosta, Katharina Pistor, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W. Winter, Eddy Wymeersch, „Response to the European Commission’s Report on the Application of the Takeover Bids Directive“, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, No. 5/2014, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2362192>, 9.1.2014, стр. 2–3.

31 Simone M. Sepe, „Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient“, *Arizona Legal Studies*, Discussion Paper No. 10–29, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1086321>, 9.1.2014, стр. 47.

ри често професионални инвеститори који своје интересе могу заштити путем диверзификације свог портфолија у чему им правило о обавезној понуди само одмаже.³²

б) Контиролни праи(ови)

Обавеза објављивања понуде за преузимање настаје преласком одређених прагова за које се узима да ће стицаоцу дати контролу над привредним субјектом, тзв. владајуће учешће.³³ У погледу дефиниције контролног прага постоји висок степен флексибилности јер је ово питање остављено у надлежности држава чланица.³⁴ Из текста Директиве се може закључити да она говори само о преласку једног прага, али је у многим државама постављено по неколико граница које могу активирати обавезу објављивања понуде за преузимање.³⁵

Европски законодавац се, изгледа, определио за приступ у коме захтева од држава чланица да одреде контролни праг на нивоу који одражава проценат права гласа који је заиста неопходан да се стекне контрола над компанијом.³⁶ Не треба сметнути с ума чињеницу да за постојање контроле над друштвом није неопходно да постоји већинско учешће, већ да се и са мањим процентом капитал учешћа може остварити контролни утицај.³⁷

32 S. M. Sere, *нав. чланак*, стр. 49.

33 „Понуда за преузимање је понуда одређеног лица којом тражи стицање владајућег учешћа у циљном друштву било да је понуђени постојећи владалац, други акционари или само друштво.“ Н. Јовановић, „Преузимање акционарских друштава“, стр. 290.

34 У пракси највећи број држава чланица определио се за праг 30% или 33%. Видети: Marccus Partners and Centre for European Policy Studies, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, Brussels, 2012, доступно на адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 15.1.2014, стр. 126–131.

Овај приступ поједини аутори критикују, истичући да се тиме смањује ефекат хармонизације и да је „постојање различитих прагова у Унији је у нескладу са признатим циљем стварања једнаких услова за све“, V. Edwards, *нав. чланак*, стр. 434.

35 Овим се избегава да акционари покушају да повећају проценат капитал учешћа, а да не настане обавеза објављивања понуде за преузимање (тзв. *creep up*). Више о начину на који се ово може постићи видети: Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, стр. 126–127.

36 Овај приступ се означава као *working control* приступ и захтева од држава чланица да поставе праг на релативно ниском нивоу који потенцијално обухвата све трансфере контроле. Други могући приступ (*bright line*) даје државама слободу у одређивању контролног прага у складу са њиховим потребама. Овај приступ би подрио логику обавезне понуде, али нуди много виши степен флексибилности. Видети: S. M. Sere, *нав. чланак*, стр. 51.

37 То су ситуације када постоји велики број малих акционара тако да нико нема већинско учешће, а „статутарна техника управљања друштвом омогућава одлу-

Наше право се сврстава у ред законодавстава која познају више контролних прагова, тако да обавеза објављивања понуде настаје: 1) када лице стекне акције с правом гласа циљног друштва, тако да заједно са акцијама које је већ стекло, пређе праг од 25% акција с правом гласа циљног друштва (контролни праг); 2) када лице које је на основу понуде за преузимање стекло мање од 75% акција с правом гласа, даље стиче акције истог циљног друштва; или 3) када лице које је на основу понуде за преузимање стекло 75% или више акција с правом гласа након понуде за преузимање стекне најмање додатних 5% акција с правом гласа циљног друштва или у току 18 узастопних месеци стекне најмање 3% додатних акција с правом гласа истог циљног друштва.³⁸

2. Изузеци од објављивања обавезне понуде за преузимање

а) Основ и њранице

Настојећи да Директива коначно буде прихваћена, њени творци су морали да допусте државама чланицама да поједина питања саме уреде. Међу њима се налази и могућност одређивања круга изузетака од обавезе објављивања понуде за преузимање. Постојање изузетака је одраз потребе да се путем могућности лаког прилагођавања новим околностима постигне ефикасност законодавних решења у области преузимања.

Основ за увођење изузетака може се пронаћи у параграфу 6 уводног дела Директиве, као и у чл. 4, ст. 5 који пружа могућност надзорним телима држава чланица да уведу одређена одступања од правила утврђених националним правом под условом да се поштују основна начела предвиђена Директивом.³⁹

б) Класификација изузетака⁴⁰

Државе чланице су искористиле дата овлашћења тако да постоји велики број изузетака који се значајно разликују од државе до државе. Ова пракса је толико узела маха да се помало шаливо каже да

чивање са малим кворумом и простом већином гласова на заседању скупштине“.
Небојша Јовановић, „Мањкавости српског правног режима преузимања акционарских друштава“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2004, стр. 86.

38 ЗОП, чл. 6.

39 Основна начела су уређена у чл. 3 Директиве.

40 У европском праву изузеци се деле у две велике категорије – изузеци дискреционог карактера (где одобрење дају или акционари или надзорно тело) и прецизно дефинисани изузеци сврстани у неку од четири категорије: технички изузеци, заштита интереса понуђача или контролног акционара, заштита поверилаца и заштита других

је у случају Директиве „изузетак правило“.⁴¹ Ни наше право не заостаје за другим правним системима и познаје опсежну листу изузетака која није лимитативног карактера јер пружа могућност да се другим законским актима уведе још неко одступање.

V Место стицања сопствених акција међу изузетцима од обавезне понуде

Када је реч о трансакцијама у вези са сопственим акцијама, уобичајено је да се ови случајеви разврставају у групе изузетака који се односе на ситуације у којима долази до промене контроле без вољне радње или намере стицаоца.⁴² Можемо уочити да је неколико критеријума пресудно приликом процене да ли стицање и поништај сопствених акција имају статус изузетка од обавезе објављивања понуде за преузимање.

1. Основни критеријуми

a) Негосипајак активне радње на стирани акционара (пасиван ирелазак ираја)

Великим делом проблематика сопствених акција и права преузимања се прелама око чињенице да се контролни праг прелази услед радње „циљног“ друштва, а не његовог акционара. У овом случају потенцијални преузималац (акционар) је пасиван док је контрола коју добија нуспојава активног деловања неког другог лица. У смислу права преузимања треба узети да „реч „стицање“ имплицира добијање гласачких права кроз позитиван акт стицаоца у погледу прибављања контроле над гласачким правима.“⁴³ Следом овог тумачења, узима се да нема

stakeholder-а. Видети: Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, The Takeover Bids Directive Assessment Report, стр. 139–155. Радовић све изузетке класификује у пет категорија. Тако се издвајају изузеци с обзиром на циљ стицања контроле, начин стицања контроле, немогућност остваривања контроле, ненамерно стицање контроле и сагласност акционара. Видети: Вук Радовић, „Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније“, *Правни живот*, бр. 11/2004, стр. 111–115.

41 P. Böckli, P. L. Davies, E. Ferran, G. A. Ferrarini, J. M. Garrido Garcia, K. J. Hopt, A. Pietrancosta, K. Pistor, R. Skog, S. Soltysinski, J. W. Winter, E. Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 7. Ови аутори сматрају да се постојањем великог броја изузетака онемогућава да правило о обавезној понуди заштити мањинске акционаре.

42 Видети: Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, The Takeover Bids Directive Assessment Report, стр. 144; В. Радовић, *нав. чланак*, стр. 113–115.

43 Одлука индијског апелационог суда за вредноснице у Бомбају од 21.11.2011 (*Securities Appellate Tribunal Mumbai*), доступно на адреси: http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/attachdocs/1321875176614.pdf, 25.12.2013, стр. 6.

услова за обавезну понуду када се процентуални пораст у гласачким правима акционара није догодио због неког њиховог акта већ је био случајан.⁴⁴ И норме европског законодавства дају основ за оправдање овог тумачења. Према одредбама Директиве, обавеза да се учини јавна понуда ће бити активирана само када лице држи вредноснице које му дају одређен проценат права гласа у компанији „као резултат сопственог стицања или стицања лица која заједнички делују са њим“. Ово свакако није случај када се праг досегне као резултат стицања или поништаја сопствених акција.⁴⁵ Јасно је да је елемент стицања контроле или намере да се стекне контрола кључан у контексту обавезне понуде. Оно што је мање јасно је да ли за такво стицање контроле које ће захтевати да се учини понуда за акције компаније треба да се захтева да дође до стварног стицања акција.⁴⁶ Није сасвим јасно где се повлачи граница пасивности „преузимаоца“ – да ли је просто довољно да он није куповао акције друштва или је овај услов рестриктивније одређен.

б) Недојивљивост воље или намере на страни акционара

Основна полазна претпоставка у примени прописа о преузимању је да је „наметање дужности истицања понуде за преузимање оправдано само кад одређено лице вољно и уз накнаду стекне учешће у циљном друштву преко утврђеног прага, под условом да има намеру да њиме овлада“.⁴⁷ Дилема коју тада треба разрешити је у којим то ситуацијама можемо сматрати да нема намере или воље на страни акционара да стекне учешће које ће му омогућити контролни утицај.⁴⁸ Питање је када

44 Одлука индијског апелационог суда за вредноснице у Бомбају од 21.11.2011, стр. 6.

45 P. Mäntysaari, *нав. дело*, стр. 339.

46 P. Böckli, P. L. Davies, E. Ferran, G. A. Ferrarini, J. M. Garrido Garcia, K. J. Hopt, A. Pietrancosta, K. Pistor, R. Skog, S. Soltysinski, J. W. Winter, E. Wymeersch, *нав. чланак*, стр. 3.

47 Н. Јовановић, „Преузимање акционарских друштава“, стр. 297.

48 Право Румуније претпоставља да се стицање позиције која доводи до објављивања понуде за преузимање сматра ненамерним, ако је спроведено као резултат одређених операција у које, између осталог, спада и смањење капитала кроз откуп сопствених акција, праћено њиховим поништајем. Видети: румунски Закон о тржишту капитала из 2004. године (*Legea nr. 297/2004 privind piața de capital*), чл. 205. Са друге стране, право Кипра не претпоставља постојање невољне или ненамерне радње, већ захтева да стицалац када тражи примену изузетака, поднесе доказе да није намеравао или знао да прелази прагове који условљавају обавезу да се учини понуда. На надлежном надзорном телу је да процени да ли су ти услови за примену изузетка испуњени. Видети: кипрански Закон о преузимању из 2007. године (Νόμος 41(Ι)/2007 και 47(Ι)/2009 που проνοούν για τις Δημόσιες Прοτάσεις Εξαγοράς για την απόκτηση τίτλων εταιρίας και για συναφή θέματα), одељак 15(1).

(и да ли уопште) можемо сматрати да постоји ситуација у којој акционар није знао да друштво стиче сопствене акције, поготово ако је узео учешћа у раду скупштине друштва.⁴⁹ Ситуација је крајње јасна ако је акционар гласао за одлуку којом се одобрава стицање сопствених акција. Сходно томе, може се узети да нема воље на страни акционара ако је он приликом одлучивања о реорганизацији капитала гласао против предметне одлуке.⁵⁰

У суштини, оба критеријума су нераскидиво повезана и у одлучивању о судбини акционара „преузимаоца“ морају бити размотрена. Аустријска комисија за преузимање (нем. *Übernahmekommission*) је у случају Телеком Аустрија (ТКА) дала корисне смернице које треба узети у обзир приликом разматрања ове теме.⁵¹ Комисија је одлучила да у овом конкретном случају не може да се примени правило о „пасивном“ стицању акција, јер нису испуњени одговарајући услови који се захтевају за његову примену. Услови су да: (1) лице које је стекло контролни интерес није проузроковало догађај који је активирао обавезну понуду за преузимање предузимајући било какве радње непосредно пре понуде, а посебно стицањем акција, и да (2) у тренутку стицања акција акционар није очекивао стицање контролног интереса.⁵² Комисија је сматрала да генерално посматрано акционар увек мора да очекује стицање сопствених акција од стране друштва. Такође, значајни акционар је у овом случају гласао за одобрење програма стицања сопствених акција

49 Ситуација у којој акционар није знао да је друштво стекло сопствене акције догодила се у Великој Британији у новембру 2011. године. Тада је компанија *Invesco* купила акције компаније *Cherming Group* у исто време када је та компанија извршила откуп сопствених акција. То је довело до тога да удео *Invesco*-а порасте на 30.05% чиме је према енглеском праву настала обавеза да се објави обавезна понуда за преузимање. Како енглески *Takeover Panel* има могућност да одобри одступање од обавезе објављивања понуде за преузимање у случају грешке, дозвољено је компанији да буде изузета, а сама компанија је продала акције како би њено капитал учешће пало испод 30%.

50 Словеначки законодавац управо третира ову проблематику, предвиђајући да лице које је прешло праг за понуду неће морати да учини понуду ако је праг прешло као резултат смањења капитала компаније путем повлачења акција на основу одлуке скупштине у чијем усвајању није узео учешћа. Видети: словеначки Закон о преузимању из 2006. године (*Zakon o prevzemih*), чл. 22 ст. 2 тач. 1.

51 Аустријска комисија за преузимање разматрала је захтев компаније *ÖIAG* у погледу последица које би стицање сопствених акција могло имати на обавезу објављивања понуде за преузимање. Наиме, *ÖIAG* је у Телекому Аустрије (ТКА) био највећи појединачни акционар са капитал учешћем од 28,42%. У случају када би се одобрило стицање сопствених акција од стране ТКА, капитал учешће би прешло 30%, што би захтевало да се учини обавезна понуда за преузимање. Контролни акционар је захтевао да се примени изузетак везан за „пасивно стицање“ јер није куповао акције и у обавези је да учини јавну понуду због радњи друштва чији је акционар.

52 Аустријски Закон о преузимању из 1999. године (*Übernahmegesetz*), пар. 22б.

на скупштини, као и чланови надзорног одбора које је он предложио. Ово се квалификовало као радње предузете непосредно пре понуде.⁵³

VI Закључна разматрања

Питање стицања сопствених акција и значаја такве радње у домену преузимања није непознаница у овој области права. Међутим, ова тематика се углавном изучава са аспекта коришћења овог института као једног од средстава одбране од непријатељских преузимања. Овом питању се много мање приступало из једног другог угла који је такође врло значајан, јер он опредељује да ли ће уопште и бити потребе за применом прописа о преузимању. Реч је о ситуацијама када се трансакцијама у вези са сопственим акцијама пређе контролни праг за који се везује обавеза објављивања понуде за преузимање.

Узимајући у обзир све изнето можемо закључити да у тренутном режиму који важи у нашем праву стицање и(ли) поништај сопствених акција не могу да доведу до настанка обавезе објављивања понуде за преузимање. Ово стога што из текста закона произлази да се само ситуације у којима долази до стицања (што упућује на позитивну радњу) акција са правом гласа (што свакако нису сопствене акције), а које доводе до преласка одговарајућег контролног прага, изискују објављивање обавезне понуде за преузимање.

Како ће се убудуће приступити овом проблему, зависиће преважно од тога у ком правцу законодавац жели да се тржиште преузимања креће. Уколико је намера да се режим построжи, тј. да се прошири круг ситуација у којима настаје обавеза објављивања понуде за преузимање (што би довело до повећања броја преузимања) овом кругу ситуација се неће гарантовати статус изузетка. У одлучивању о кретању законодавне политике у овом правцу, не треба занемарити да преузимање има и негативне и позитивне ефекте и да је потребно наћи прави баланс у његовом регулисању.⁵⁴ Какво год решење се исходи на крају неопходно је да се на јасан начин одреде ове последице да би се смањиле евентуалне злоупотребе које владају увек када неко питање није на јасан и неспоран начин уређено.

53 Видети: Christian Herbst, „Treasury Shares – Austrian Takeover Law Aspects“, доступно на адреси: <http://documents.lexology.com/5ca47c38-5790-4b44-8128-dab7eaa2b8b8.pdf#page=1>, 25.12.2013, стр. 1–2.

54 Више о користима и штетама од преузимања видети: Н. Јовановић, „Мањкавости српског правног режима преузимања акционарских друштава“, стр. 86–87. Такође видети: Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, The Takeover Bids Directive Assessment Report, стр. 29.

Aleksandra VIŠEKRUNA, M.A.

Research Assistant, Institute of Comparative Law

SHARE BUYBACK AND CANCELLATION OF OWN SHARES – MANDATORY BID RULE EXCEPTION?

Summary

Recent contradictory decisions of supervisory authority in capital market, gave rise to discussion about certain issues related to application of takeover law in case of reorganization of share capital. The focus is placed upon share buyback and cancellation of own shares by company. The question is whether in these situations justification for mandatory bid rule application existed or an exception can be granted. This article points out recent decisions of national Securities Commission and guiding principles used by it in making these decisions. The attention was drawn to circumstances that have to be considered when assessing if share repurchase and cancellation of own shares represent an exception from mandatory bid rule.

Key words: *takeover law, mandatory bid rule, share buyback and cancellation of own shares, exceptions of mandatory bid rule.*