
СТРУЧНА МИШЉЕЊА

др Вук РАДОВИЋ, LL.M.
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

ДА ЛИ ЈЕ ДОЗВОЉЕНА УСЛОВНА ОБАВЕЗНА ЈАВНА ПОНУДА ЗА ПРЕУЗИМАЊЕ?

Према обавезности истицања, разликују се две врсте јавних понуда за куповину акција циљног друштва: необавезне (добровољне) и обавезне (принудне) јавне понуде. Реч је о основној подели јавних понуда за преузимање, којој закони због различитих правних последица посвећују највећу пажњу. Добровољна понуда је јавна понуда за куповину акција циљног друштва коју упућује лице које жели да изврши преузимање, иако то према закону није дужно да учини. Када год једно лице намерава да купи контролни пакет акција циљног друштва, оно то може учинити упућивањем добровољне јавне понуде за преузимање. Супротно необавезним понудама, обавезне јавне понуде су наметнуте законом. Лице које стекне контролу над одређеним друштвом је дужно да упути јавну понуду преосталим акционарима за куповину њихових акција по правичној цени. Национална законодавства прописују шта се сматра преузимањем контроле које иницира обавезу упућивања јавне понуде и колико износи правична цена која мора бити понуђена акционарима.

Према томе да ли стицање акција циљног друштва зависи од испуњења неког услова, разликују се условна и безусловна јавна понуда за преузимање. Када понудилац упути јавну понуду без постављања било каквог услова, реч је о безусловној понуди. Ова врста јавне понуде се претпоставља у свим случајевима када услов није изричито и јасно наведен. Условна јавна понуда је она понуда за преузимање којом понудилац стицање капитал-учешћа у циљном друштву чини зависним од

испуњења једног или више услова. Реч је о одложном услову, јер понудилац не може да купи ниједну акцију ако се означени услов не испуни до истека рока важења понуде.

Већина правила права преузимања су оптерећујућа за понудиоца (преузимаоца). Из овог угла посматрано, могућност условљавања понуде за преузимање налази свој смисао у заштити понудиоца. Међутим, и у том погледу постоји неколико ограничења, јер понудилац нема слободу да понуду ограничи било којим условом, већ само на начин и у оквирима прописаним законом. У српском праву су изричито прописана два основна ограничења.

1) За разлику од упоредног права, где се врста услова који се могу поставити не прописује, у Србији је прихваћено најуже схватање појма условне понуде за преузимање, јер је дозвољен само један услов – стицање означеног најмањег броја, односно процента акција с правом гласа циљног друштва као минимума (тзв. минимално капитал-учешће).¹ Чини се да је законодавац на овај начин непотребно ограничио понудиоца, јер постоје и други услови који су уобичајени и оправдани (на пример, сагласност скупштине акционарског друштва, сагласност државног органа за заштиту конкуренције, и сл.).

2) Забрањено је да понудилац и лица повезана са њим својим деловањем утичу на испуњење постављеног услова.² Као што се види, у српском праву ово ограничење има *ex post* карактер, јер лимитира активности понудиоца и са њим повезаних лица након упућивања понуде. У упоредном праву се прописује да понуда не сме да буде ограничена условима које могу испунити искључиво понудилац и повезана лица (*ex ante* карактер).³ Реч је о још једном пропусту нашег закона.

Поред ова два ограничења, у пракси се поставило питање могућности условљавања обавезне јавне понуде за преузимање. Дилема је следећа: да ли се подела на условне и безусловне понуде везује само за добровољне понуде за преузимање или за све јавне понуде за преузимање? У Србији је ово питање изузетно актуелно, јер Закон о преузимању акционарских друштава не садржи изричиту норму о томе. Отуда би се применом принципа да је дозвољено све што није забрањено могао извести закључак по коме је условљавање обавезне јавне понуде законом допуштено. Овакво тумачење би највише одговарало великим акционарима, на које се примењује обавеза објављивања јавне понуде за преузимање.

1 Закон о преузимању акционарских друштава (*Службени гласник РС*, бр. 46/2006; даље у фуснотама: Закон о преузимању), чл. 11(1).

2 Види: Закон о преузимању, чл. 11(2).

3 Види: немачки Закон о стицању вредносних папира и преузимању (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*; даље у фуснотама: WpÜG) из 2001. године, чл. 18(1).

Суочена са овим проблемом, Комисија за хартије од вредности је заузела супротан став, који је својим мишљењем потврдило и Министарство финансија.⁴ Према њему, „обавезна понуда за преузимање акција циљног друштва не може бити условна, јер давањем могућности понуђачу да сам одређује услове понуде на основу којих би могао да одустане од прихватања понуђених акција, негира њену правну обавезност“. Исти став је од раније изражен у српској теорији права преузимања.⁵

Мишљење Комисије за хартије од вредности и Министарства финансија треба похвалити, јер обавезне јавне понуде морају бити безусловне. Једини недостатак овог мишљења је недовољно убедљиво образложење, у коме је суштински наведен само један разлог за забрану условљавања обавезне понуде и то половичан. У даљем тексту биће наведена три основна аргумента који поткрепљују овај став.

1. *Заобилажење обавезе упућивања јавне понуде.* Први аргумент тиче се нелогичних последица до којих би довео супротан резон. Наиме, ако би се обавезна јавна понуда могла условити, то би имало за последицу заобилажење когентних правила које намеће овај институт. Акционар кога терети обавеза упућивања понуде за преузимање би тако могао да успех своје понуде услови стицањем одређеног високог процента акција са правом гласа циљног друштва (на пример, 98%). Био би то проценат за који преузималац очекује да не може бити достигнут, јер је мала вероватноћа да ће акционари у том обиму бити заинтересовани да прихвате понуду. Неиспуњење услова би узроковало настанак забране за преузимаоца да купи иједну акцију, што значи да се његово капитал-учешће не би променило. Тако би се десило да је преузималац испунио своју законску обавезу упућивања јавне понуде за преузимање, а да при том није био дужан да купи нове акције. Идеја института обавезне јавне понуде би на тај начин била обесмишљена.

2. *Подривање начела заштитне мањинских акционара.* Закон о преузимању акционарских друштава међу својим начелима прописује да „мањински акционари могу под истим условима као већински акционари да продају своје акције понуђачу“.⁶ Примена овог (непрецизно сročеног) начела најочитије долази до изражаја код института обавезне јавне понуде, јер оно даје право мањинским акционарима на излазак из друштва (немачко објашњење), односно оно омогућава мањинским ак-

4 Види: акт Министарства финансија Републике Србије, бр. 011-00-00200/2009-16 од 27.2.2009. године у вези са дописом Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-162/2-09 од 16.3.2009. године и 20.3.2009. године.

5 Види: Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009, стр. 504; Вук Радовић, „Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније“, *Правни животи*, бр. 11/2004, стр. 121.

6 Закон о преузимању, чл. 3(1)(2).

ционарима да учествују у правичној расподели премије од преузимања, уместо да на њу има право само већински акционар (британско објашњење).⁷ У сваком случају, неспорно је да би условљавање обавезне понуде за преузимање могло да онемогући мањинске акционаре да продају своје акције преузимаоцу. Како је циљ законског прописивања начела да помогне приликом тумачења спорних питања и попуњавања правних празнина, јасно да начело заштите мањинских акционара, онако како је формулисано у закону, недвосмислено говори у прилог забра-не условљавања обавезне јавне понуде.

3. *Упореднојравна рејулајива*. Директива о преузимању не уређује питање условљавања јавних понуда за преузимање, али обавезује државе чланице да поштујући прокламоване принципе (у контексту обавезне јавне понуде ту спада принцип заштите мањинских акционара) пропишу дозвољене услове.⁸ У континенталној Европи је правило да се законима искључује могућност условљавања обавезне јавне понуде. У неким земљама (на пример, у Немачкој) није дозвољено условљавање обавезне јавне понуде на било начин, док је у другим земљама (на пример, у Француској) забрањено само условљавање обавезне понуде стицањем минималног капитал-учешћа. *De lege lata* је за Србију прихватљиво француско решење, јер је код нас условљавање стицањем минималног капитал-учешћа једини дозвољени услов у јавној понуди за преузимање.

Велика Британија је ретка земља која не само дозвољава, већ и обавезује преузимаоца да купи акције акционара који су прихватили обавезну понуду само ако ће на тај начин стећи прописано капитал-учешће (више од 50% гласачких права).⁹ Циљ оваквог правила је да се отклони затвореникова дилема („стампедо ефекат“) у погледу преосталих акционара циљног друштва.¹⁰ Акционари могу бити под притиском да прихвате и обавезну јавну понуду коју не сматрају оптималном, ако страхују да ће велики проценат преосталих акционара прихватити понуду, јер би се у том случају нашли у незавидној позицији мањинских акционара. Британско правило очито има за циљ да додатно заштити мањинске акционаре. Овакав закључак посебно долази до изражаја у

7 Више види: Вук Радовић, *нав. чланак*, стр. 104–105.

8 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 (даље у фуснотама: Директива о преузимању), чл. 13(1)(е).

9 Види: енглески Кодекс Ситија о преузимањима и спајањима (*City Code on Takeovers and Mergers*, даље у фуснотама: ССТМ), правило 9.3(а).

10 Више о затворениковој дилеми у праву преузимања види: Вук Радовић, *Мере огбране акционарској друшћива од преузимања контроле*, Правни факултет Универзитета у Београду и Службени гласник, Београд, 2008, стр. 61–64.

захтеву по коме обавезна јавна понуда не сме бити условљена стицањем већег гласачког капитал-учешћа од 50%. У случају да преузималац заједно са повезаним лицима већ поседује 50% гласачког капитала у циљном друштву, обавезна јавна понуда мора бити безусловна.¹¹ Према је британско решење особено, оно није у супротности са континенталним правилима, јер се на тај начин степен заштите мањинских акционара у поступку преузимања подиже на још виши ниво.

Из свега наведеног се може закључити да би условљавање обавезне јавне понуде:

- обесмислило овај институт, јер би омогућило преузимаоцу да не купи додатне акције, већ да се задржи на постојећем капитал-учешћу;
- било противно начелу заштите мањинских акционара циљног друштва, као једног од руководећих начела права преузимања;
- било у супротности са ставовима израженим у теорији и решењима у упоредним законодавствима.

На основу изложених аргумената произлази да је став Комисије за хартије од вредности и Министарства финансија поводом овог питања не само оправдан, већ и нужан. Убудуће не би требало да буде спорно да се одредба Закона о преузимању акционарских друштава о условним понудама за преузимање односи искључиво на добровољне понуде.

11 Види: енглески ССТМ, прва забелешка уз правило 9.3.