

*VUK RADOVIĆ*

## **OBAVEZNA JAVNA PONUDA ZA KUPOVINU AKCIJA CILJNE KOMPANIJE**

### **UVOD**

U najvećem broju razvijenih evropskih zemalja, prema obaveznosti isticanja, razlikuju se dve vrste javnih ponuda za kupovinu akcija ciljne kompanije: neobavezne (dobrovoljne) i obavezne (prinudne) javne ponude. Obične (proste) ponude za kupovinu akcija i ponude za preuzimanje su dve varijante javnih neobaveznih ponuda. Obične ponude nisu usmerene ka sticanju kontrolnog kapitalučešća u ciljnoj kompaniji. Suprotno, potencijalni preuzimaoci koriste javne ponude za preuzimanje radi sticanja značajnog procenta emitovanih akcija, sa ciljem da ostvare kontrolu nad ciljnom kompanijom.

Za razliku od neobaveznih ponuda, prinudne ponude su nametnute zakonom. Lice koje stekne kontrolu nad određenim društvom dužno je da uputi javnu ponudu preostalim akcionarima za kupovinu njihovih akcija po pravičnoj ceni. Iz godine u godinu se uočava trend povećanja broja zemalja koje uvode obavezne ponude. Njihova ekspanzija se objašnjava potrebom veće zaštite manjinskih akcionara u slučaju promene kontrole. Uz poplavu hvalospeva obaveznim ponudama, razvile su se i brojne kritike, koje preispituju osnovne premise na kojima počiva ovaj institut.

---

Mr Vuk Radović, asistent Pravnog fakulteta u Beogradu.

## KORENI UNIFIKACIJE OBAVEZNE PONUDE U EVROPI

Obavezna javna ponuda za kupovinu svih preostalih akcija ciljne kompanije je opšteprihvaćen institut prava preuzimanja u Evropi. Posle uvodenja u Veliku Britaniju, obavezna ponuda je implementirana u zakonodavstva većine razvijenih evropskih zemalja.<sup>1</sup> (sa izuzetkom Holandije). Centralna odredba Direktive EU o preuzimanju<sup>2</sup> sadrži pravilo o obaveznoj ponudi, kojom se ponuditelac obavezuje da učini javnu ponudu svim preostalim akcionarima kada stekne kontrolu nad ciljnom kompanijom. I pored velike tenzije koja postoji između nemačkog i britanskog prava preuzimanja, u pogledu obavezne javne ponude vrlada potpuna harmonija. Britanci i Nemci dele identično rešenje, što je više odraz slučajnosti nego zastupanja zajedničke filozofije.

U Nemačkoj se ceo institut objašnjava pravom manjinskih akcionara na izlazak iz društva. Obavezna ponuda predstavlja način na koji preostali akcionari mogu »napustiti društvo u slučaju da se kontrolni paket akcija nađe u rukama određenog lica, uz veliku verovatnoću da će nezavisnost društva biti kompromitovana.«<sup>3</sup>

Britansko objašnjenje uvođenja obavezne ponude seže sve do vremena uvođenja Zbornika o preuzimanjima i spajanjima. Za Britance, ovo je pravilo o »pravičnoj raspodeli takeover premije na sve akcionare, a ne samo na nekolicinu odabranih. 'Mi smo opljačkani' bi bio uobičajeni vapaj britanskih investitora, ako se dozvoli dominantnom akcionaru da proda kontrolni blok akcija po ceni iznad tržišne, očigledno zbog verovanja da kontrolna premija pripada svim akcionarima.«<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Vidi: engleski The City Code on Takeovers and Mergers (od sada CCTM) iz 1968. godine, pravilo 9; nemački Zakon o sticanju vrednosnih papira i preuzimanju (nem. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, od sada WpÜG) iz 2001. godine, glava 5 (čl. 35–39); italijanski Legislative Decree 58 iz 1998. godine (od sada Decree 58), glava II, deo II; švajcarski Loi Federale sur les Bourses et le Commerce des valeurs mobilières (od sada LBVM), čl. 32; francuski Reglement General du Conseil des Marchés Financiers (od sada CMF), glava V; austrijski Savezni zakon o ponudama za preuzimanje (nem. Übernahmegesetz, od sada ÜbG) iz 1999. godine, glava III; hrvatski Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine (dopunjeno 2001. godine, od sada ZPPDD), čl. 4–7. Van Europe vidi: Hong Kong Code on Take-overs and Mergers iz 1975. godine, pravila 33–34; singapski Code on Take-overs and Mergers iz 1973. godine (dopunjeno 1979. godine), pravilo 33.

<sup>2</sup> Evropski parlament je 16. decembra 2003. godine usvojio predlog Direktive o preuzimanju sa nekoliko bitnih izmena (321 glas za i 219 glasova protiv). Savet ministara je dao konačno odobrenje 30. marta 2004. godine, a Direktiva je stupila na snagu 20. maja 2004. godine. Krajnji rok za države članice da implementiraju njena rešenja je 20. maj 2006. godine.

<sup>3</sup> Jasper Lau Hansen, »When less would be More: The EU Takeover Directive in its Latest Apparition«, Columbia Journal of European Law, br. 9 iz 1999. godine, str. 290.

<sup>4</sup> Id.

I pored suprotnih koncepcijskih razlika između ova dva sistema, ishodište je isto: obaveza kontrolnog akcionara da proširi svoju ponudu na sve akcionare.

## OBAVEZA OBJAVLJIVANJA JAVNE PONUDE

Javne ponude su u načelu neobavezne, ali u određenim zakonom propisanim slučajevima postoji obaveza njihovog isticanja.<sup>5</sup> U evropskom pravu ovaj institut se uobičajeno vezuje za dva slučaja.

– Prvo, kada potencijalni preuzimalac, direktno ili indirektno, pribavi akcije koje, zajedno sa onima koje već poseduje, ili zajedno sa licima koja ih imaju ili stišu u dogовору са njim (tzv. zajednički nastup), obezbeđuju određeni procenat kapital-učešća u ciljnoj kompaniji ili određeni procenat glasačkih prava u skupštini akcionarskog društva.<sup>6</sup>

– Drugo, kada akcionar, koji poseduje određeno kapital-učešće ili određen procenat glasačkih prava u ciljnoj kompaniji (30–50%), stekne sam ili u sadejstvu sa drugim licima, u narednom vremenskom periodu (uobičajeno 12 meseci) dodatni procenat akcijskog kapitala ili glasačkih prava (2–3%).<sup>7</sup>

Usvajanjem Direktive EU o preuzimanju, pravila o obaveznoj javnoj ponudi su postala evropsko pravo. Član 5(1) glasi:

---

<sup>5</sup> Nebojša Jovanović, »Preuzimanje kontrole u akcionarskim društvima«, Pravni život br. 9–10 iz 1994. godine, Beograd, str. 1110.

<sup>6</sup> U Engleskoj i Nemačkoj taj procenat iznosi 30% glasačkih prava, u Portugalu 20%, u Singapuru 25%, u Švajcarskoj 33%, u Hong Kongu 35%, u Italiji 30% kapital-učešća, u Francuskoj 1/3 kapital-učešća ili glasačkih prava, u Hrvatskoj kada pređe 25% od ukupnog broja glasova u glavnoj skupštini, dok se u Španiji ova obaveza vezuje za preuzimaoca koji namerava da kupi 50% akcijskog kapitala ciljne kompanije. U Austriji, zakon predviđa institut obavezne ponude, ali ne određuje nikakvu procentualnu graničnu vrednost, već je ponudilac dužan da učini obaveznu javnu ponudu kada dostigne učešće koje omogućava dominantan uticaj na ciljnu kompaniju. Podzakonskim aktom je ustanovaljena prepostavka da lice ima kontrolu nad društvom ako poseduje 20% glasačkih prava.

<sup>7</sup> U Engleskoj, lice koje je imalac ne manje od 30%, ali i ne više od 50% glasačkih prava u skupštini akcionara, stekne u bilo kom periodu od 12 meseci dodatne akcije, povećavajući time svoja glasačka prava za više od 1%, mora da učini javnu ponudu za kupovinu svih ostalih akcija ciljne kompanije. Vidi: engleski CCTM, pravilo 9.1(b). U Italiji, ako lice koje je imalac 30% akcijskog kapitala, a koje ne poseduje većinu glasačkih prava u ciljnoj kompaniji, u periodu od godinu dana stekne više od 3% akcijskog kapitala, obavezno je da učini javnu ponudu. U Francuskoj, obavezna javna ponuda se vezuje za lice koje kao imalac između 33,33% i 50% akcijskog kapitala ili glasačkih prava u ciljnoj kompaniji stekne dodatnih 2% kapital-učešća ili glasačkih prava u periodu kraćem od bilo kojih uzastopnih 12 meseci.

»Kada fizičko ili pravno lice koje, kao rezultat sopstvenog sticanja ili sticanja od strane lica sa kojima zajednički deluje, poseduje vrednosne papire ciljne kompanije koji, kada se saberu sa prethodnim kapital-učešćem preuzimaoca ili lica koja deluju zajednički sa njim, direktno ili indirektno, obezbeđuje određeni procenat glasačkih prava, na osnovu kojih stiče pravo kontrole nad datom kompanijom, zemlje članice će primorati to lice da učini javnu ponudu, kao način zaštite manjinskih akcionara ciljne kompanije. Ova ponuda će biti upućena svim imaćocima vrednosnih papira za sve vrednosne papire u njihovom vlasništvu...«

Direktiva ne uređuje precizno sve aspekte obavezne javne ponude, već ostavlja državama mogućnost da u skladu sa sopstvenim interesima pravno normiraju ovaj institut. Ovo je u saglasnosti sa osnovnom koncepcijom Direktive, po kojoj ona uređuje samo minimalna pravila o preuzimanju, a države članice imaju slobodu da u datim okvirima i poštujući proklamovane principe urede ovu materiju. Osnovne karakteristike obavezne javne ponude na osnovu člana 5(1) Direktive su:

a) Za razliku od uobičajenih rešenja većine evropskih prava, Direktiva predviđa samo jedan slučaj kada preuzimalac ima obavezu objavljivanja javne ponude. Ta okolnost nije prepreka za države da zadrže i drugi slučaj koji uzrokuje javnu ponudu, jer je proširivanje kruga primene obavezne javne ponude u saglasju sa opšte-proklamovanim načelom posebne zaštite manjinskih akcionara, koji nisu prihvatali ponudu preuzimaoca.<sup>8</sup>

b) Osnovni kriterijum za nastajanje obaveze objavljivanja javne ponude je posedovanje određenog procenta glasačkih prava, koji obezbeđuje kontrolu nad ciljnim društvom. Na taj način, kapital-učešće bez glasačkih prava ne stvara obavezu objavljivanja javne ponude (kakvo rešenje prihvataju Španija i Italija, a alternativno i Francuska).<sup>9</sup>

c) Način sticanja kontrole nad ciljnom kompanijom je beznačajan. Posedovanje glasačkih prava je jedini relevantan kriterijum, bez obzira da li je pravno ili fizičko lice steklo kapital-učešće u postupku preuzimanja ili na drugi način.

d) Direktiva ne određuje tačan procenat glasačkih prava neophodnih za sticanje kontrole nad ciljnom kompanijom. Odgovor na ovo pitanje se prepusta državama članicama.<sup>10</sup> Kontrolni procenat zavisi, pre svega, od vlasničke strukture privrednih društava i procenta akcionarskog prisustva na skupštinskim zasjedanjima. Disperzovano akcionarstvo nalaže usvajanje nižeg kontrolnog procenta

---

<sup>8</sup> Vidi: Direktiva EU o preuzimanju, čl. 3(1)(a).

<sup>9</sup> Pomenute zemlje bi mogle da zadrže svoja *de lege lata* rešenja, ali uz obavezu da uvedu i pravilo predviđeno Direktivom.

<sup>10</sup> Rolf Skog, »The Takeover Directive – an endless Saga?«, str. 307 i Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(3).

(npr. u anglosaksonskim zemljama), dok akcionarstvo koncentrisano u rukama manjeg broja akcionara diže procenat koji uzrokuje obaveznu ponudu (npr. u kontinentalnim evropskim zemljama). Značajno prisustvo akcionara na skupštini dovodi do povećavanja procenta vlasništva neophodnog za efektivnu kontrolu.<sup>11</sup>

c) Prema ranijim predlozima Direktive, postojala je mogućnost za države članice da izostave obaveznu ponudu iz prava preuzimanja, pod uslovom da su uvele ili da će uvesti pravne institute koji u jednakoj meri štite manjinske akcionare ciljne kompanije. Usvojena Direktiva eliminiše ovu opciju. »Prema tome, sve države članice moraju da garantuju zaštitu manjinskih akcionara uvođenjem pravila o obaveznoj ponudi.«<sup>12</sup> *De lege lata*, kao dodatak zaštiti koju obezbeđuje obavezna ponuda, »države članice mogu uvesti druge instrumente sa ciljem zaštite interesa imalaca vrednosnih papira, sve dok se njima ne ometa normalno odvijanje postupka po ponudi za preuzimanje.«<sup>13</sup>

f) Ranije verzije Direktive su predviđale obavezu da se prinudna ponuda uputi samo značajnom delu akcija manjinskih akcionara. Prema važećem rešenju Direktive, obavezna ponuda je proširena na 100% preostalih akcija.

g) Direktiva uvodi pojam zajedničkog delovanja više lica, bez dodatnih pojašnjenja. Na državama članicama je da ga definišu, kao i da odgovore na pitanje ko je u tom slučaju obavezan da objavi javnu ponudu.

h) Direktiva nije predvidela sankcije za slučaj da lice koje stekne kontrolu ne uputi javnu ponudu za kupovinu preostalih akcija.

Za razliku od Direktive EU o preuzimanju i nacionalnih zakonodavnih rešenja većine evropskih zemalja, u pravu SAD nikada ne postoji obaveza upućivanja javne ponude ostalim akcionarima za kupovinu njihovih akcija.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Npr. u Švedskoj u 1992. godini podaci pokazuju da je prosečno 78% glasačkih prava bilo prisutno na godišnjoj skupštini akcionara. To znači da je čak 39% glasačkih prava bilo neophodno za efektivnu kontrolu nad društvom. Vidi: Rolf Skog, »Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule – A Critical Analysis«, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997, str. 47, internet adresa: [www.suerf.com/download/studies/study2.pdf](http://www.suerf.com/download/studies/study2.pdf) (od 15. 8. 2004. godine).

<sup>12</sup> Christin M. Forstinger, »Takeover Law in the EU and the USA – a Comparative Analysis«, Kluwer, Hag, 2002, str. 105.

<sup>13</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(7).

<sup>14</sup> Nekoliko američkih država je poslednjih godina uvelo obavezne ponude. Razlozi su potpuno drugačiji od evropskih. Ekstenzivna takeover aktivnost u SAD sredinom 80-tih godina je kreirala pritisak na zakonodavce da uvedu prepreke neprijateljskim preuzimanjima, menjanjem i dopunama postojećih kompanijskih zakona. Kao rezultat, veliki broj zemalja je izglasao anti-takeover zakone, u cilju zaštite kompanija od pokušaja nepoželjnih preuzimanja. U dve države, Pensilvaniju i Meini, ovi zakoni su sadržali i obavezne ponude.

## MOŽE LI INDIREKTNO STICANJE KAPITAL-UČEŠĆA DA UZROKUJE OBAVEZNU PONUDU?

Indirektno sticanje kontrole može dovesti do tzv. lančane obavezne javne ponude (eng. compulsory chain principle offer, ital. offerta a cascata). Kada sticanjem kontrole nad ciljnom kompanijom A preuzimalac i lica koja sa njim zajednički nastupaju steknu i kontrolu i nad društvom B, zbog kontrolnog paketa akcija koje društvo A poseduje u društvu B, kažemo da je kontrola stečena na indirektan način.<sup>15</sup> U tom slučaju, preuzimalac je obavezan da uputi javnu ponudu svim preostalim akcionarima društva B. To je i razlog zbog koga postojanje društva čerke ima odvraćajući efekat na potencijalna preuzimanja društva majke.

Postoje dva metoda za utvrđivanje indirektne kontrole. Prvi metod ustanavljava procenat akcionarskog kapitala ili glasačkih prava koje preuzimalac ima u kompaniji B, a imajući u vidu njegovo kapital-učešće u kompaniji A (nemački pristup).<sup>16</sup> Primera radi, ako preuzimalac poseduje 50% akcionarskog kapitala kompanije A, a ista poseduje 40% akcionarskog kapitala kompanije B, onda preuzimalac nema indirektnu kontrolu, jer posredno kontroliše svega 20% kapitala kompanije B ( $50\% \times 40\% / 100 = 20\%$ ). Drugi metod smatra da preuzimalac indirektno kontroliše kompaniju B, ako kompanija nad kojom on ostvaruje direktnu kontrolu ima kontrolni paket akcija u kompaniji B (engleski pristup). Direktiva EU o preuzimanju ne pokušava da definiše metod za izračunavanje kontrolnog kapital-učešća.<sup>17</sup> I ovo pitanje je u ingerenciji država članica.

Kod indirektnog sticanja moraju da se ispune svi uslovi koji se primenjuju u vezi sa direktnim sticanjem (npr. posedovanje kontrolnog kapital-učešća). Zakkoni uobičajeno predviđaju i dodatne uslove, čime indirektna kontrola nad ciljnom kompanijom ne dovodi *per se* do obaveze objavljivanja javne ponude.<sup>18</sup> Tako se sužava krug slučajeva u kojima indirektna kontrola uzrokuje obaveznu ponudu. Dodatni alternativni uslovi za indirektno sticanje su definisani na sledeći način:

1) Preuzimalac indirektno poseduje kontrolno kapital-učešće u društvu B, a udeo u društvu B predstavlja značajan deo imovine društva A. Ovo je kompliko-

<sup>15</sup> Po našem Zakonu o preduzećima (objavljen je u »Službenom listu SRJ«, br. 29/96 (od sada ZOP)) posredno učešće kapitala koje pripada matičnom društvu obuhvata akcije ili udele koji pripadaju preduzeću koje zavisi od njega ili koje pripadaju drugom licu za račun matičnog preduzeća ili za račun preduzeća koje zavisi od njega (čl. 406(6)).

<sup>16</sup> Gabriele Apfelbacher, Stephen Barthelmess, Thomas Buhl i Christof von Dryander, »German Takeover Law – A Commentary«, Verlag C.H. Beck oHG, Minhren, 2002, str. 331.

<sup>17</sup> Izveštaj Komisije EU uz komentar članova predloga Direktive od 2. 10. 2002. godine.

<sup>18</sup> Špansko pravo predstavlja izuzetak u ovom pogledu.

van koncept, koji ne zavisi samo od vrednosti akcionarskog kapitala i procentualnog učešća u društvu B, već se od slučaja do slučaja utvrđuje u kojoj meri taj kapital predstavlja esencijalni deo imovine društva A.<sup>19</sup> Zbog nesigurnosti koju ovaj uslov stvara, mnogi zakoni su uveli određene pretpostavke koje se lako utvrđuju, a nedvosmisleno pokazuju da je udeo u društvu B predominantan deo imovine društva A.<sup>20</sup>

2) Ako je jedan od glavnih ciljeva sticanja kontrole nad prvom kompanijom ostvarivanje kontrole nad drugom kompanijom.<sup>21</sup>

Ispunjenošć navedenih uslova utvrđuje nadležni državni organ, koji će prilikom donošenja odluke uključiti u razmatranje i sve ostale relevantne okolnosti.

## ZAJEDNIČKO DELOVANJE

a. *Aкционarska sticanja kontrole.* – U cilju izbegavanja obaveze objavljivanja javne ponude, »preuzimalac često obrazuje grupu za sticanje sa drugim licima, tako da svaki član grupe stiče malo učešće, ispod propisanog graničnog učešća, ali tako da ona u ukupnom zbiru prevazilaze granično učešće, omogućavajući preuzimaocu tajnu vladavinu društvom. Zbog toga uporedno pravo uspostavlja fikciju da se svi članovi grupe za sticanje smatraju jednim licem...«<sup>22</sup> Zajedničko delovanje zahteva postojanje prethodne saradnje između više lica, a njen osnov može biti bilo kakav formalan ili neformalan sporazum. Od akcionara koji kupi akcije bez znanja drugih akcionara, a kasnije kroz uzajamnu među-akcionarsku saradnju ostvari kontrolu nad ciljnom kompanijom, ne treba zahtevati

---

<sup>19</sup> UCLA Law First Annual Institute on Corporate, Securities, and Related Aspects of Mergers and Acquisitions, Vol. 1, Los Angeles, 2004, str. 71.

<sup>20</sup> U Nemačkoj, Komisija za hartije od vrednosti može izuzeti kompaniju od obaveze objavljivanja javne ponude zbog indirektnog sticanja kontrole, ako je knjigovodstvena vrednost učešća u kompaniji B niža od 20% ukupne knjigovodstvene vrednosti imovine kompanije A. Vidi: nemacki Pravilnik o sadržaju ponude, protivnaknadi u slučaju ponude za preuzimanje i obaveze javne ponude, kao i izuzeci od obaveze publikacije i objavljivanja javne ponude (od sada Pravilnik...) iz 2001. godine, čl. 9(2)(3). U Italiji, predominantnost se pretpostavlja kada se ispuni jedan od sledećih uslova: (a) knjigovodstvena vrednost akcijskog kapitala je veća od trećine neto imovine i prelazi vrednost svake druge pojedinačne stavke u bilansu stanja kompanije A; ili (b) vrednost akcijskog kapitala je viša od trećine kupovne cene plaćene za akcije kompanije A i predstavlja glavnu komponentu te cene.

<sup>21</sup> Graham Stedman, »*Takeovers*«, Longman, London, 1993, str. 193.

<sup>22</sup> Nebojša Jovanović, »*Manjkavosti srpskog pravnog režima preuzimanja akcionarskih društava*«, planirano objavljanje u časopisu Pravo i privreda, br. 9–12/2004.

upućivanje obavezne ponude, jer su akcionari počeli zajednički da deluju tek posle sticanja kontrole.<sup>23</sup>

Pretpostavlja se da sledeća lica zajednički deluju, bez obzira da li između njih postoji sporazum: kada jedno lice direktno ili indirektno kontroliše drugo lice;<sup>24</sup> ako se lica nalaze pod kontrolom trećeg lica; ako jedno lice nastupa za račun drugog lica; kada se fizička lica nalaze u krvnom srodstvu u prvoj liniji bez obzira na stepen, u pobočnoj liniji, kao i u tazbinskom srodstvu do određenog stepena. Navedene pretpostavke su oborive.

b. *Aкционарско zajedničko glasanje.* Saradnja između akcionara, koja potencijalno dovodi do obaveze objavljivanja javne ponude, ne obuhvata sporazume akcionara na skupštinskom zasedanju o zajedničkom glasanju o određenom pitanju.<sup>25</sup>

c. *Prenosi između članova grupe.* Pravilo je da se članovi grupe koji zajednički deluju posmatraju kao jedan entitet, te prenosi akcija između njih ne iniciraju obavezu objavljivanja javne ponude. Postoje slučajevi kada kupovina akcijskog kapitala jednog člana grupe od drugog rezultira obavezom upućivanja javne ponude (npr. kada jedno lice kupi akcije, kojima premašuje trećinu kapital-učešća ciljne kompanije). U Engleskoj, nadležna komisija, prilikom odlučivanja da li ova lica da oslobodi obaveze, naročito obraća pažnju na sledeće faktore: (1) da li se promenio lider grupe ili najveći individualni akcionar; (2) da li se u značajnoj meri izmenio relativan odnos između kapital-učešća članova grupe; (3) plaćena cena; i (4) odnos između članova grupe, kao i dužina zajedničkog delovanja.<sup>26</sup>

d. *Ko je dužan da objavi javnu ponudu?* Primarna odgovornost za upućivanje ponude se vezuje za lice koje stekne odgovorajuće kapital-učešće, dok za lica koja zajednički deluju važe drugačija pravila. Doslovnom interpretacijom zakonskih odredaba proizilazi da je svaki član grupe, obavezan da učini javnu ponudu na način i pod uslovima određenim zakonom. Smatra se da je udovoljeno obavezi objavljivanja ponude ako istu objavi bilo koje od lica koja zajednički deluju.<sup>27</sup> Očigledno je da ovako široka interpretacija ne bi odgovarala ciljevima ovog instituta. Multiplicirane ponude bi izazvale konfuziju među manjinskim akcionari-

---

<sup>23</sup> Graham Stedman, *nav. delo*, str. 191.

<sup>24</sup> U hrvatskom pravu, smatra se da fizičko ili pravno lice kontroliše pravno lice ako ima: (a) direktno ili indirektno 25% udela u osnovnom kapitalu pravnog lica; (b) direktno ili indirektno 25% glasačkih prava u skupštini pravog lica; (c) pravo upravljanja poslovnom i finansijskom politikom pravnog lica na osnovu ovlašćenja iz statuta ili sporazuma; i (d) direktno ili indirektno ima provlađujući uticaj na vođenje poslova i donošenje odluka. Vidi: hrvatski ZPPDD, čl. 8(3).

<sup>25</sup> Engleski CCTM, Pravilo 9.1 (note 2).

<sup>26</sup> Graham Stedman, *nav. delo*, str. 192.

<sup>27</sup> Hrvatski ZPPDD, čl. 8(8).

ma.<sup>28</sup> U Engleskoj se obaveza objavljivanja javne ponude u slučaju zajedničkog zastupanja vezuje za glavnog člana grupe, a samo izuzetno za ostale članove.<sup>29</sup>

## IZUZECI OD OBAVEZE OBJAVLJIVANJA JAVNE PONUDE

Slučajevi kada se od preuzimaoca zahteva obavezno objavljivanje javne ponude su široko postavljeni, i u praksi mogu dovesti do nepravičnih rezultata. Izuzeci se predviđaju u svim onim situacijama kada je to opravdano, imajući u vidu način sticanja kontrole, stvarnu namenu koja je motivisala sticanje kontrole, činjenicu da su glasačka prava pala ispod graničnog procenta posle zadobijanja kontrole, akcionarsku strukturu ciljne kompanije, kao i realnu mogućnost korišćenja kontrole, uzimajući u obzir interes preuzimaoca i akcionara ciljne kompanije.<sup>30</sup> Svi izuzeci se prema sličnosti mogu grupisati u nekoliko kategorija.

### *Cilj sticanja kontrole*

a) *Reorganizacija ekonomski osiromašenog privrednog društva.* Ako se privredno društvo nalazi u ozbiljnim finansijskim teškoćama, koje mogu biti prevaziđene jedino hitnim postupkom reorganizacije, koji uključuje kupovinu kontrolnog paketa akcija od strane »spasioca«, opravdano je to lice oslobođiti obaveze objavljivanja javne ponude.<sup>31</sup> Isto pravilo važi i ako preuzimalac stekne akcije izdavaoca kao stečajnog dužnika u stečajnom postupku.<sup>32</sup> Suprotno pravilo bi destimulativno delovalo na investitore da ulažu u kompanije sa ekonomskim problemima. Dozvola investitoru da stiče kontrolu bez obaveze objavljivanja javne ponude je u najboljem interesu društva, akcionara, zaposlenih i poverilaca.<sup>33</sup> Nadležni organ će »posebnu pažnju obratiti na mišljenja članova uprave i stručnih savetnika ciljne kompanije. Ovaj izuzetak se neće primenjivati ako okol-

---

<sup>28</sup> U Nemačkoj se pravi razlika zavisno od toga da li su društva povezana (npr. društvo majka i društvo čerka), kada se zahteva da svi učine javnu ponudu. Za nepovezana društva, koja zajednički deluju, postoji mogućnost da od nadležnog organa traže dozvolu da samo jedan član objavi javnu ponudu. Sva ostala lica su solidarno odgovorna za plaćanje kupovne cene navedene u obaveznoj ponudi. Vidi: Gabriele Apfelbacher i dr., *nav. delo*, str. 321.

<sup>29</sup> Engleski CCTM, Pravilo 9.2.

<sup>30</sup> Nemački WpÜG, čl. 37(1).

<sup>31</sup> Nemački Pravilnik..., čl. 9(1)(3) i austrijski ÜbG, čl. 24.

<sup>32</sup> Hrvatski ZPPDD, čl. 7(1)(4).

<sup>33</sup> Gabriele Apfelbacher i dr., *nav. delo*, str. 330.

nosti ukazuju da većinski akcionar ima potrebu za spasavanjem, a ne sama kompanija. Pravni položaj tog akcionara ima mali značaj za ostale akcionare, te se od sticaoca koji kupi akcije od većinskog akcionara očekuje da proširi ponudu i na sve ostale akcionare ciljne kompanije.<sup>34</sup> Direktiva ne poznaje ovaj izuzetak, ali omogućava nadležnom organu države članice da snizi pravičnu cenu u slučaju da je preuzimalac stekao kontrolu spasavajući drugo društvo.<sup>35</sup>

b) *Obezbeđenje prava plaćanja.* Ovaj izuzetak se odnosi na prenos akcija ili glasačkih prava na kreditora, koji ima za cilj obezbeđenje potraživanja poverenca (npr. fiducijski prenos svojine).

c) *Prenos kao sredstvo izvršenja.* Kreditor koji stekne akcije ili glasačka prava u postupku izvršenja je oslobođen obaveze objavljinjanja javne ponude, pod uslovom da nije imao razlog da veruje u neminovnost prinudnog izvršenja. Svaka naknadna kupovina akcija kreditora uzrokovavaće javnu ponudu.<sup>36</sup>

#### *Način sticanja kontrole*

a) *Prethodno upućivanje javne ponude svim akcionarima.* Preuzimalac ne-ma obavezu da naknadno učini javnu ponudu, kada je glasačka kontrola stečena posle upućivanja javne ponude svim akcionarima za kupovinu svih akcija ciljne kompanije. Ovo je jedini izuzetak predviđen Direktivom EU.<sup>37</sup>

b) *Nasleđivanje i prenos imovine između članova porodice.* Ovaj izuzetak se odnosi na slučajevе kada je akcijski kapital stečen: (1) nasleđivanjem; (2) drugim načinima raspodelе imovine umrlog lica; (3) dobročinim prenosom imovine između članova porodice (supružnika i bliskih srodnika do određenog stepena srodstva); i (4) raspodelom imovine po prestanku braka ili vanbračne zajednice.<sup>38</sup> Pravilom ovakve sadržine se omogućava slobodna sukcesija unutar porodično-kontrolisanih privrednih društava bez nametanja dodatnih obaveza za novog akcionara sa kontrolnim kapital-učešćem.

---

<sup>34</sup> Graham Stedman, *nav. delo*, str. 199.

<sup>35</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(4).

<sup>36</sup> Graham Stedman, *nav. delo*, str. 198.

<sup>37</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(2).

<sup>38</sup> U Nemačkoj, nadležni organ će dozvoliti da glasačka prava budu zanemarena za akcije stečene nasleđivanjem i poklonima između bliskih srodnika do trećeg stepena srodstva u pravoj liniji. Na drugoj strani, nadležni organ može (ali ne mora) dozvoliti izuzimanje od obaveze objavljinjanja javne ponude, u slučaju nasleđivanja ili poklona između drugih članova porodice. Vidi: nemački Pravilnik..., čl. 9(1)(1 i 2).

c) *Promena pravne forme.* Promenom pravne forme menjaju se karakteristike, ali ne i identitet privrednog društva. Novonastalo društvo je pravni sledbenik ranijeg društva i preuzima sva prava i obaveze.<sup>39</sup> U tehničkom smislu, transformacija ne dovodi do prenosa akcija, zbog čega je van domašaja primene obavezne javne ponude.<sup>40</sup>

d) *Restrukturiranje unutar grupe.* Ovaj izuzetak se odnosi na prenos akcija, koji predstavlja meru restrukturiranja unutar grupe privrednih društava.<sup>41</sup> Primera radi, društvo majka može da prenese kapital-učešće koje poseduje u društvu čerci na drugo društvo, koje je deo zajedničke grupe društava, bez iniciranja obavezne ponude. U svakom slučaju, društvo na koje se akcionarski kapital prenosi, mora biti deo iste grupe povezanih društava kao i društvo prenosilac.<sup>42</sup>

#### *Nemogućnost ostvarivanja kontrole*

a) *Postojanje drugog velikog akcionara.* Egzistencija trećeg lica koje poseduje veći procenat akcijskog kapitala od ponudioca, a ne deluje sa njim zajednički, dovoljan je razlog za izuzimanje.<sup>43</sup>

b) *Veliki odziv akcionara na skupštinskim zasedanjima.*<sup>44</sup> Akcionar koji se poziva na ovaj izuzetak treba da dokaže: (1) da je prisustvo akcionara na poslednja tri skupštinska zasedanja ciljne kompanije u toj meri visoko da on nema većinska glasačka prava; i (2) da nije bilo promena u strukturi akcionara ciljne kompanije za koju se očekuje da će dovesti do povećanja glasačkih prava kontrolnog akcionara.<sup>45</sup>

#### *Nenamerno sticanje kontrole*

a) *Nesmotrena greška.* Izuzetak se može odobriti ako je kontrola stečena nesmotrenom greškom, pod uslovom da se u naknadnom kratkom roku kapital-

<sup>39</sup> O transformaciji privrednih društava vidi: Mirko Vasiljević, »Privredna društva«, Udrženje pravnika u privredi SRJ, Beograd, 1999, str. 145–146, 199–200, 460–462.

<sup>40</sup> Nemački WpÜG, čl. 36(1)(2) i hrvatski ZPPDD, čl. 7(1)(6).

<sup>41</sup> Nemački WpÜG, čl. 36(1)(3).

<sup>42</sup> Gabriele Apfelbacher i dr., *nav. delo*, str. 325.

<sup>43</sup> Nemački Pravilnik..., čl. 9(2)(1).

<sup>44</sup> Nemački Pravilnik..., čl. 9(2)(2).

<sup>45</sup> Gabriele Apfelbacher i dr., *nav. delo*, str. 330–331.

učešće smanji ispod procenta koji aktivira obavezu objavljivanja javne ponude.<sup>46</sup> Onus probandi je na ponudiocu. Nesmotrena greška najčešće nastaje kao rezultat neovlašćene kupovine akcija (npr. greškom lica zaposlenog kod ponudioca), ili kada ponudilac, zbog prekida komunikacija ili simultanog sticanja, nije znao da vrši pravne radnje u sadejstvu sa drugim licima.<sup>47</sup>

b) *Privremeno sticanje kontrole*. Ponudilac nije dužan da objavi ponudu za preuzimanje, ako u kratkom roku obavesti nadležnu komisiju i ciljnu kompaniju o svojoj nameri da otudi višak akcija, pod uslovom da ih i otudi u naknadnom propisanom roku.<sup>48</sup> Akcionar ne sme u međuvremenu koristiti glasačka prava koja se vezuju za višak akcija.

c) *Sticanje kontrole preuzimaoca emisije*. Preuzimalac emisije<sup>49</sup> koji, vršeći pravne poslove u postupku emisije vrednosnih papira sa pravom glasa, stekne kontrolu nad emitentom, neće biti obavezan da objavi javnu ponudu, ako u određenom naknadnom roku ne otudi višak akcija, pod uslovom da nije koristio glasačka prava.

d) *Smanjivanje ukupnog broja glasačkih prava ciljne kompanije*. Izuzimaju se od obaveze objavljivanja javne ponude ponudioci, kojima se zbog smanjivanja ukupnih glasačkih prava ciljne kompanije, povećava relativno glasačko učešće. Pravilima kompanijskog prava predviđeni su brojni slučajevi privremenog gubitka prava glasa. Tipičan primer je sticanje sopstvenih akcija.<sup>50</sup> Sopstvene akcije u svojini samog akcionarskog društva ne daju nikakva akcionarska prava.<sup>51</sup> Ako ciljna kompanija kupi sopstvene akcije sa pravom glasa, kao posledica će nastupiti povećanje glasačkih prava ostalih akcionara. Primera radi, jedan akcionar poseduje 29% kapital-učešća u ciljnoj kompaniji, a društvo otkupi 15% sopstvenih akcija. Tada se glasačka prava akcionara povećavaju na 34% (29% x 100 / 85%), što bi bio osnov za obaveznu ponudu da nema ovog izuzetka. Akcionar koji ne radi u sadejstvu sa članovima uprave, nema obavezu objavljivanja javne ponude, osim ako je u momentu sticanja imao razlog da veruje da će društvo kupiti sopstvene akcije.<sup>52</sup> Drugačije pravilo važi za slučaj da članovi uprave ili lica povezana sa njima, steknu kontrolni paket akcija. Zbog potencijalnog konflikta interesa,

---

<sup>46</sup> Vidi: engleski CCTM, pravilo . i nemački Pravilnik..., čl. 9(1)(6).

<sup>47</sup> Graham Stedman, *nav. delo*, str. 199.

<sup>48</sup> Hrvatski ZPPDD, čl. 3(2). U Francuskom pravu, privremeni prelazak graničnog kapital-učešća za obaveznu ponudu ne sme biti veći od 3%, a mora se otudit u roku od 6 meseci.

<sup>49</sup> O pojmu preuzimaoca emisije vidi: Nebojša Jovanović, »Emisija vrednosnih papira«, Grmeč, Beograd, 2001, str. 54–71.

<sup>50</sup> O sticanju sopstvenih akcija vidi: Mirko Vasiljević, »Poslovno pravo«, Udruženje pravnika u privredi Jugoslavije, Beograd, 2001, str. 224–226.

<sup>51</sup> ZOP, čl. 240.

<sup>52</sup> Engleski CCTM, pravilo 37.1.

za primenu izuzetka se zahteva da akcionari daju svoju saglasnost (pogledati tačku 5). Nadležni organ će obavezati direktore i lica povezana sa njima da objave javnu ponudu, ako se ustanovi da su oni pre sticanja kapital-učešća znali da društvo namerava da kupi sopstvene akcije.<sup>53</sup>

### *Saglasnost akcionara*

a) *Povećanje osnovnog kapitala ulozima.* Objavljivanje javne ponude nije potrebno ako sticalac stekne akcije društva prilikom povećanja osnovnog kapitala ulozima, a skupština akcionara (odlukom donesenom kvalifikovanom većinom svih glasova ne računajući glasove sticaoca i lica koja sa njim zajednički deluju, kao i akcionara koji prenosi akcije) pre upisa akcija odobri da određeni sticalac stekne određeni broj akcija bez obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje.<sup>54</sup> Procedura za primenu ovog izuzetka (eng. the Whitewash procedure) obuhvata:

- izdavanje novih hartija od vrednosti preuzimaocu ili licima koja sa njim zajednički deluju na ime povećanja osnovnog kapitala društva;
- obavezna uplata uloga od strane preuzimaoca u novcu i/ili unos u društvo stvari i prava (tj. obavezna protivnaknada); i
- nezavisni akcionari, kvalifikovanom većinom moraju dati odobrenje određenom licu da stekne kontrolni paket akcija bez obaveze objavljivanja javne ponude.<sup>55</sup>

U uporednom pravu se izdvaja još jedan izuzetak od obavezne ponude za sticaoca, koji nije akcionar izdavaoca i nema nijedan glas u skupštini akcionara, a akcije stiče od izdavaoca na osnovu javnog poziva za upis akcija prilikom povećanja osnovnog kapitala ulozima.<sup>56</sup>

b) *Statusne promene.* Sticanje kontrole nad ciljnom kompanijom može nastati kao posledica statusne promene, prethodno odobrene od strane skupštine akcionara. U postupku statusnih promena, manjinski akcionari su u značajnoj meri zaštićeni, tako da bi njihova dodatna zaštita u vidu obavezne javne ponude predstavljala nepotreban višak.

---

<sup>53</sup> Paul L. Davies, »Gower's Principles of Modern Company Law«, Sweet & Maxwell, London, 1997, str. 791.

<sup>54</sup> Jakša Barbić, »Pravo društava – društva kapitala«, Organizator, Zagreb, 2000, str. 248.

<sup>55</sup> Pod nezavisnim akcionarima se podrazumevaju svi akcionari ciljne kompanije koji nemaju neposrednog interesa u pravnom poslu koji dovodi do sticanja kontrole u društvu, što znači da se isključuju sticalac, lica koja sa njim zajednički nastupaju i prenosilac.

<sup>56</sup> Brisani član hrvatskog ZPPDD iz 1997. godine, čl. 4(1)(b).

## PROTIVNAKNADA

a) *Visina protivnaknade*. Upućivanjem obavezne ponude manjinski akcionari imaju pravo da prodaju svoje akcije preuzimaocu po pravičnoj ceni. Sve države, koje poznaju obaveznu ponudu, precizno određuju visinu protivnaknade koju je preuzimalac dužan da plati.<sup>57</sup>

Za razliku od prethodnih predloga, usvojena Direktiva definiše pravičnu cenu koju treba ponuditi u obaveznoj javnoj ponudi.<sup>58</sup> Ponuđena cena treba da bude najmanje jednakoj najvišoj ceni plaćenoj za iste vrednosne papire od strane preuzimaoca ili lica koja sa njim zajednički deluju u periodu ne kraćem od šest, niti dužem od 12 meseci pre ponude.<sup>59</sup> Preuzimalac koji posle učinjene javne ponude, a pre isteka roka za njen prihvatanje, kupi akcije po višoj ceni, dužan je da poveća svoju ponudu do najviše plaćene cene.<sup>60</sup>

U skladu sa osnovnim načelima Direktive, države članice mogu ovlastiti nadležni organ da uskladi zakonski određenu cenu sa konkretnim okolnostima slučaja, imajući u vidu jasno određene i javno objavljene kriterijume.<sup>61</sup> Da bi se to postiglo, oni će utvrditi listu faktora koji mogu uticati na promenu prethodno određene pravične cene (naviše ili naniže). Direktiva navodi sledeće faktore kao

<sup>57</sup> U Austriji, pravična protivnaknada predstavlja viši iznos od sledeća dva: (a) prosečne tržišne cene vrednosnih papira u proteklih šest meseci; i (b) 85% najviše cene plaćene od strane preuzimaoca u poslednjih 12 meseci. Konstitutivnim aktom društvo može smanjiti ili eliminisati visinu ove premije. Vidi: austrijski ÜbG, čl. 26(1) i 27(1). Švajcarsko pravo određuje da ponuđena cena ne može biti niža od: (a) tržišne cene vrednosnih papira u vreme učinjene ponude, i (b) 75% od najviše cene plaćene u proteklih 12 meseci. Vidi: švajcarski LBVM, čl. 32(4) i 22. U austrijskom pravu kontrolnom akcionaru pripada 15%, a u švajcarskom 25% premije. Ovakvo rešenje, do izvesne mере, pruža zaštitu i preuzimaocu. Italijansko pravo je najpovoljnije za interese manjinskih akcionara, jer pravična cena mora biti viša od: (a) prosečne tržišne cene u proteklih 12 meseci, i (b) najviše cene plaćene ili obecane u istom periodu. Vidi: italijanski Decree 58, čl. 106(2). U Velikoj Britaniji, ponuđena cena ne sme biti niža od najviše cene plaćene od strane ponudioca ili lica koja sa njim zajednički deluju u poslednjih 12 meseci. Vidi: engleski CCTM, pravilo 9.5. U Nemačkoj se primenjuju identična pravila o protivnaknadi za dobrovoljne i obavezne ponude. Cena mora biti veća ili jednakoj najvišoj ceni plaćenoj za akcije ciljne kompanije u tri meseca koja su prethodila objavljinju ponude. Vidi: nemački WpÜG, čl. 35 i Pravilnik..., čl. 3–5.

<sup>58</sup> Definicija pravične cene u slučaju obavezne javne ponude je jedna od četiri najznačajnije razlike u odnosu na prethodne predloge Direktive. Ostale razlike su: (1) uvodenje procedure za pravnu prodaju akcija (»squeeze-out right«) i pravnu kupovinu akcija (»sell-out right«); (2) detaljnije uređivanje prava zaposlenih (i.e. bolja zaštita zaposlenih) i (3) kreiranje tzv. »level playing field«. Vidi: EU Institutions Press Releases od 10. 02. 2002. godine.

<sup>59</sup> U okvirima određenim Direktivom države članice mogu precizirati način utvrđivanja pravične cene.

<sup>60</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(4).

<sup>61</sup> Vidi internet adresu: [www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/TakeoverDirective\\_Mayr04.pdf](http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/TakeoverDirective_Mayr04.pdf) (od 20. 8. 2004. godine).

potencijalno relevantne: najviša cena je određena sporazumom između kupca i prodavca; manipulacija tržišnim cenama vrednosnih papira u pitanju; izuzetne okolnosti su imale presudan uticaj na tržišne cene uopšte ili na određene tržišne cene; lice je steklo kontrolu omogućujući time oporavak privrednom društvu u teškoćama.<sup>62</sup> Nadležni organ može utvrditi i ekonomski kriterijume koji bi se primenjivali u ovim slučajevima, poput određivanja prosečne tržišne vrednosti u određenom periodu ili likvidacione vrednosti društva.<sup>63</sup>

b) *Oblik protivnaknade.* Ponudilac mora ponuditi protivnaknadu u novcu, vrednosnim papirima ili njihovoj kombinaciji. Ukoliko se ponuđena protivnaknada ne sastoji od likvidnih vrednosnih papira kojima se trguje na uređenom tržištu, onda se mora predvideti i novčana alternativa.<sup>64</sup> Kao ustupak Velikoj Britaniji, Direktiva omogućuje državama članicama da u svim slučajevima zahtevaju novčanu protivnaknadu, makar kao opciju.<sup>65</sup>

## SANKCIJE

Nepoštovanje obaveze objavljivanja javne ponude akcionarima ciljne kompanije u zakonom propisanim slučajevima je osnov za primenu neke od sledećih sankcija.

1. *Gubitak prava glasa.* Dok se ne sprovede postupak po obaveznoj ponudi, akcije preuzimaoca i lica koja sa njim zajednički deluju ne daju pravo glasa.<sup>66</sup> Strožija sankcija je gubitak prava glasa za sve akcije koje ova lica poseduju, a blaža varijanta je gubitak prava glasa samo za akcije preko procenta koji inicira obaveznu ponudu.

2. *Viša protivnaknada.* Lice koje ne objavi javnu ponudu dužno je da plati uvećanu protivnaknadu akcionarima ciljne kompanije u vidu kamate, koja je za određeni procenat viša od zakonske.<sup>67</sup>

---

<sup>62</sup> U Velikoj Britaniji, kupovine između lica koja zajednički deluju se posebno detaljno preispituju.

<sup>63</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 5(4).

<sup>64</sup> Id., čl. 5(5).

<sup>65</sup> Engleski CCTM, pravilo 9.5.

<sup>66</sup> Hrvatski ZPPDD, čl. 6(3).

<sup>67</sup> U Nemačkoj je kamata za pet procenata viša od godišnje zakonske kamate. Vidi: nemački WpÜG, čl. 38.

3. *Kazneno delo*. Pored građanskopravnih sankcija, sticalac može pretrpeti i kaznenopravne sankcije, ako je takva radnja predviđena kao krivično delo ili prekršaj u određenoj zemlji.<sup>68</sup>

## OBAVEZNA PONUDA U NAŠEM PRAVU

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (od sada ZHOV)<sup>69</sup> po prvi put uvodi u naš pravni poredak obaveznu ponudu za preuzimanje. Osnovno pravilo glasi: lice koje namerava da kupi najmanje 25% akcija sa pravom glasa određenog akcionarskog društva je dužno da uputi javnu ponudu za preuzimanje svim imaoцима akcija (čl. 67).<sup>70</sup> Za razliku od Direktive, koja prihvata konцепцију naknadne obavezne ponude, naš Zakon poznaje inicijalnu obaveznu ponudu, tj. ponudu pre sticanja kontrolnog kapital-učešća (slično rešenje prihvata i Španija). Zakon predviđa samo jedan izuzetak od postavljenog pravila, i to za državu. Da bi se uputila obavezna ponuda, neophodno je da Komisija za hartije od vrednosti prethodno doneše rešenje o odobrenju ponude. Lice koje ne postupi u skladu sa odredbama zakona, ne može ostvarivati pravo glasa po osnovu tako stečenih akcija. Ponuda se daje pod istim uslovima za sve akcionare ciljne kompanije. Ponudilac mora da ponudi akcionarima najmanje onu cenu i sve ostale uslove po kojima je kupio akcije u poslednjih 30 dana pre dana otvaranja ponude za preuzimanje.<sup>71</sup>

Brojni su nedostaci prikazane regulative obavezne ponude u našoj zemlji. Prvo, nejasno je i nelogično da Zakon koji pledira da celovito uredi materiju preuzimanja, nijednom svojom odredbom ne pominje dobrovoljnu ponudu. Uporedna prava prvo regulišu dobrovoljnu ponudu, a zatim u vidu izuzetaka i obaveznu. Drugo, ZHOV govori o licima koja imaju namjeru da kupe 25% akcija sa pravom glasa, ali ne predviđa šta je sa licima koja steknu pomenuto kapital-učešće (osim

---

<sup>68</sup> Nebojša Jovanović, nav. članak, str. 1110.

<sup>69</sup> Objavljen u »Službenom listu SRJ«, br. 65/2002 i »Službenom glasniku RS«, br. 57/2003 i 55/2004.

<sup>70</sup> Akcije sa pravom glasa čine: 1) sve akcije koje već poseduje lice koje namerava da kupi akcije; 2) sve akcije koje poseduje zavisno preduzeće u kome lice koje namerava da kupi akcije ima većinsko kapital učešće; i 3) druge hartije od vrednosti koje poseduje ovo lice, a koje daju pravo na zamenu u akcije u periodu koji ne može biti duži od 60 dana od dana ponude za preuzimanje. Na ovaj način, zakonodavac je inkorporisao koncept indirektnog kapital-učešća u svoje odredbe. Vidi: ZHOV, čl. 68.

<sup>71</sup> Komisija za hartije od vrednosti je pomenuti rok produžila na šest meseci. Vidi: Pravilnik Komisije za hartije od vrednosti o formi i sadržini ponude za preuzimanje (objavljen u »Službenom glasniku RS«, br. 102/2003), čl. 5.

sankcije u vidu gubitka prava glasa). Da li ona imaju obavezu naknadno da upute javnu ponudu ostalim akcionarima? Treće, predviđen je samo jedan izuzetak od obaveze objavljivanja javne ponude (čija je opravdanost diskutabilna, a uporedno pravo ga ne poznaje), što je nedovoljno, i u praksi može dovesti do nepravičnih rezultata. Četvrto, ZHOV ne uređuje način objavljivanja javne ponude, čime se pruža mogućnost izigravanja navedene obaveze. Peto, Zakonom nije ni pomenu-to zajedničko delovanje više lica u cilju sticanja kontrolnog kapital-učešća u ciljnoj kompaniji. Šesto, ZHOV posredno ističe načelo jednakosti i ravnopravnosti akcionara, ali ne propisuje da je preuzimalac dužan da kupi sve akcije imalaca koji prihvate ponudu. Preuzimalac se ne može obavezati na kupovinu 100% akcijskog kapitala ciljne kompanije, ako u zakonu to nije izričito precizirano. Iz izloženog se stiče utisak da zakonodavac nije shvatio osnovne principe prava preuzimanja, što neophodnost donošenja novih propisa u ovoj oblasti čini urgentnim.

Naš Zakon o preduzećima ne poznaje obaveznu javnu ponudu za kupovinu akcija ciljne kompanije. Period posle ponude za preuzimanje kontrole je regulisan na drugačiji način, jer ne postoji obaveza objavljivanja nove javne ponude. Zakon u dovoljnoj meri štiti manjinske akcionare »ako je preuzeto većinsko kapital-učešće, jer im garantuje seriju prava koja mogu realizovati u propisanom prekluzivnom roku.«<sup>72</sup> Akcionar koji u postupku preuzimanja stekne većinsko kapital-učešće je obavezan u roku od šest meseci od dana sticanja, na zahtev bilo kog akcionara matičnog ili zavisnog preduzeća, po izboru tog akcionara da: (1) kupi njegove akcije najmanje po istoj ceni po kojoj su kupljene akcije u postupku preuzimanja većinskog učešća; (2) zameni njegove akcije za akcije matičnog preduzeća; ili (3) plati dividendu koja pripada akcionaru sa participativnim akcijama.<sup>73</sup>

Rešenje koje je prihvatio naš zakonodavac ima nekoliko osnovnih nedostataka. Prvo, procenat koji aktivira pravo akcionara je neprimereno visok (50% učešća u kapitalu drugog društva, koje daje 50% glasova u skupštini i pravo da imenuje više od polovine članova upravnog odbora).<sup>74</sup> Drugo, institut prinudne kupovine akcija je neopravdano vezan isključivo za postupak preuzimanja javnom ponudom. Drugi načini sticanja ne daju slična prava manjinskim akcionarima. Treće, Direktiva obavezuje sve države članice da uvedu obaveznu ponudu u svoje zakonodavstvo, uz mogućnost predviđanja dodatne zaštite manjinskih akcionara (naš institut prinudne kupovine akcija bi se tako mogao posmatrati).

---

<sup>72</sup> Mirko Vasiljević, »Komentar Zakona o preduzećima«, Udruženje pravnika u privredi SRJ, Beograd, 1996, str. 371.

<sup>73</sup> ZOP, čl. 413. u vezi sa čl. 411.

<sup>74</sup> ZOP, čl. 406(2).

## ODNOS SA PRAVOM MANJINSKIH AKCIONARA NA PRINUDNU PRODAJU AKCIJA

Zahtevajući od akcionara, koji ima *de facto* kontrolu nad privrednim društvom (uobičajeno definisano kao trećina glasačkih prava), da učini javnu ponudu za kupovinu preostalih akcija po pravičnoj ceni, obavezna javna ponuda daje manjinskim akcionarima pravo na izlazak. Veliki broj evropskih zemalja daje »jednostrano pravo na izlazak manjinskim akcionarima, kada jedan akcionar ili grupa koja zajednički deluje, stekne 90% ili više akcijskog kapitala ciljne kompanije.«<sup>75</sup> Nekada taj procenat mora biti dostignut kao rezultat javne ponude,<sup>76</sup> a nekada je način sticanja nevažan.<sup>77</sup>

Direktiva EU o preuzimanju je detaljno regulisala postupak kojim akcionari ostvaruju svoje pravo na prodaju akcija. Članice EU su se obavezale da nametnu obavezu licu (ponudiocu), koji u postupku preuzimanja stekne vrednosne papire na osnovu kojih ima 90% glasačkih prava u skupštini ciljne kompanije, da otkupi vrednosne papire preostalih imalaca, na njihov zahtev, po fer ceni. Države članice mogu odrediti i viši prag, ali on ne sme preći 95% kapitala koji daje 95% glasačkih prava.<sup>78</sup> Direktiva, glavno opravdanje prava akcionara na prodaju akcija po prelasku praga od 90%, vezuje za analogno pravo većinskog akcionara da prinudno otkupi akcije manjinskih akcionara.<sup>79</sup>

Osnovni razlozi za postojanje prava manjinskih akcionara na prinudnu prodaju akcija su: zaštita manjinskih akcionara protiv zloupotrebe kontrolnog akcionara, zaštita od stvaranja nelikvidnog tržišta za preostale akcije ciljne kompanije i onemogućavanje većinskog akcionara da prinudi ostale akcionare da prodaju akcija u postupku preuzimanja.<sup>80</sup> Pitanje je u kojoj meri ovaj institut može da odgovori svim izazovima. Znatno niži procenat bi bio primereniji za postizanje pomenutih ciljeva. Obavezna javna ponuda otklanja pomenute nedostatke, jer ide mnogo dublje u zaštiti manjinskih akcionara od prava akcionara na prinudnu prodaju akcija. Obaveza za objavljivanje javne ponude se aktivira pri znatno nižem

---

<sup>75</sup> Paul L. Davies, »The Notion of Equality in European Takeover Regulation«, u Jennifer Payne (urednik), »Takeovers in English and German Law«, Hart Publishing, Oxford, 2002, str. 20.

<sup>76</sup> Engleski Companies Act iz 1985, čl. 430A.

<sup>77</sup> Italijanski Decree 58, čl. 108.

<sup>78</sup> Direktiva EU o preuzimanju, čl. 15. u vezi sa čl. 14.

<sup>79</sup> Vidi: engleski Companies Act, čl. 429 (90%); nemački Zakon o akcionarskim društvima (95%), čl. 327(a-f); italijanski Decree 58 (98%), čl. 111; švajcarski LBVM, čl. 33 (98%) i francuski CMF, glava VII (95%).

<sup>80</sup> Izveštaj High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brisel, januar 2002. godine, str. 63.

procentu, čime je njen domen primene širi u odnosu na pravo na prinudnu prodaju akcija. Dejstvo obavezne ponude se sužava zbog uobičajenog vezivanja za sticanje akcija u postupku preuzimanja. To je i osnovno opravdanje zadržavanja prava manjinskih akcionara na prinudnu prodaju akcija.

Indirektno, pravo akcionara na prinudnu prodaju akcija, naročito u kombinaciji sa obaveznom javnom ponudom, može imati značajan uticaj na odluku potencijalnog preuzimaoca da učini javnu ponudu.

## ODNOS DOBROVOLJNE I OBAVEZNE PONUDE

Pravila kojima se uređuje dobrovoljna ponuda se analogno primenjuju i na obaveznu ponudu. Specifična pravna priroda obavezne ponude indukuje određene razlike.

1) *Nemogućnost uslovljavanja.* Za razliku od doborovoljnih, obavezne ponude ne mogu biti uslovljene.<sup>81</sup> U suprotnom, ponudilac bi mogao uslovljavajući ponudu da izbegne svoju obavezu prema manjinskim akcionarima. Ponudiocu se jedino dozvoljava da obaveznu ponudu podvrgne uslovima propisanim zakonom (npr. dobijanjem dozvole nadležne antimonopolske komisije).<sup>82</sup>

2) *Nepostojanje naknadnog perioda za prihvat.* U slučaju doborovoljne ponude za preuzimanje, akcionari ciljne kompanije, koji ne prihvate ponudu u predviđenom periodu, mogu je prihvatiti i u naknadnom roku posle objavljinja ishoda (eng. further acceptance period, the 'wren-rule', nem. Zaunkonig-Regelung).<sup>83</sup> Ovo pravilo nemačkog prava se ne primenjuje na obavezne ponude, jer je ponudilac već stekao kontrolu, pa bi dodatna zaštita akcionara bila nepotrebna.<sup>84</sup>

3) *Protivnaknada.* Kod doborovoljnih ponuda, uobičajeno postoji veća sloboda prilikom određivanja visine i oblika protivnaknade u odnosu na obavezne ponude, gde se ova pitanja posmatraju kao integralni deo potpune zaštite manjinskih akcionara.

---

<sup>81</sup> U Francuskoj, princip je da sve ponude moraju biti neuslovljene. U slučaju voljnih ponuda, zakon dozvoljava izuzetke od ovog pravila, koji se ne primenjuju kod obaveznih ponuda.

<sup>82</sup> U Velikoj Britaniji, ponudilac može usloviti obaveznu ponudu sticanjem 50% glasačkih prava u ciljnoj kompaniji, tj. da akcijski kapital manjinskih akcionara koji prihvate ponudu, zajedno sa akcijama koje ponudilac već poseduje, čini polovinu glasačkih prava. Ponudilac koji je imalač akcija koje daju 50% glasačkih prava ne može usloviti obaveznu ponudu.

<sup>83</sup> Nemački WpÜG, čl. 37(1).

<sup>84</sup> Thomas Stohlmeier, »German Public Takeover Law«, Kluwer, Hag, 2002, str. 82.

## RAZLOZI ZA PRIHVATANJE OBAVEZNE JAVNE PONUDE

Analizom se uočavaju dva osnovna opravdanja za uvodenje obaveznih javnih ponuda u nacionalna zakonodavstva, a to je da svaki akcionar ima pravo da napusti društvo u slučaju promene kontrole i da se takeover premije ravnopravno raspodeli na sve akcionare.

a) *Pravo manjinskih akcionara na izlazak iz društva.* Obavezna ponuda na dva načina obezbeđuje interes manjinskih akcionara. Prvo, jednostrano pravo na izlazak po pravičnoj ceni se može posmatrati kao preventivan korak protiv potencijalno nezakonitih radnji većinskog akcionara, kojima može zloupotrebiti svoju dominantnu poziciju. Snaga ovog argumenta zavisi od efikasnosti pravnih lekova predviđenih kompanijskim pravom.<sup>85</sup> Sama činjenica da je određeno lice steklo kontrolu nad društvom, pod uobičajenim okolnostima ne opravdava predskazivanje budućih nezakonitih radnji.<sup>86</sup>

Drugo, ako prepostavimo da većinski akcionar vrši sve pravne radnje u skladu sa zakonom, postoji realna opasnost da manjinski akcionari ostanu u društvu za čijim akcijama nemaju nikakav dalji interes. Efekat promena se može negativno odraziti na njihova prava. Promena kontrole je rizična za buduću tržišnu vrednost akcija, jer kontrolni akcionar može promeniti poslovnu politiku društva i definisati druge strateške ciljeve, može biti manje obziran prema interesima manjinskih akcionara, ili može ciljnu kompaniju uključiti u sistem povezanih društava, pri čemu preuzeto društvo služi za ostvarivanje interesa grupe i matičnog društva, uz zanemarivanje prava manjinskih akcionara preuzetog društva.<sup>87</sup>

b) *Ravnomerna raspodela takeover premije (pravilo jednakih mogućnosti, eng. equal opportunity rule).* Svi akcionari društva, u kome je došlo do promene kontrole, imaju pravo da učestvuju u raspodeli plaćene kontrolne premije. U skladu sa ovom idejom, sticalac kontrole se obavezuje da ostalim akcionarima ponudi istu cenu koju je prethodno platio za kontrolni blok. Ovakav rezon potiče od prevazidene američke pravne doktrine, po kojoj pravo da odluče o upotrebi imovine privrednog društva pripada svim akcionarima srazmerno njihovom kapital-učešću (»doktrina korporativne imovine«). Osnovna prepostavka za primenu ovog shvatanja je da takeover premija predstavlja imovinu društva.

---

<sup>85</sup> Britansko pravo preuzimanja je nastalo, između ostalog, i zbog slabe zaštite koju je kompanijsko pravo pružalo manjinskim akcionarima.

<sup>86</sup> Paul L. Davies, nav. delo, str. 24.

<sup>87</sup> Radivoje Petrikić, »Pravni režim preuzimanja društava u Evropi«, Pravo i privreda, Udruženje pravnika u privredi SRJ, br. 5–8/2000, str. 220.

## KRITIKA OBAVEZNE JAVNE PONUDE

a) *Demistifikacija opravdanja.* I pored prikazanih opravdanja, primeri koji slede ukazuju na neadekvatnost obavezne ponude, kao načina zaštite investitora.

*Slučaj 1.* Većinski akcionar, lice X, koji je generacijama uspešno upravljao društvom, pritisnut godinama odlučuje da se povuće. Sve akcije prodaje svom štićeniku, licu Y, za koga veruje da će voditi društvo na isti način kao od tada. U ovom slučaju je došlo do promene kontrole i lice Y mora učiniti javnu ponudu svim preostalim akcionarima za kupovinu njihovih akcija.

*Slučaj 2.* Sve iste činjenice kao i u slučaju 1, s tom razlikom što većinski akcionar X iznenada umire. Po pravilima naslednog prava, celokupan akcijski kapital prelazi na X juniora, njegovog neodgovornog i za posao nesposobnog sina. Prenos kapital-učešća nasleđivanjem se izuzima od obaveze objavljivanja javne ponude, tako da preostali akcionari nemaju pravo da napuste društvo prodajom svojih akcija X junioru.

*Slučaj 3.* Kompanija A je matično društvo za kompaniju B (društvo čerka). Novi direktor društva A preduzima agresivne mere u pogledu društva B: menja statut, vrši kompletnu reorganizaciju društva i smenjuje sve članove uprave. Ovim pravnim radnjama nije izvršen prenos kontrole, tako da uplašenim manjinskim akcionarima nije ponuđeno pravo da prodaju akcije matičnom društvu.<sup>88</sup>

Potreba za adekvatnjom zaštitom manjinskih akcionara je zasnovana na neosnovanoj pretpostavci da će promena kontrole negativno uticati na ostale akcionare ciljne kompanije. Zakonska presumpcija, po kojoj će se novi većinski akcionar ponašati drugačije u odnosu na svoje prethodnike, se ne može racionalno objasniti. Statistički pokazatelji ukazuju da sticanje većinskog kapital-učešća uobičajeno vodi do rasta vrednosti akcija na tržištu. Iako postoje brojni izuzeci, pravilo je da prosečan akcionar promenom kontrole poseduje veću vrednost.<sup>89</sup> Prema tome, nema očiglednih razloga za pružanje posebne zaštite manjinskim akcionarima, a čak i ako se prihvati obavezna ponuda, gore navedeni primeri pokazuju da je ona neadekvatna.

Drugi argument u prilog obavezne javne ponude je da ona predstavlja pravičnu meru koja obezbeđuje fer raspodelu takeover premije na sve akcionare ciljne kompanije. Ako se kontrolna premija posmatra kao imovina koja pripada društvu, a posredno i akcionarima, onda je obavezna ponuda idealan mehanizam da se premija podeli onima koji na nju i imaju pravo (tj. akcionarima). Osnovni

<sup>88</sup> Jasper Lau Hansen, »When less would be More: The EU Takeover Directive in its Latest Apparition«, str. 290–291.

<sup>89</sup> Rolf Skog, »Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule – A Critical Analysis«, str. 45–46.

problem leži u činjenici da kontrolna premija ne predstavlja imovinu društva. Akcionari nemaju pravo direktnog vlasništva nad imovinom društva. Oni su imaoči akcija, koje mogu svojevoljno da prodaju, ne utičući time na imovinu društva. Osnovna konfuzija nastaje zbog okolnosti da vrednost akcija u većoj ili manjoj meri utiče na vrednost kompanije. Međutim, vrednost akcija ne određuje samo predviđanje ekonomskog prosperiteta društva, niti sama prava koja sa sobom nose, već i brojni eksterni faktori tržišta na kome se njima trguje. Na primer, akcionar kome nedostaje samo jedna akcija za sticanje kontrole će ponuditi znatno višu cenu od bilo kog drugog investitora, jer za njega to nije samo još jedna akcija. Kada akcionar kupi dodatnu akciju po višoj ceni, i ostvari nameravanu kontrolu, on možda neće biti voljan da kupuje dodatne akcije, pa čak ni po povlašćenim uslovima.<sup>90</sup>

Dodatni problem koji nastaje u vezi sa obaveznom ponudom se može ilustrisati sledećim primerom. Pretpostavimo da je ponudilac ostvario kontrolu nad društvom kupovinom tri bloka akcija u tri odvojena pravna posla (P1, P2 i P3). Svaki blok akcija reprezentuje 10% ukupnog akcijskog kapitala ciljne kompanije, a sve akcije nose jednak glasačku prava. Plaćene cene nisu identične, jer je svaki sledeći akcijski paket skuplji (C1). Kada je stekao 30% glasačkih prava, po pravilima obavezne ponude, ponudilac je bio primoran da uputi javnu ponudu za kupovinu preostalih 70% akcija po najvišoj ceni (C3), jer se smatra da je kupovinom trećeg paketa akcija ostvario kontrolu nad društvom (a vrednost premije pripada svim akcionarima). U ovom slučaju opravdano se postavlja pitanje: Zašto ponudilac nema obavezu da ponudi istu protivnaknadu i saugovaračima iz prva dva pravna posla, gde će kompenzacija iznositi (C3-C1) za pravni posao P1, a C3-C2 za pravni posao P2?<sup>91</sup>

Zašto je ponudilac spreman da ponudi višu cenu? U kontekstu preuzimanja ciljne kompanije, viša cena je uobičajeno vezana za sticanje kontrole nad društvom. Ponudilac opravdava svoju bolju ponudu očekivanjem da će kompanija pod njegovom dirigentskom palicom unaprediti svoje poslovanje, što garantuje veću dobit u budućnosti, i isplativost njegove investicije. Plaćena premija odražava ponudiočevu evaluaciju vrednosti akcija koje daju kontrolna prava. Kontrola nije imovina koja pripada društvu, već akcionaru koji je za nju platio odgovarajuću premiju. Iz izloženog proizilazi da je obavezna ponuda nepotrebna za ostvarivanje pravičnosti.<sup>92</sup>

<sup>90</sup> Jasper Lau Hansen, nav. članak, str. 291–292.

<sup>91</sup> Id., str. 292.

<sup>92</sup> Id., str. 292–293.

b) *Troškovi obavezne ponude.* Obavezna ponuda deluje destimulativno, kako na potencijalnog sticaoca kontrolne pozicije, tako i na potencijalnog prodavca kontrolnog paketa, što zajednički dovodi do smanjivanja ukupnog broja preuzimanja.

b1) *Destimulativan efekat na potencijalne sticaoce kontrolnog kapital-učešća.* Obavezna ponuda nameće dodatne troškove preuzimocu u vidu: (1) obaveze upućivanja ponude svim preostalim akcionarima za kupovinu njihovog celokupnog akcijskog kapitala; (2) visine pravične cene; i (3) obaveze da se ponudi novčana protivnaknada. Preuzimalac je primoran da kupuje više akcija nego što mu je potrebno za sticanje kontrole, po nerealno visokoj ceni. Na ovaj način se nepotrebno rasipaju resursi ponudioca.

b2) *Destimulativan efekat na potencijalne prodavce kontrolnog paketa.* Pre prodaje svog kapital-učešća, kontrolni akcionar uživa u svim pogodnostima koje mu pruža stečena kontrola. Zavisno od načina određivanja visine protivnaknade, obavezna ponuda može lišiti većinskog akcionara kompenzacije za ustupanje kontrole. Ravnomerna raspodela takeover premije na sve akcionare, destimuliše kontrolnog akcionara da proda svoj udeo u društvu.<sup>93</sup>

Iznenadjuće je da predložena Direktiva, uz proklamovani cilj povećanja takeover aktivnosti u državama EU, uvodi obaveznu ponudu, koja svojim dejstvom utiče na smanjenje broja preuzimanja. Tako je centralna odredba Direktive samu sebe porazila.

## ZAKLJUČAK

Obavezne javne ponude za kupovinu akcija ciljne kompanije su prihvaćene od strane najvećeg broja evropskih država. Usvajanjem Direktive EU o preuzimanju, obavezne ponude su postale integralni deo prava EU. Lice koje na bilo koji način stekne glasačku kontrolu nad ciljnom kompanijom dužno je da uputi javnu ponudu preostalim akcionarima za kupovinu njihovih akcija po pravičnoj ceni. Sve države članice EU su obavezne da uvedu pravila o objavljivanju javne ponude u svoja zakonodavstva. Pravila predviđena Direktivom su minimalna, tako da države članice mogu sva ostala pitanja da urede na sebi svojstven način, u skladu sa osnovnim načelima Direktive.

Naša zemlja poznaje obaveznu javnu ponudu, ali je uređuje na krajnje površan i nejasan način. Bez obzira na brojne kritike koje se mogu uputiti ovom institutu, a imajući u vidu našu proklamovanu težnju da postanemo članica EU,

---

<sup>93</sup> Paul L. Davies, nav. delo, str. 27.

obavezna ponuda, zasnovana na minimalnim principima koje je ustanovila Direktiva, mora postati sastavni deo našeg prava.

VUK RADOVIĆ, LLM  
Assistant, Faculty of Law  
Belgrade

## MANDATORY BID RULE

### Summary

Mandatory bids have been adopted by the majority of European States. One of the key provisions of the EU Directive on Takeover Bids is the obligation of the person who acquires control over voting rights in a target company to make a bid for the remaining shares at the equitable price. EU Member States are obliged to introduce mandatory bids into their legislature.

Even though mandatory bid rule has recently been introduced in Serbia its provisions are ambiguous and superficial. In the light of the adopted Directive, and our self-proclaimed aspiration to become EU member in the future, mandatory bids based on the principles incorporated into the EU Directive have to become a part of our takeover law.

The author elaborates the following topics in his report: roots of unification in this field, duty of announcing the bid, indirect acquiring to capital participation as an issue, joint action, exceptions to the rule, acquiring control, equitable compensation, the solution in our law, the right of minority shareholders, and criticism of the mandatory bid.