

САНКЦИЈЕ ЗА НЕОБЈАВЉИВАЊЕ ОБАВЕЗНЕ ПОНУДЕ ЗА ПРЕУЗИМАЊЕ

Апстракт

Свака држава преузима обавезу да обезбеди несметано функционисање тржишта, што изискује да нормирани односи буду праћени одговарајућом санкцијом за лица која поступе противно предвиђеним правилима. Право преузимања спада у подручје где је посебно значајно одредити адекватне санкције. Санкционисање у овој области доноси сукоб потребе заштите акционара циљног друштва, као и шире друштвене заједнице, са уливом у имовинска права преузимаоца. У раду је пажња усмерена на ситуације када није испуњена обавеза објављивања понуде за преузимање. Наведене су најчешће санкције, са акцентом на губитак права гласа у циљном друштву по основу неиспуњавања законских обавеза. Посебан осврт је дат на одлуку Уставног суда Хрватске о сразмерности дате санкције циљу законодавних решења. На основу тога испитано је какав је положај прописа о преузимању Републике Србије.

Кључне речи: *право преузимања, обавезна понуда за преузимање, санкције, сразмерност.*

1. Уводна разматрања

Стабилност и предвидљивост правних односа нужан су услов за развијање поштене и законите тржишне утакмице. Свака земља настоји да регулише питања од значаја за положај учесника на тржишту и да обезбеди услове да се послови одвијају на транспарентан и сигуран начин. Међутим, није довољно само прописати одговарајућа правила, већ је неопходно да постоје адекватни механизми санкционисања у случају њихове повреде.

¹ Истраживач приправник, Институт за упоредно право, Београд, mail: avisekruna@gmail.com

Право преузимања је област која се у последњих неколико деценија све више развија² и која представља значајан аспект остваривања јединственог тржишта на нивоу Европске уније.³

Због потребе за уједначеним правилима која би олакшала преузимање и изван националних оквира, на нивоу ЕУ је усвојена посебна директива.⁴ Њено доношење се дуго одлагало због различитих ставова око најбољег приступа уређивању института преузимања.⁵ На крају је, као резултат компромиса, нормирање појединих питања препуштено државама чланицама, уз обавезу поштовања основних стандарда постављених Директивом.⁶

На националном нивоу, имплементација Директиве је извршена доношењем посебних прописа који обезбеђују остваривање њених основних начела, пре свега заштите акционара циљног друштва.⁷ У том циљу установљена су бројна правила која треба испоштовати приликом спровођења преузимања, а чије кршење повлачи различите санкције, зависно од тога који правни систем посматрамо.⁸

² Питање развоја права преузимања може се посматрати кроз фазе које се сликовито описују као таласи (енг. takeover waves). То су одређени обрасци у погледу броја и укупне вредности трансакција у праву преузимања током времена. Почетак сваког таласа се поклапа са бројним економским, политичким и регулаторним променама. У почетку је овај феномен био искључиво везан за право САД (још од краја XIX века), да би се од шездесетих година XX века почели појављивати подаци о преузимању и у европском праву. За више в. М. Martynova, L. Renneboog, „A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?“, *Journal of Banking and Finance*, 2008 и ECGI - Finance Working Paper 97/2005, 5-7.

³ Потреба за доношењем прописа у области преузимања као предуслов стварања ефикасних и интегрисаних финансијских тржишта наглашена је и на састанку Европског савета у марту 2000. године. В. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/00100-r1.en0.htm, 17.1.2014.

⁴ Директива о понудама за преузимање из 2004 – Директива (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, Official Journal No L 142), 12-23.

⁵ За историјат Директиве в. К. Hopt, „Takeover regulation in Europe — The battle for the 13th directive on takeovers“, *Australian Journal of Corporate Law*, 15 (2002), 1-18.

⁶ Принципи постављени у Директиви засновани су на два основна циља: а) хармонизацији и б) заштити акционара. Директива је ab initio била у немогућности да оствари први циљ, јер оставља основне принципе на дискрециону оцену државама чланицама које ће донети детаљна правила у складу са својим разноликим националним системима и културама што води ка дехармонизацији. Ј. Mukwiri, *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective*, Routledge-Cavendish, Oxon 2009, 13.

⁷ Основна начела европског права преузимања одређена су у чл. 3, ст. 1 Директиве. У нашем праву начела су уређена у чл. 3 Закона о преузимању акционарских друштава – ЗОП, Службени гласник РС, бр. 46/2006, 107/2009 и 99/2011.

⁸ О поступку преузимања у српском праву в. Н. Јовановић, *Берзанско право, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009*, 511-515.

2. Санкције у праву преузимања

2.1. Повод за примену санкција

Поступак преузимања се састоји од три фазе: покретање, главна фаза и окончање.⁹ Посебна пажња се поклања обавези објављивања понуде за преузимање (*mandatory bid*) када се пређе одређени праг капитал учешћа за који се узима да даје контролу над циљним друштвом.¹⁰ Иако општеприхваћен у Европи, институт обавезне понуде је предмет бројних контроверзи које преиспитују његову оправданост.¹¹ Обавезна понуда се посматра као једно од основних средстава за заштиту мањинских акционара у циљном друштву, пружањем прилике акционарима да изађу по правичној цени.¹² Стицањем контролног блока од стране преузимаоца акционари који преостају у друштву се налазе у незавидном положају јер контролни акционар може променити пословну политику друштва и дефинисати друге стратешке циљеве.¹³ Међутим, иако је *ex post* (тј. након стицања контроле) положај мањинских акционара бољи услед постојања обавезне понуде, *ex ante* она неизбежно доводи до смањења броја трансакција (*value-increasing transactions*).¹⁴

Повод за изрицање санкција могу бити необјављивање понуде, недостаци у тексту понуде, објављивање понуде без одобрења надлежног тела и сл. У овом раду биће обрађено питање санкционисања када се не објави понуда за преузимање.

⁹ G. Barsi, *Les OPA en France*, Nathan, Paris 1988, 47. Наведено према: Н. Јовановић, 511.

¹⁰ Обавеза објављивања понуде за преузимање уведена је чл. 5, ст. 1 Директиве.

¹¹ За разлику од европског, америчко право не познаје обавезну понуду за преузимање (изузетак су Пенсилванија и Мејн). У овом правном систему принцип једнакости акционара у поступку преузимања се постиже путем захтева једнакости у погледу услова и ефеката понуде. За више в. А. Cahn, D. C. Donald, *Comparative company law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, New York 2010, 773. О споровима о оправданости обавезне понуде у америчком праву в. Р. Петрикић, „Правни режим преузимања друштава у Европи“, *Право и привреда* 5-8/2000, 221.

¹² Увођење обавезне понуде правда се тиме да тако нико не може да оствари контролу над друштвом, а да не омогући излазак мањинским акционарима (*exit rationale*), као и да им не понуди контролну премију, тј. не плати свим акционарима подједнако правичну цену (*control premium rationale*). Такође, обавезна понуда пружа акционарима могућност да донесу одлуку о продаји без икаквих притисака и спречава их да продају акције по нижој цени него што би то иначе учинили из страха да ће остати мањински акционари у циљном друштву без могућности излаза (*undistorted choice rationale*). Peter Böckli et al., „Response to the European Commission’s Report on the Application of the Takeover Bids Directive“, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper* 5/2014, 2-3.

¹³ Р. Петрикић, 220. На тој линији стоје и неки други аутори који сматрају да положај акционара не угрожава промена контроле сама по себи већ да заштиту треба пружати када дође до промене пословне стратегије. В. J. L. Hensen, „The Directive on takeover bids unwanted harmonisation of corporate governance“, *LSN Research Paper Series* 10-18, 32.

¹⁴ L. Enriques, „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation“, *European Company and Financial Law Review* 4/2004, 448.

2.2. Директива о понудама за преузимање – основ за увођење санкција

Проблематика врсте и обима санкција у праву ЕУ спада у ред питања чије је уређивање у основи препуштено државама чланицама. Чланице имају обавезу да уведу санкције и предузму неопходне кораке да их спроведу, али им је остављена значајна слобода у погледу нормирања овог института док год се руководе основним захтевима из Директиве.¹⁵ Уведене санкције морају бити правичне, сразмерне и одвраћајуће.¹⁶

2.3. Врсте санкција

Упркос различитим решењима у националним правима, уочава се да су најчешће мере против прекршиоца губитак права гласа, новчана казна, обавеза накнаде штете и обавеза објављивања понуде за преузимање.¹⁷ Адекватно санкционисање ће постојати само ако се и са аспекта обима и са аспекта трајања санкције оствари сврха њеног прописивања, а да се учиниоцу не намећу терети који превазилазе ту сврху.

2.3.1. Губитак права гласа

Губитак права гласа као санкција се јавља у две варијанте – строжа је губитак права гласа за све акције које се поседују, а блажа губитак права гласа само за акције преко процента који иницира обавезну понуду.¹⁸ Бројним земљама овај вид санкционисања није непознаница и то у својој строжој варијанти,¹⁹ а нека права проширују

¹⁵ Све директиве компанијског права могу се сврстати у четири генерације. Директива о понудама за преузимање (тзв. Тринаеста директива компанијског права) припада последњој генерацији коју чине директиве донете након 1995. године. Ови акти спадају у тзв. „оквирне“ директиве (енг. framework directives) које карактерише исказивање циљева и општих принципа које државе чланице даље разрађују кроз националне прописе. Тиме се чланицама пружа прилично велика слобода у избору адекватног начина имплементације ових прописа. Т. Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Kluwer Law International, Netherlands 2010, 37-39.

¹⁶ Директива, чл. 17.

¹⁷ Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, Brussels, 2012, 262, доступно на: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 15.1.2014.

¹⁸ В. Радовић, „Обавезна јавна понуда за куповину акција циљне компаније“, *Правни живот* 11/2004, 117.

¹⁹ Губитак права гласа из свих акција предвиђају нпр. Хрватска, Немачка, Аустрија, Шпанија, Чешка, Летонија, Холандија, Италија, Пољска, Бугарска. За блажу санкцију су се определиле Грчка и Француска, а ово решење је познавала и Србија до измена ЗОП из 2011. године.

дејство санкције везане за губитак права из акција и ван одузимања права гласа.²⁰

Строжа варијанта је интересантна јер се губи право гласа из свих акција које стицалац поседује у циљном друштву, независно од времена и основа стицања. То намеће питање има ли оправдања за овако строге мере и да ли је задовољен захтев сразмерности постављен Директивом. Потребно је пронаћи равнотежу између тежње да се остваре начела и циљеви права преузимања, а да се не наруше основна имовинска права лица које мора да учини понуду. Стога у многим прописима о преузимању који заговарају строжу варијанту, постоје корективи којима се чува принцип сразмерности санкције циљу који жели да се постигне. Тако је могуће да надзорно тело ову меру укине ако процени да је то оправдано или да наложи продају акција тако да стицалац падне испод прага који га обавезује да објави понуду за преузимање.²¹

Како се на основу поседовања акција учествује у раду скупштине друштва и доношењу одлука, уређено је и питање утицаја кршења прописа о преузимању на рад овог органа. Скупштина циљног друштва доноси одлуке не узимајући у обзир акције с правом гласа прекршиоца при утврђивању кворума, односно већине

²⁰ Шпанско право предвиђа да се у овим случајевима губе „политичка права“ (шп. *derechos políticos*) из свих акција које стицалац и лица која делују заједнички са њим поседују у циљном друштву, а то су право акционара да присуствује и гласа на седницама скупштине, право на информисање, право пречег уписа акција, право да буде део органа управљања друштвом, право да оспорава уговоре друштва, осим ако су они противни закону, и генерално сва она права која немају искључиво економски садржај. В. Шпански Краљевски декрет о режиму јавних понуда за стицање вредносница из 2007. године (*Real decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*), чл. 27. У немачком праву права из акција које држи понуђач и лица која делују заједнички са њим или у погледу којих су права гласа у складу са законом приписана тим лицима неће постојати док год обавеза да се објави понуда није испуњена. То се неће примењивати на захтеве везане за расподелу годишњег нето профита и расподелу ликвидационог остатка ако недостатак у виду објаве или давања понуде у складу законом није био вољан и касније је отклоњен. В. Немачки Закон о стицању вредносних папира и преузимању (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*), § 59.

²¹ У аустријском праву Комисија за преузимање може да поништи суспензију права гласа када кршење обавезе није, у ствари, запретило финансијском интересу акционара циљног друштва или та претња може да се елиминира наметањем посебних услова понуђачу. В. Аустријски Закон о преузимању из 1999. године (*Übernahmegesetz*), § 34 (2). У Чешкој Народна банка (као надзорно тело у области преузимања) може да одлучи да лице чије је право гласа суспендовано може да врши то право, ако је то у интересу циљног друштва и других акционара. У својој одлуци овај орган може право гласа да ограничи или уклони на други начин. В. Чешки Закон о понудама за преузимање из 2008. године (*Zákon o nabídkách převzetí, 104/2008 Sb.*), § 53(2). У италијанском праву обавеза отуђења акција које прелазе контролне прагове је законска обавеза и мора се спровести у року од 12 месеци. В. Италијански Декрет бр. 58 из 1998. године – Декрет бр. 58 (*Decreto Legislativo n. 58 Testo Unico della Finanza, Ultimi aggiornamenti: D.Lgs. n. 44 del 4.3.2014 e D.Lgs. n. 53 del 4.3.2014; Sentenza della Corte Costituzionale n. 94 del 9/15.4.2014*), чл. 110.

за одлучивање.²² У случају да су противно забрани донете одлуке уз учешће овог лица, оне се могу побијати, ако су ти гласови били одлучујући за кворум или доношење одлуке.²³

2.3.2. Остале врсте санкција

Новчана казна за привредни преступ или прекршај је честа мера која се изриче лицу које није поштовало прописе о преузимању.²⁴

Накнада штете – узима се да непоступање обвезника у складу са својим дужностима наноси (преосталим) акционарима штету, тако да они пред судом могу покренути поступак за накнаду штете. Италијански судови су досуђивали накнаде у износу разлике између цене по којој је обавезна понуда требало да буде учињена и тржишне цене акција циљног друштва у време када је активирана обавеза да се објави понуда.²⁵

Објављивање обавезне понуде за преузимање – надлежно тело у области преузимања ће наложити лицу које активира обавезу објаве понуде за преузимање да исту учини.²⁶

Остале санкције – државе чланице могу да уведу и друге санкције коју сматрају прикладним, док поштују основне смернице постављене Директивом.²⁷

²² ЗОП, чл. 37, ст. 2.

²³ Шпански Закон о тржишту капитала из 1988. године – шпански ЗТК (Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) предвиђа да су ништаве одлуке органа друштва када је за кворум или за већину за усвајање одлука било неопходно да се урачунају вредноснице чија су права суспендована. В. шпански ЗТК чл. 60, ст. 3. Италијански законодавац предвиђа да када се по основу тих акција врши право гласа могуће је оспоравање сваке одлуке или другог акта када су ти гласови били одлучујући. В. Декрет бр. 58, чл. 110, ст. 1. Оба прописа активну легитимацију за побијање одлука дају и надзорном телу у области тржишта капитала.

²⁴ Распон казне може бити од неколико стотина до неколико хиљада евра, а модалитет зависи од процене законодавца приликом њеног прописивања. У Шпанији износ новчане казне може бити фиксирани новчани износ (600 000 евра), али учиниоцу може да се изрекне казна која одговара петоструком износу бруто добити остварене као последица радњи или пропуштања које представљају прекршај или која износи 5% сопствених средстава прекршиоца или 5% укупних средстава, сопствених или туђих, коришћених приликом кршења обавезе. В. шпански ЗТК, чл. 102.

²⁵ Guide to Public Takeovers in Europe, 2013, 33-34, доступно на: <http://www.debrauw.com/wp-content/uploads/NEWS%20%20PUBLICATIONS/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2013.pdf>, 30.05.2014.

²⁶ ЗОП, чл. 41а, ст. 3, тач. 1.

²⁷ В. Marccus Partners, Centre for European Policy Studies, 262.

2.4. Овлашћење за примену санкција

Надзор у области преузимања врши надлежно тело одређено националним прописима.²⁸ У случају кршења прописа, оно је и овлашћено да изрекне неку од законом предвиђених санкција. Међутим, у неким правима је могуће да надлежно тело у спровођењу правила која се односе на обавезу објављивања понуде за преузимање делује само по захтеву заинтересованих лица.²⁹

3. Хрватско право

Питање санкција за необјављивање обавезне понуде за преузимање је недавно постало актуелно јер је хрватски Уставни суд разматрао поднеске којима је захтевано да се испита уставност појединих одредби закона о преузимању.³⁰

3.1. Одлука Уставног суда Хрватске³¹

Пре свега, фокус је био на чл. 13, ст. 3 који предвиђа да лице које не објави понуду за преузимање губи право гласа по основу свих акција које поседује у циљном друштву. Такође, разматрана је и одредба чл. 40, ст. 2 која прописује да док траје поступак преузимања понуђач не сме да располаже својим акцијама.

Подносиоци захтева су се ослањали на неколико аргумената:

1) Лице које има обавезу објављивања понуде за преузимање док исту не испуни губи право гласа из свих акција циљног друштва које поседује, независно од тога како су и када оне стечене, чиме акционари са мањинским учешћем добијају много већа права него што им припадају на основу уложеног капитала. Наиме, како се понуђачу одузима право гласа у скупштини, ствара се могућност да преостали акционари доносе одлуке које могу ићи на његову штету.

²⁸ У складу Директивом, то могу бити јавна тела, удружења или приватна тела призната од стране националног права или од стране јавних тела која су изричито овлашћена националним правом. В. Директива, чл. 4, ст. 1.

²⁹ Такав је случај у холандском праву где надзорно тело не примењује правила везана за обавезну понуду за преузимање и правичну цену, већ се она могу остваривати принудним путем пред Трговинским одељењем Апелационог суда у Амстердаму. Поступак пред судом покрећу заинтересована лица, међу којима могу бити и акционари циљног друштва. В. Guide to Public Takeovers in Europe, 37.

³⁰ Закон о преuzimanju dioničkih društava – ЗПДД, Narodne novine, br. 109/07, 36/09, 108/12 i 148/13.

³¹ Одлука Уставног суда Републике Хрватске бр. У-І-4469/2008 од 8. јула 2013 – Одлука УС, Народне новине бр. 90/13.

2) Заштита права мањинских улагача се може остваривати и другим средствима, на начин који је сразмеран циљу који жели да се постигне.

3) Овим решењима се несразмерно ограничавају предузетничке слободе и права стечена улагањем капитала и нарушавају се основна уставом гарантована права.

У разматрању наведеног случаја суд је испитивао да ли тежина пропуста понуђача може довести до тако штетних последица за акционаре са мањинским уделитема, да се као једино средство „неутрализације“ те штете прописује одузимање права гласа понуђачу из свих стечених акција циљног друштва.³² Приликом давања одговора, испитиване су две чињенице – има ли одредба о „присилном преузимању“³³ легитиман циљ и да ли је мера прописана чл. 13 сразмерна том циљу.

3.1.1. Легитимност циља

Установљено је да је непосредни циљ закона уређивање правног положаја понуђача у поступку преузимања и заштита акционара са мањинским уделитема, а да се тиме постиже и заштита целокупног правног поретка. Полазећи од наведених циљева и чињенице да је санкција предвиђена чл. 13 одраз захтева који је Директива поставила, Уставни суд је установио да предвиђена мера има легитимни циљ и да је тежина пропуста таква да оправдава санкцију за понуђача.³⁴

3.1.2. Сразмерност

Приликом испитивања да ли су прописане санкције сразмерне циљу који жели да се постигне, суд је разматрао више одредби. Прво, установљено је да док не објаве понуду за преузимање, лица која су обавезна да је учине не могу да остваре право гласа из свих акција које поседују у циљном друштву (чл. 13, ст. 3 ЗПДД). Затим, утврђено је да су те акције по сили закона *extra commercium* у складу са чл. 40, ст. 2 ЗПДД,³⁵ који предвиђа да обвезник давања понуде

³² Одлука УС, тач. 25.

³³ У овом случају се под „присилним преузимањем“ сматра ситуација у којој је понуђач по закону обавезан да учини понуду за преузимање када пређе одређени прописани праг капитал учешћа.

³⁴ Одлука УС, тач. 25.

³⁵ Одлука УС, тач. 25.

за преузимање не може да располаже акцијама циљног друштва, независно од начина и времена стицања истих, чиме се онемогућава да њиховим отуђивањем падне испод контролног прага. Трећа мера је прекршајна санкција. На крају, остали акционари циљног друштва могу да траже преко суда од лица које је у обавези да учини понуду да им откупи акције.³⁶

Установљено је да, упркос легитимности циља санкције, у ЗПДД-у није постигнута њена сразмерност жељеном циљу (заштита акционара с мањинским уделима). Такође, начин на који је уређена та мера доводи до неравнотеже у раду и одлучивању у циљном друштву посебно из два разлога:

1) ЗПДД санкционише саму објективну могућност контроле над друштвом (тј. не испитује се стварна воља акционара који је прешао контролни праг, нити да ли он стварно користи положај у коме се нашао), а да надлежно тело нема овлашћења да одреди изузетке од објављивања обавезне понуде.³⁷

2) Понуђачу је забрањено да на било који начин располаже акцијама циљног друштва, а истовремено са тим истим акцијама не сме ни да гласа. Тиме се осталим акционарима пружа могућност да остварују знатно већа права него што су стекли улагањем капитала, а не постоје заштитни механизми којима би се они ограничили у могућој злоупотреби права за време трајања забране за понуђача.³⁸

Суд је на крају истакао да се, с обзиром на постојећа правила, више може говорити о поговдавању акционарима с мањинским уделима него о њиховој заштити, јер се „извршење самог преузимања, уз последице до којих такво „присилно“ преузимање може довести на страни понуђача, спроводи унутар мањкавог законског оквира који је нужно унапредити одговарајућим заштитним, контролним и временским механизмима.“³⁹

3.2. Измене након одлуке Уставног суда

Како је Уставни суд нашао да су предвиђене санкције несразмерне циљу прописа о преузимању, законодавац је усвојио одговарајуће измене. У члану 13 промењене су одредбе става 3, а

³⁶ У овом случају се под „присилним преузимањем“ сматра ситуација у којој је понуђач по закону обавезан да учини понуду за преузимање када пређе одређени прописани праг капитал учешћа.

³⁷ Одлука УС, тач. 25.

³⁸ *Ibid.*, тач. 23.

³⁹ *Ibid.*, тач. 29.3.

додата су и два нова става, који предвиђају да је могуће да искључење права гласа престане и пре него што се поступак преузимања спроведе до краја. Реч је о томе да су понуђач и(ли) лица која с њим делују заједнички пали до или испод контролног прага (25% акција са правом гласа циљног друштва), под условом да о томе неодложно обавесте надзорно тело, тржишног оператера регулисаног тржишта на коме се налазе акције циљног друштва и циљно друштво и приложе документацију која то потврђује.

Задржано је решење према коме понуђач и лица која са њим делују заједнички не смеју да отуђују акције које су предмет обавезе објављивања понуде за преузимање, али је уведен изузетак од овог правила. Ова лица смеју да отуђе акције циљног друштва ако су најкасније 30 дана пре намераваног отуђивања објавили обавештење да не намеравају да спроведу поступак преузимања и да имају намеру да отуђе одређени број акција.⁴⁰ Са отуђењем акција, изједначава се и раскидање споразума о заједничком деловању.⁴¹

Новим чланом уважене су околности када је неопходно да се за стицање акција које су предмет понуде претходно прибави одобрење неког јавноправног тела.⁴² Тада се почетак рока за подношење захтева за одобрење објављивања понуде за преузимање одлаже до добијања одобрења надлежног тела. Ако се из било ког разлога ово одобрење не добије, обавеза објављивања понуде за преузимање мирује и понуђач за то време нема право гласа из акција којима прелази праг од 25% од укупног броја акција с правом гласа. Овом мером се уважава да понуђач има интереса да учествује у раду циљног друштва, а могуће злоупотребе се спречавају свођењем гласачких права на ниво испод потенцијалног контролног утицаја. Ако понуђач падне до или испод прага од 25% од укупног броја акција, престаје обавеза објављивања понуде.

⁴⁰ ЗПДД, чл. 40, ст. 3.

⁴¹ Хрватско надзорно тело у области тржишта капитала (ХАНФА) се посебно бавило положајем лица која заједнички делују са понуђачем. У случају заједничког деловања обавеза објављивања понуде за преузимање, према одредбама ЗПДД-а, настаје за свако од лица која делују заједнички, па је стога и свим лицима која делују заједнички искључено и право гласа на акцијама. Искључење ће престати када понуђач и/или лица која с њим делују заједнички отуђе акције циљног друштва које држе и падну испод одређеног прага (25%). ХАНФА са отуђењем акција изједначава и раскид споразума о заједничком деловању јер „успостављање односа заједничког деловања на основу споразума ... изједначено (је) са стицањем акција с правом гласа, па је према томе и раскид споразума о заједничком деловању изједначен с отуђењем акција.“ В. Мишљење број: 326-770-14-1 од 25. априла 2014. године.

⁴² ЗПДД, чл. 24а.

4. Санкције у праву преузимања Србије

Српски законодавац, пратећи захтеве Директиве, уводи санкције у случају да нису поштоване законске обавезе приликом спровођења поступка преузимања. Под утицајем хрватског права, закон познаје три могуће последице за лице које прекрши обавезу објављивања понуде за преузимање. На првом месту оно губи право гласа по свим акцијама циљног друштва које поседује, независно када су и по ком основу стечене.⁴³ Друго, ако понуђач не објави понуду за преузимање, сваки акционар циљног друштва може путем суда захтевати откуп акција с правом гласа, под условима под којима је морала бити објављена понуда за преузимање.⁴⁴ На крају, предвиђена је и санкција у виду новчане казне за привредни преступ.⁴⁵

С обзиром да се наш закон опредељује за строжи вид губитка права гласа, може се поставити питање, као и у хрватском праву, да ли би тренутна норма издржала тест по основу принципа сразмерности.

Зарад стицања потпуније слике, треба приметити да је решење пре измена из 2011. године било другачије јер се право гласа губило само за проценат акција које прелазе праг за објављивање обавезне понуде за преузимање. Сматрало се да је то довољна санкција јер се њоме стицалац онемогућава да постигне свој основни циљ – овладавање циљним друштвом.⁴⁶ Обавеза објављивања понуде за преузимање имала је коректив у могућности да ако стицалац нема средстава да спроведе понуду за преузимање, по налогу Комисије за хартије од вредности, прода део акција како би се нашао испод минимума који се захтева за објављивање понуде (25 % акција са правом гласа у циљном друштву). Тиме се уважавају његове финансијске прилике и спречава се ситуација у којој он објективно не може да објави понуду, а због забране располагања акцијама (чл. 36, ст. 1 ЗОП) не може да смањи своје капитал учешће. У супротном, он би се, док не објави понуду, налазио у константном кршењу прописа о преузимању.

Враћајући се на актуелне одредбе, уочавамо да се и поред идентичне санкције оној коју је познавало хрватско право, стицалац ипак не налази у тако неповољном положају. Наиме, иако он губи право гласа по свим акцијама које поседује у циљном друштву и нема

⁴³ ЗОП, чл. 37, ст. 1.

⁴⁴ ЗОП, чл. 41б, ст. 1.

⁴⁵ ЗОП, чл. 47, ст. 1, тач. 1.

⁴⁶ Н. Јовановић, 509.

право да отуђује акције од тренутка настанka обавезе објављивања понуде за преузимање, наше право познаје коректив овом решењу којим се олакшава његова позиција. Омогућава му се да прода акције циљног друштва тако да његово учешће у капиталу циљног друштва падне испод 25% и може да остварује право гласа из преосталих акција с правом гласа, чиме не губи сваки имовински и управљачки интерес у том субјекту.

5. Закључна разматрања

Улога законодавца је да обезбеди да се односи на тржишту одвијају на несметан начин кроз јасне норме праћене одговарајућим системом реакције у случају њиховог кршења. Приликом одређивања адекватних санкција потребно је водити рачуна до које мере су оне предуслов успешног функционисања тржишта и средство остваривања тржишне дисциплине, а када прерастају у прекомерну и претерану меру.

Право преузимања чине бројна правила чије непоштовање може довести до значајних последица по тржиште и његове учеснике, а посебно по акционаре циљног друштва. Како је стицање великих капитал учешћа усмерено ка овладавању над циљним друштвом, стицалац се најчешће кажњава губитком права гласа у том друштву чиме се спречава да остварује контролни утицај. Неки законодавци сматрају да је прикладно да се губитак односи на све акције циљног друштва које стицалац поседује, док други узимају да је довољан губитак права гласа по основу акција путем којих може да се остварује контролни утицај.

У нашем праву јасна је жеља законодавца да оснажи тржишну дисциплину прописивањем строжих санкција у случају непоштовања прописа о преузимању. То не мора нужно да представља кршење основних права стицаоца, док год се проналази равнотежа између потребе да се заштите интереси (преосталих) акционара циљног друштва и ограничавања права лица које је у обавези да објави понуду за преузимање. Свако другачије решење може дати повода да сматрамо да су ове мере попримиле конфискаторни карактер и да вређају уставом загарантовано право на имовину. Стога је законодавац дужан да при уређењу санкција за понуђаче увек полази од збирног учинка свих појединачних мера које прописује, успостављајући праведну равнотежу између захтева општег

интереса (који обухвата и заштиту акционара с мањинским уделима) и заштите права понуђача.⁴⁷

Aleksandra Višekruna, M.A.
Research Assistant
Institute of Comparative Law, Belgrade

SANCTIONS FOR NON-COMPLIANCE WITH MANDATORY BID RULE

Summary

Each state takes responsibility for functioning of the market, which requires that norms provide adequate sanctions for those who do not comply with prescribed rules. Takeover law belongs to the area in which is of particular importance to determine appropriate sanctions. In this domain exists divergence between the necessity to protect shareholders of target company (and society as a whole) and encroachment on property rights of the offeror. This article deals particularly with the situation when mandatory offer was not launched. The article lists the most common sanctions, and pays special attention to suspension of voting rights of the offeror in the target company. Special reference is given to the decision of Croatian Constitutional Court on the proportionality of said sanction. Based on that, the article examines takeover regulation in the Republic of Serbia.

Keywords: takeover law, mandatory bid, sanctions, proportionality.

⁴⁷ Одлука УС, тач. 29.