

**PRAVA MANJINSKIH
AKCIONARA**

**PRINUDNA PRODAJA I
PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA**



Advokatska firma „SAJIĆ“ o.d. Banja Luka
Knežopoljska br. 10, Banja Luka, BiH
tel: +387 51 227 620
fax: +387 51 227 623
mail: info@afsajic.com
www.advokatskafirmasajic.com

SADRŽAJ:

1. UVOD	3
2. PRINUDNI OTKUP I PRINUDNA PRODAJA	4
2.1 Prinudni otkup/prodaja akcija	5
2.2 Prinudna kupovina akcija	7
3. PRINUDNA PRODAJA I PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA U POSTUPKU PREUZIMANJA	9
4. PRINUDNA KUPOVINA I PRINUDNA PRODAJA KROZ DIREKTIVE EU	11
5. ZAKLJUČAK	12

Publikaciju pod nazivom
**„PRAVA MANJINSKIH AKCIONARA - PRINUDNA PRODAJA
I PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA“**
pripremile su Nataša Krejić i Tijana Milačić.

PRAVA MANJINSKIH AKCIONARA

PRINUDNA PRODAJA I PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA

1. UVOD

Pravna zaštita manjinskih akcionara podrazumijeva definisanje njihovog položaja u zakonskim propisima i pratećoj regulativi, odnosno, zakonima koji regulišu prava privrednih društava i zakonima koji regulišu tržište hartija od vrijednosti.

Zaštita prava akcionara u velikoj mjeri utiče na kvalitet korporativnog upravljanja, stoga je neophodno utvrditi da li se manjinskim akcionarima pruža dovoljna zaštita, da li manjinski akcionari svoja prava i resurse koriste, kao i načine unaprijeđivanja zaštite manjinskih akcionara.

Prava akcionara u Republici Srpskoj su definisana Zakonom o privrednim društvima¹, koji je radi bolje zaštite nadograđen posebnim zakonom koji se bavi zaštitom manjinskih akcionara, odnosno, Zakon o preuzimanju akcionarskih društava².

Pravni okvir zaštite manjinskih akcionara i specifični oblici privatizacija doveli su do nezainteresovanosti manjinskih akcionara da koriste sva sredstva „u borbi“ sa rukovodstvom privatizovanih preduzeća.

Imajući u vidu da je korporativno upravljanje u BiH još na početku svog razvoja, praksa je nerazvijena i neprilagođena, te su samoregulacija i dobrovoljno prihvatanje obaveza još uvijek minimalne, odnosno zaštita se još uvijek ostvaruje putem prinude i pod prijetnjom sankcija od strane drugih institucija.

¹ Zakon o privrednim društvima („Službeni glasnik RS“ br. 127/ 08, 58/09,100/11,67/13)

² Zakon o preuzimanju akcionarskih društava („Službeni glasnik RS“ br. 65/08, 92/09, 59/13)

Prava manjinskih akcionara obuhvataju širok dijapazon prava, od kojih ćemo u ovom tekstu razmatrati ona koja se tiču prava manjinskih akcionara na prinudnu prodaju i prinudnu kupovinu. U nastavku teksta takođe ćemo obratiti pažnju usklađenost propisa sa propisima Evropske Unije, kao i odnos prava koja manjinskim akcionarima stoje na raspolaganju sa onima koja oni stvarno koriste.

2. PRINUDNI OTKUP I PRINUDNA PRODAJA

Zakon o privrednim društvima u naš pravni sistem uvodi jedan relativno nov institut prinudne prodaje (*squeeze-out*) i paralelno s njim adekvatan instrument zaštite druge strane - prinudne kupovine (*sell-out*).

Pravna priroda i sam način regulisanja prinudnog otkupa i prinudne prodaje ukazuju da postoje dva pristupa ovim institutima.

Sa jedne strane oni se mogu smatrati institutima kompanijskog prava. Shodno tome prinudni otkup i prinudna prodaja su regulisani odredbama Zakona o privrednim društvima.

Sa druge strane oni pripadaju oblasti preuzimanja akcionarskih društava pa samim tim su regulisani i odredbama Zakona o preuzimanju akcionarskih društava.

Otvoranje pitanje sukoba zakona, jer u istom pravnom poretku postoje dva zakona, sistemski, iz oblasti privrednih odnosa i specijalni, vezan za preuzimanje akcionarskih društava, a koji različito propisuju procenat sticanja akcija izbjegnuto je brzom reakcijom zakonodavca i usklađivanjem procenta akcija potrebnih za prodaju odnosno otkup, odnosno usklađivanjem opšteg i posebnog zakona.

Kompanije sa malim brojem slobodnih akcija nisu u velikoj mjeri atraktivne na berzi, stoga je glavni motiv većinskog vlasnika upravo da postane stopostotni vlasnik u cilju što većeg smanjenja troškova i izlaska sa berze. U tom kontekstu on koristi svoje pravo da istisne manjinske akcionare, dok

je pravo manjinskih akcionara da natjeraju vlasnika da otkupi njihove akcija pandan pravu istiskivanja.

Pravo na prodaju i pravo na otkup su dva korelativna instituta kroz koja akcionari odlučuju da li će ostanu u društvu i na berzi ili će ih napustiti.

2.1 Prinudni otkup/prodaja akcija

Prinudna prodaja akcija u osnovi se odnosi na pravo većinskog akcionara u društvu da prinudi manjinske akcionare da mu prodaju svoje akcije.

Prema ZPD-u, na prijedlog akcionara koji ima akcije koje predstavljaju najmanje 95% osnovnog kapitala društva i koji ima najmanje 95% glasova svih akcionara koji posjeduju obične akcije, (kontrolni akcionar) skupština akcionara donosi odluku o prinudnom otkupu svih akcija preostalih akcionara društva.

Lice koje u postupku preuzimanja javnom ponudom otkupi najmanje 95 % akcija ciljnog društva u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti u odnosu na ukupan broj akcija ima pravo da kupi i akcije na koje se javna ponuda odnosila od akcionara koji nisu prihvatili prodaju akcija po toj ponudi (nesaglasni akcionar), pod uslovima iz javne ponude.

Kontrolni akcionar je akcionar koji poseduje akcije koje predstavljaju najmanje 95% osnovnog kapitala društva. Akcionar – podnosilac zahtjeva navodi vrstu, klasu i broj akcija koje su predmet prodaje. Zahtjev se dostavlja akcionarskom društvu, a time se smatra da je dostavljen i kontrolnom akcionaru.

Akcije koje posjeduju lica povezana sa kontrolnim akcionarom smatraju se akcijama koje ima kontrolni akcionar, pod uslovom da su ta lica povezana sa kontrolnim akcionarom u periodu od najmanje godinu dana prije donošenja odluke o prinudnom otkupu.

Prema Zakonu o privrednim društvima povezana privredna društva čine dva ili više društava u skladu sa ovim zakonom, koja se međusobno povezuju:

1. učešćem u osnovnom kapitalu ili ortačkim udjelima (*društva povezana kapitalom*),
2. putem ugovora (*društva povezana ugovorom*) i
3. putem kapitala i putem ugovora (*mješovito povezana društva*).

S obzirom da Zakon o privrednim društvima ovaj institut vezuje samo za sticanje kapital učešća u postupku preuzimanja akcionarskih društava, postavilo se pitanje da li se institut prinudne prodaje može odnositi i na druge brojne slučajeve „prinudnog istiskivanja manjinskih akcionara“ kada je većinski akcionar stekao za ovaj institut propisani prag učešća. Nepostojanje odgovarajuće prakse, novost instituta, nedostatak dobrovoljne primjene su samo neki od razloga koji idu u korist restriktivnom tumačenju ovog instituta.

Statutom se može predvidjeti da prinudni otkup ovog člana nije dopušten ili se može propisati veći procenat učešća otkupioaca u osnovnom kapitalu društva kao uslov za prinudni otkup.

Akcionar koji je u javnoj ponudi za preuzimanje dao akcionarima ciljnog društva pravo izbora između naknade u novcu ili u hartijama od vrijednosti ili drugim oblicima imovine, to pravo mora dati i nesaglasnom akcionaru u pisanom zahtjevu.

Radi ostvarenja prava na prinudni otkup ponudilac manjinskim akcionarima čije akcije želi da otkupi upućuje pisani zahtjev za prinudnu prodaju njegovu akciju najkasnije u roku od 120 dana od dana isteka krajnjeg roka iz javne ponude, uz navođenje uslova kupovine akcija iz javne ponude, a kopiju tog zahtjeva upućuje upravnom odboru ciljnog društva.

Ako akcionar ne primi odgovor o prihvatanju zahtjeva za prinudnu prodaju u roku od 30 dana od dana podnošenja tog zahtjeva, ima pravo da ciljnom društvu pošalje obavještenje o otkupu akcija nesaglasnog akcionara i da tom društvu uplati naknadu ili preda druge oblike imovine iz tog zahtjeva uz ovlašćenje da tu naknadu ili druge oblike imovine ustupi nesaglasnom akcionaru.

Nakon prijema pisanog obavještenja ciljno društvo je dužno da upiše Centralni registar ponudioca kao akcionara prinudno otkupljenih akcija, kao i u sudski registar u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija poslovnih subjekata i da primljenu naknadu drži u svoje ime za račun manjinskih akcionara dok je ne primi taj akcionar.

Bitan element je i određivanje cijene kod ostvarivanja prava na prinudnu prodaju, koja se utvrđuje prema tržišnoj vrijednosti akcija na dan koji ne prethodi više od tri mjeseca danu donošenja odluke o prinudnoj prodaji, ne uzimajući u obzir njeno očekivano povećanje ili smanjenje kao posljedicu odluke o prinudnoj prodaji.

S tim u vezi, kontrolni akcionar određuje visinu naknade koju treba isplatiti manjinskim akcionarima.

Prilikom utvrđivanja visine naknade kontrolni akcionar je dužan da uzme u obzir imovinske i finansijske prilike društva u vrijeme donošenja odluke na skupštini akcionara, a organ nadležan za vođenje poslova društva obavezan je da kontrolnom akcionaru da na uvid svu raspoloživu dokumentaciju i pružiti sva obavještenja koja su potrebna u vezi sa utvrđivanjem naknade.

2.2 Prinudna kupovina akcija

Prinudna kupovina akcija se odnosi na pravo manjinskog akcionara da prinudi većinskog akcionara da kupi njegove akcije. Obaveza otkupa akcija od manjinskog akcionara je kogentne prirode, te je kontrolni akcionar obavezan da na pisani zahtjev manjinskog akcionara otkupi njegove akcije pod propisanim uslovima.

Prema Zakonu o privrednim društvima, institut prinudne kupovine nije vezan za način sticanja većinskog učešća u kapitalu društva, već daje mogućnost manjinskim akcionarima da od akcionara koji je stekao 95%

učešća u kapitalu društva u određenim rokovima i na određeni način zahtijevaju otkup njihovih akcija.

Manjinski akcionar može podnijeti zahtjev većinskom akcionaru najkasnije u roku od šest mjeseci od dana sticanja većinskog paketa. Većinski akcionar je dužan najkasnije u roku od 30 dana od dana prijema zahtjeva za prinudnu kupovinu da pošalje pismeni odgovor na taj zahtjev.

Kontrolni akcionar određuje visinu naknade koju treba isplatiti manjinskim akcionarima. Cijena akcija po kojoj je kontrolni akcionar obavezan da ih kupi utvrđuju se shodnom primenom pravila Zakona, o cijeni akcija po kojoj se isplaćuju nesaglasni akcionari i to na način da je relevantna cijena posljednje akcije po kojoj je stekao 95%.

Na visinu naknade obračunava se zatezna kamata koja teče od upisa odluke o prenosu akcija na kontrolnog akcionara do isplate manjinskim akcionarima. Društvo je dužno da utvrdi cijenu ovih akcija u roku od 60 dana od dana prijema zahtjeva i da o tome u istom roku obavijesti kontrolnog akcionara, koji je u obavezi da u daljem roku od 30 dana isplati utvrđenu vrijednost.

Prinudna kupovina registruje se u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija poslovnih subjekata i upisuje u Centralni registar u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti.

U slučaju da ponuđena naknada nije primjerena, svaki manjinski akcionar može, u roku od 30 dana od dana upisa odluke o prenosu akcija na kontrolnog akcionara u sudski registar, predložiti da sud u vanparničnom postupku odredi primjerenu naknadu.

Isto pravo manjinski akcionar ima, ako kontrolni akcionar naknadu nije isplatio pravilno (nije obračunao kamatu, nije uplatio puni iznos i drugo), kao i u slučaju ako primjerenu novčanu naknadu za akcije pojedinog manjinskog akcionara nije ponudio u roku od 30 dana po prijemu zahtjeva bilo kog od preostalih akcionara društva.

Pravo na isplatu novčane naknade zastarjeva u roku od tri (3) godine od dana upisa odluke o prenosu akcija u sudski registar, nakon čega će se

sredstva koja su bila deponovana na ime novčane naknade prenose na budžet Republike Srpske.

3. PRINUDNA PRODAJA I PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA U POSTUPKU PREUZIMANJA

Od posebne važnosti je da se napravi razlika između prinudnog otkupa i prinudne prodaje, koji su regulisani ZPD-om, i preuzimanja akcionarskih društava koji su regulisani Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava.

Restrukturiranje vlasničke strukture putem tehnike preuzimanja akcionarskog društva može da dovede manjinske akcionare u veoma nepovoljan položaj. Preuzimanje akcionarskih društava je predmet posebne regulative sa ciljem da se obezbijedi jednakost akcionara i zaštita manjinskih akcionara i to Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava.

Osnovni mehanizam zaštite akcionara koji predviđa ovaj zakon ogleda se u obaveznosti javne ponude za preuzimanje akcija koji mora da zadovolji propisane uslove. Shodno tome, sticalac mora u propisanom roku da obavijesti eminente i Komisiju za hartije od vrijednosti o donošenju odluke o preuzimanju, i da odluku objavi u najmanje dva štampana medija, te u roku od osam dana od objavljivanja odluke podnese Komisiji zahtjev za odobrenje javne ponude za preuzimanje akcija.

Ponudilac i lica koja sa njim zajednički djeluju, a koja nakon ponude za preuzimanje steknu 95 % od ukupnog broja glasova koje daju akcije emitenta sa pravom glasa dužna su da na pisani zahtjev preostalih akcionara (manjinskih akcionara) otkupe njihove akcije po cijeni iz ponude za preuzimanje.

Zahtjev za prinudnu kupovinu akcija iz stava 1. ovog člana, manjinski akcionar može podnijeti u roku od 90 dana od dana isteka roka važenja ponude za preuzimanje emitenta.

Ukoliko je ponudilac, odnosno lice koje s njim zajednički djeluje, do dana podnošenja zahtjeva manjinskog akcionara sticao akcije emitenta po cijeni

koja je veća od cijene iz ponude, obavezan je da od manjinskog akcionara otkupi preostale akcije po toj većoj cijeni.

Ponudilac i lica koja s njim zajednički djeluju dužni su da otkupe akcije manjinskih akcionara u roku od 30 dana od dana prijema zahtjeva manjinskog akcionara.

Uz zahtjev za prenos prava vlasništva na akcijama koje su predmet prinudne kupovine u postupku preuzimanja obavezno se prilaže zahtjev manjinskog akcionara za prinudnu kupovinu akcija upućen ponudiocu, ugovor o kupoprodaji akcija, potvrda banke o izvršenom plaćanju cijene akcija i ostalu dokumentaciju koja je propisana važećim aktima Centralnog registra.

Centralni registar hartija od vrijednosti će po izvršenom prenosu akcija na račun ponudioca, na svojoj internet stranici objaviti odgovarajuće obavještenje koje sadrži opšte podatke o emitentu koji je bio predmet preuzimanja, ime i prezime lica čije su akcije prinudno prodane, broj prinudno prodatih akcija za svako lice, cijena utvrđena u ponudi za preuzimanje po jednoj akciji i naznaka o pravima i obavezama lica čije su akcije prinudne prodane.³

Obavještenje o prenosu akcija Centralni registar će dostaviti Banjalučkoj berzi, berzanskim posrednicima i emitentu.

Kod prinudne kupovine akcija u postupku preuzimanja

³ Uputstvo o načinu ostvarivanja prava prinudne prodaje i prinudne kupovine u postupku preuzimanja („Službeni glasnik RS“ broj 65/08 i 92/09)

4. PRINUDNA KUPOVINA I PRINUDNA PRODAJA KROZ DIREKTIVE EU

Pravo većinskog akcionara da prinudi manjinske akcionare da mu prodaju svoje akcije (prinudna prodaja), kao i komplementarno pravo manjinskih akcionara da zahtjevaju od većinskog akcionara da kupi njihove akcije (prinudna kupovina), predstavljaju dva pravna instituta koja nisu bila regulisana na nivou EU sve do donošenja Direktive EU o javnim ponudama za preuzimanje (*Direktiva EU o preuzimanju*).

I pored pravne odvojenosti, prinudna prodaja i prinudna kupovina ekonomski posmatrano čine jednu cjelinu. Prema rješenju Direktive EU o preuzimanju, mora postojati direktna ili indirektna veza između prava na prinudnu prodaju, odnosno prinudnu kupovinu, i potpune javne ponude za preuzimanje. U oba slučaja je princip da se određeno kapital-učešće mora steći kao rezultat uspješnog preuzimanja javnom ponudom.

Prema tome, Direktiva EU o preuzimanju je domen primjene prinudne prodaje i prinudne kupovine preusmjerila isključivo na teren prava preuzimanja, prepuštajući državama da se opredjele za prag sticanja kapital učešća akcija sa pravom glasa, s tim što određuje raspon od 90%-95% tog učešća.

5. ZAKLJUČAK

Kada ponudilac stekne 95% akcija ciljnog društva kao rezultat javne ponude za preuzimanje onda se primenjuju pravila o prinudnoj kupovini iz Zakona o preuzimanju akcionarskih društava. Međutim, u svim slučajevima kada jedno lice stekne 95% akcija drugog društva, pod uslovom da taj procenat nije dostignut u postupku preuzimanja, većinski akcionar postaje obavezan da kupi akcije preostalih akcionara na njihov zahtjev prema pravilima Zakona o privrednim društvima. Otuda se može izvesti zaključak po kome je prinudna kupovina opšti institut kompanijskog prava, te u tom pogledu naše pravo prati moderne evropske tendencije u ovoj oblasti.

Naime, manjinskih akcionara je u Republici Srpskoj inicijalno bilo preko 1 milion. U Republici Srpskoj danas malih akcionara u investicionim fondovima ima preko 450.000, dok malih akcionara u preko 600 akcionarskih društava koja se kotiraju na berzi ima preko 280.000.

Ako se poboljša položaj malih akcionara, ako se omogući da koriste prava garantovana Zakonom, poboljšaće se i stanje u preduzećima, koja će ostvarivati veće prihode, uvećavati tražnju, što će svakako ići u korist razvoju preduzetništva, i privrednog prosperiteta RS.

Uporedne analize pokazuju da se naši zakoni ne razlikuju mnogo od evropskih zakona, ali nerijetko se dešava da onog čega ima u zakonima – nema u praksi. Zbog tog raskoraka između normativnog i stvarnog, imovina akcionara i prava koja iz nje proističu su praktično bez zaštite. Teren dobrovoljne primjene još uvijek nije dovoljno zaživio, te se osnovna zaštita pruža prinudnim putem, putem sudova i regulatornih tijela, kao što je Komisija za hartije od vrijednosti.

Na listi WEF (*World Economic Forum*) globalne konkurentnosti kada je u pitanju zaštita prava malih akcionara Bosna i Hercegovina je na 130. mjestu od 148. mjesta.



NATAŠA KREJIĆ

Advokat

Diplomirala na Pravnom fakultetu u Banjaluci 2004. godine, a u Advokatskoj firmi Sajić zaposlena od 2003. godine.

Advokat je od 2011. godine. Član je Advokatske komore Republike Srpske i Union Internationale des Avocats (UIA).

Jezici: Engleski

E-mail: natasa@afsajic.com

Telefon: 051/223-644, 051/227-620



TIJANA MILAČIĆ

Adv.pripravnik

Diplomirala je na Pravnom fakultetu u Beogradu 2014. godine, a u Advokatskoj firmi Sajić je zaposlena od 2015.godine kao advokatski pripravnik.

Jezici: Engleski

E-mail: mtijana@afsajic.com

Telefon: 051/227-620, 223-634

Advokatska firma "Sajić" je ortačko društvo Banja Luka osnovano 2003.godine sa sjedištem u Banja Luci.

Bavimo se pretežno građanskim i privrednim pravom. Pružamo pravne savjete iz različitih oblasti prava, zastupamo klijente pred svim sudovima i državnim institucijama u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini, učestvujemo u pregovorima sa stranim i domaćim pravnim i fizičkim licima, dajemo mišljenje i preporuke u vezi sa primjenom propisa, i sl.

Naš tim broji 18 zaposlenih, od čega je 7 advokata. Svako od nas se specijalizuje za samo nekoliko užih pravnih oblasti, što nam omogućava da našim klijentima pružimo vrlo kvalitetnu, profesionalnu uslugu.

Banja Luka, mjesec januar 2016. godine

