

**УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ПРАВЕН ФАКУЛТЕТ**

ISSN 1857-7229



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
YEARBOOK**

ГОДИНА 2

VOLUME II

**GOCE DELCEV UNIVERSITY – STIP
FACULTY OF LAW**



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
ПРАВЕН ФАКУЛТЕТ
YEARBOOK
FACULTY OF LAW**

За издавачот

Проф. д-р Јован Ананиев

Издавачки совет

Проф. д-р Саша Митрев
Проф. д-р Блажо Боев
Проф. д-р Лилјана Колева Гудева
Проф. д-р Јован Ананиев
Доц. д-р Љупчо Сотирски
М-р Ана Никодиновска Крстевска

Редакциски одбор

Проф. д-р Јован Ананиев
Доц. д-р Љупчо Сотирски
Доц. д-р Борка Тушевска
М-р Ана Никодиновска Крстевска

Главен уредник

Проф. д-р Јован Ананиев

Одговорен уредник

Доц. д-р Љупчо Сотирски

Јазично уредување

Даница Гавриловска-Атанасовска
(македонски јазик)

Техничко уредување

Славе Димитров
Благој Михов

Печати

Печатница „2-ри Август“ - Штип
Тираж - 300 примероци

Редакција и администрација

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип
Правен факултет
ул. „Крсте Мисирков“ бб
п. фах 201, 2000 Штип
Р. Македонија

Editorial board

Prof. Saša Mitrev, Ph.D
Prof. Blazo Boev, Ph.D.
Prof. Liljana Koleva Gudeva, Ph.D.
Prof. Jovan Ananiev, Ph. D
Ass. Prof. Ljupčo Sotirovski, Ph. D
Ana Nikodinovska Krstevska, M.A.

Editorial staff

Prof. Jovan Ananiev, Ph. D
Ass. Prof. Ljupčo Sotirovski, Ph. D
Ass. Prof. Borka Tuševska, Ph. D
Ana Nikodinovska Krstevska, M.A.

Managing editor

Prof. Jovan Ananiev, Ph. D

Editor in chief

Ass. Prof. Ljupčo Sotirovski, Ph. D

Language editor

Danica Gavrilovska-Atanasovska
(Macedonian)

Technical editor

Slave Dimitrov
Blagoj Mihov

Printing

„Vtori Avgust“ - Stip
Printing No 300

Address of the editorial office

Goce Delcev University – Stip
Faculty of law
Krste Misirkov b.b.
PO box 201, 2000 Stip,
R. of Macedonia

СОДРЖИНА

д-р Јован АНАНИЕВ Анализа на демократскиот капацитет на единиците на локалната самоуправа во Република Македонија	5
д-р Марко АНДОНОВ Некои аспекти на застапувањето на акционерите согласно законот за трговски друштва	21
м-р Димитар АПАСИЕВ Ius Naturale подзаборавениот правец во философијата на правото	33
м-р Владимир АРСОВ Големата повелба за народите од 1215 година. Историски развој и нејзиното значење за развојот на уставното право како гранка на правото во Англија и светот	53
д-р Снежана БИЛИЌ-СОТИРОСКА Потребата од промена на компетенциите во развојот на човечките ресурси во постресецкиот период	65
д-р Ненад ГАВРИЛОВИЌ Концептуални постановки на непосредното и посредното застапништво, vis-à-vis откриеното и неоткриеното застапништво	77
м-р Илија ГРУЕВСКИ Технологијата како фактор на економскиот раст низ правците на економската теорија	105
м-р Олга ЃУРКОВА Влијанието на римскиот казненоправен систем врз модерните казнени системи	117
м-р Кристина МИШЕВА Ликвидација на отворени инвестициски фондови	127
д-р Андон МАЈХОШЕВ Правно уредување на плата во меѓународните инструменти и во националното законодавство на Република Македонија	137
м-р Марија РАДЕВСКА Концепт на нематеријална штета – правна регулатива и правни тенденции	147
м-р Ана НИКОДИНОВСКА КРСТЕВСКА Концептот на нормативна моќ на Европската унија	163
д-р Страшко СТОЈАНОВСКИ Основни претпоставки за поставеноста на правниот систем во рамките на доцноосманлиската империја	173
д-р Борка ТУШЕВСКА Мерки на одбрана на акционерските друштва од преземање контрола	189

МЕРКИ НА ОДБРАНА НА АКЦИОНЕРСКИТЕ ДРУШТВА ОД ПРЕЗЕМАЊЕ КОНТРОЛА

Апстракт: Во модерното компаниско право и корпоративна практика, мерките на одбрана од непријателско преземање претставуваат најсложената и најкомплексната материја во рамки на преземањето. На значењето и комплексноста на проблематиката укажува и фактот што на ниво на ЕУ на прашањето му е посветена цела директива. Мерките на одбрана во одделните правни системи се развиваат паралелно со офанзивната стратегија на потенцијалните преземачи на контрола. Ова од причина што мерките на одбрана се реакција на обидот потенцијалниот преземач да ја преземе компанијата спротивно на интересите на акционерите и управата. Развојот на мерките на одбрана е во непосредна врска со политиката што определена држава ја креира во однос на ова проблематика. Искуствата покажуваат дека земјите кои се повеќе отворени за влез на странски капитал акцентот го ставаат на развојот на преземањето односно пазарот на корпоративна контрола. Во секој случај, на становиште сме дека секое преземање кое реално е во интерес на друштвото и акционерите би требало да се поддржува. Ова во смисла на тоа што голем број од мерките на одбрана претставуваат вештачка творба на менаџментот на компанијата преку која исклучиво се штитат личните позиции на директорите. Оттука сметаме дека злоупотребата е доминантна кога станува збор за креирањето дефанзивна стратегија од страна на органот на управување.

Клучни зборови: *пријателско преземање, непријателско преземање, мерки на одбрана*

MEASURES OF DEFENSE OF JOINT STOCK COMPANIES TAKING CONTROL

Abstract: *Defensive measures* from hostile takeover in the frame of natty company law and corporate practice, represent one of the most complexity subjects in the area of taking over. Confirmation about the significance and the complexity of this subject is the fact that a whole directive on the level of EU is dedicated to this problem. Together with the progress/evolution of *Defensive*

measures, the companies (*whish might be a subject of takeover*) are developing their own offensive strategy from taking over. This is because the *defensive measure represents* reaction of the attempt of taking over certain company against the interst of the shareholders and board. The development of this subject is in direct concetion with the state policy that one country is creating in this area. The experience in this sphere demonstrates that the countries open about foreign capital put the accent on corporate control.

In any case, our standpoint is that any undertaking which is in accordance with the company interest and shareholders have to be uphold. More accuracy, the greates part of the *defensive measure services to protect personal interest of the board*. Therefore, we assume that the misuse is dominant when we took about defensive strategy from the management.

Key words: *Friendly takeover, unfriendly takeover, Defensive measures*

Вовед

Пристапувањето кон анализа и елаборирање на прашањата за „непријателското преземање“ (*hostile/unfriendly takeover*) и „мерките на одбрана“ (*defensive measures*) бара темелно проучување на ова сложена и контроверзна проблематика. Имено, бројните практични проблеми, неусогласената судска практика и непостоењето на соодветни/конкретни законски решенија на полето на преземањето, предизвика широки и суштински дискусии во рамки на повеќето земји-членки на Европската заедница и Европската комисија. Во компаративно правната литература и легислатива егзистираат повеќе хетерогени решение на полето на преземањето. Токму хетерогеноста на решенијата од поединечните правни системи/законодавства претставува научен стимуланс/предизвик за пристапување кон продлабочена анализа и конструирање на едно оптимално *de lege ferenda* решение.

За таа цел авторот, пристапил кон употреба на методите на анализа и синтеза, со посебен акцент на компаративниот метод како доминантен во разработувањето на поимот и видовите мерки на одбрана. Актуелноста и комплексноста на проблематиката – „мерки на одбрана од преземањето контрола“ – најилустративно преку случајот *Gucci v. LVMH (Moët Hennessy Louis Vuitton SA)* – неуспешниот обид на *LVMH* за преземање на *Gucci*.¹

¹ Види повеќе: Радовић В., Мере одбране акционарског друштва од преузимање контроле, Београд, 2008, стр. 1.

1. Поим и основни карактеристики на мерките за одбрана

Непријателското преземање (*преземање на акционерско друштво спротивно на волјата на управата на друштвото*)² претставува материја што го привлекува вниманието на поширок круг интересенти – адвокати, банки, брокерски куќи, инвестирачки компании итн. Во современата правна теорија, под околот на ова прашање, посебна/нова димензија добива материјата „мерки на одбрана од непријателско преземање“ на што ќе го фокусираме нашето внимание во овој труд.

Современата компаративна регулатива во поглед на ова проблематика утврдува две спротивставени тенденции, оставајќи простор за модифицирање на егзистирачките решенија зависно од потребите на општествено-економскиот развој. Ова е во смисла на тоа што одделни правни системи манифестираат тенденција на *ограничено дејство на мерките на одбрана, наспроти законските решенија кои форсираат нивна широка употреба*.

Суштината на проблематиката лежи во утврдувањето на границите на органот на управување, при изготвувањето на дефанзивната стратегија односно преземањето мерки на одбрана од контрола. Спроведувањето теоретска анализа на проблематиката и истражувањето на нејзините практичните аспекти покажува дека овие границите се движат - *од принципот на неутрална управа (рестриктивна регулатива) до принципот на слободно одлучување (либерални позиции/право на вето)*. Понатаму, се поставува прашањето - *дали преземените мерки на одбрана се во согласност со законот, статутот на друштвото и спецификите на правилата за преземање?!*

Одговорот на прашањето е врзано за политиката што државите ја спроведуваат кога станува збор за тоа – *дали државата стимулира развој на пазарот на корпоративна контрола или развој на мерките на одбрана од контрола*.³

Во деловната практика егзистираат хетерогени мерки на одбрана од преземање и нивни варијации, чии број во континуитет се зголемува и го отежнува нивното класификацијање и детерминирање.

² Steinbächer J., Defense Strategies against Hostile Takeovers, International University of Monaco, 2007, p.

³ Стимулирањето на пазарот на корпоративна контрола е карактеристично за државите кои се отворени за странски инвестиции и развој на внатрешната економија. Земајќи го предвид фактот дека за развојот на една внатрешна економија неопходно е нејзино учество на заедничкиот светски пазар (*секој затворен систем е осуден на изумирање*), јасно е од каде генерира потребата од стимулирање на пазарот на корпоративна контрола.

Детерминирањето на поимот „мерки на одбрана“ претставува комплексна задача. Генерално утврдено правило е дека под поимот „мерки на одбрана“ се подразбираат дејствијата кои органите на акционерските друштва ги преземаат во границите на своите овластувања, а кои по својата природа се подобни да го оневозможат или отежнат преземањето контрола.⁴ Со цел правилно сфаќање на поимот мерки на одбрана од контрола⁵ тргнуваме од анализа на прашањето – кои се основните мотиви на определено трговско друштво да упати јавна понуда за преземање? Понатаму, како понудувачот оценува кој момент е најпогоден за поднесување формална понуда за преземање? Искуствата од деловната практика покажуваат дека детерминирањето на вистинските мотивите на преземањето секогаш е *ex post*. Ова, во смисла на тоа што понудувачот настојува во моментот на поднесувањето јавна понуда за преземање, своите вистински мотиви да ги прикрие обидувајќи се формално да манифестира оправдани причини за преземањето. Генерално утврдено правило е дека – *потенцијалните преземачи при градењето на стратегијата за преземање тргнуваат од желбата за удвојување на профитот, промена на неефикасната управа, желба за создавање на корпоративна империја, експлоатација на преземеното друштво во смисла на користење на неговите ресурси, желбата да се создаде синергична добивка итн.*⁶ Не ретко во деловната практика, преземањето произлегува од желбата на понудувачот да го отстрани влијанието на својот конкурент како би ја зајакнал својата позиција на пазарот. Од друга страна, можноста неефективното работење на менаџерскиот тим да се санкционира преку преземањето контрола во друштвото од страна на трето лице, претставува осигурувачки момент за интересите на акционерите. Во ова смисла, институтот „преземање на контролата во акционерските друштва,“ претставува прекрасен начин да се провери/исконтролира неефикасноста на менаџментот и се третира како посебно важен дисциплинирачки механизам на пазарот.⁷

⁴ Радовић В., *op. cit.*, стр.17.

⁵ Определен трговски субјект во правниот прометот поседува контролно капитално - учество во моментот кога купените хартии од вредност му овозможуваат одлучувачко влијание врз управувањето и водење на деловниот потфат на друштвото.

⁶ Под синергија (*синергиски ефект*) во правната теорија се подразбира здружување на деловните капацитети на две правни лица (*компанији*) и координирање на нивните правни дејствија во насока на зголемување на нивниот профит.

⁷ Buxbaum R.M., *European business law: Legal and Economic analyses on integration and harmonization*, New York, 1991, p. 383.

2. Видови мерки на одбрана на целното (*target*) друштво

Во правната теорија и корпоративната практика егзистираат и се применуваат голем број „мерки на одбрана“ од непријателско преземање усвоени од страна на управата или акционерите на друштвото (бел витез, златен падобран, отровни пилули, договор за ограничување на правата на акционерите за стекнување акции, зголемување на основниот капитал на акционерските друштва преку емисија на одобрени акции, заемно капитално-учество, исплата на меѓудивиденда, принудна куповина на сопствени акции и противпонуда, плурална акција, винкулација на акциите, одредувањето максимален број гласови за акционерите, одредувањето квалификуван кворум за донесувањето определени одлуки итн.). Комплексноста во класифицирањето на мерките произлегува од нивниот енормно брз развој и многубројноста на критериумите врз основа на што се врши нивното класифицирање. Анализата и елаборирањето на сите горенаведени мерки во рамки на еден труд технички не е возможно, па следствено, ќе пристапиме кон елаборирање на некои мерките на одбрана атрактивни⁸ за управата и акционерите.

2.1. Мерки на спречување и отежнување на контролата врз акционерските друштва

Во правната литература, врз основа на критериумот моќ/јачина на мерките на одбрана се прави дистинкција помеѓу мерките кои дејствуваат во насока на спречување на преземањето и мерките кои го отежнуваат преземањето. Попрецизно, класификацијата се заснова на последиците кои преземените мерки ги произведуваат на пазарот на корпоративна контрола. Во ова смисла, мерките кои го блокираат во целост преземањето се подведуваат во категоријата мерки на спречување, наспроти мерките кои го одложуваат преземањето и во теоријата се познати како мерки на отежнување на преземањето. Во деловната практика често издвојувањето на овие мерки во посебни категории е сложено. Ова е од причина што таргетираните друштва најчесто преземаат пакет мерки на одбрана, па следствено, оценувањето на моќта на секоја поединечна мерка технички е неизводливо. Во секој случај, теоретски, во групата мерки на одбрана кои го отежнуваат преземањето спаѓаат: *златни падобрани, отровни пилули, емисија на одобрени акции, исплата на меѓудивиденда, пронаоѓање бел витез итн.*

⁸ За органот на управување атрактивни се мерките за чија полноважност не е потреба дополнителна верификација од страна на акционерите.

2.1.1. Мерки на отежнување на преземањето контрола

а) Отровни пилули (*Poison pills*)

Големиот број непријателски преземања кои ја преплавија Америка во втората половина на XX век ја наметнаа потребата од конструирање посебен институт на компаниското право како одговор на прогресивната стратегија за непријателско преземање. Концепирани во 1982 година,⁹ отровните пилули несомнено претставуваат најкомплексните, истовремено и најнефективните мерки на одбрана, плод на американска корпоративна практика. Отровните пилули се одликуваат со неколку специфики/карактеристики кои ги дистингвтираат од останатите мерки на одбрана и врз основа на истите ја стекнуваат својата енормна популарност во корпоративната практика. Суштината на овој институт најдобро е прикажана преку следново: со непријателското преземање на таргетираното друштво со усвоени отровни пилули, преземачот ќе ги „проголта и пилулите“ чие „отровно дејство“ во значајна мерка ќе ја намали неговата капитална инвестиција и гласачки права.¹⁰ Кога станува збор за карактеристиките на отровните пилули како посебно значајни/модерни мерки на одбрана, првенствено се тргнува од издавањето варанти – хартии од вредност што на сопственикот му даваат право да купи акции. Варантите се издаваат на постоечките акционери. Истите преку поседувањето на овие хартии од вредност му даваат можност на сопственикот да купи акции по однапред одредена цена. Атрактивноста на овој вид мерки на одбрана посебно доаѓа до израз поради фактот што нивното полноважно правно дејство не е условено од согласноста на собранието на акционери. Во модерното компаниско право, под поимот отровни пилули не се подразбира само една одбранбена мерка, туку повеќе такви кои предизвикуваат слични правни последици. Моќта на отровните пилули се огледа во фактот што тие претставуваат силен одбранбен механизам што финансиски ги исцрпува потенцијалните преземачи и ги прави „лесен плен“ за трети (финансиски) моќни компании. Можноста одлуката за отровни пилули да се отповика остава простор за преговарање помеѓу потенцијалниот преземач и управата на друштвото. Во практиката, управата на друштвото честопати тактизира во смисла на тоа што во преговарачкиот процес го условува повлекувањето на одлуката со плаќање поголема премија од страна на преземачот. Издавањето варанти практично значи купување на акции по повластена цена односно со попуст. Ваквата привилегија се однесува на сите акционери без исклучок, освен, на потенцијалниот преземач на

⁹ DePamphills D.M., *Mergers, acquisition, and other restructuring activities*, Amsterdam, 2005, p. 108.

¹⁰ Радовић В., *op. cit.*, стр. 258.

контролата. Врз основа на ова се поставува прашањето - дали претставува дискриминација неможнoста да купи две за една акција преземачот на контролата во случај кога и тој поседува акции? Што се случува доколку прагот на активирањето на отровните пилули е 10% и по овој праг им се дава право на останатите акционери да купат акции по повластена цена, меѓутоа не и на потенцијалниот преземач на контролата во друштвото. На становиште сме дека ваквото решение отстапува од начелото на еднаквост на акционерите. Ова во смисла на тоа што потенцијалниот преземач на контролата поседува определен процент на акции кои му ги дава сите права како и останатите акционери. Оттука, секое поинакво постапување би значело негово дискриминирање. Во правната теорија, сепак, утврдено е становиштето дека решението е во функција на заштитата на правата на акционерите, па оттука, можноста потенцијалниот преземач да го зголеми бројот на своите акции преку издадените варанти би значело отстапување/губење на целта на отровните пилули.

Отровните пилули (анг.*Poison pills/zip.Giftpillen*) се составен дел на најпопуларната класа мерки на одбрана од преземање. Нивната доминантност во деловната практика е последица на нивната ефикасност¹¹ во блокирањето на понудата за преземање од страна на потенцијалниот преземач. Сепак, моќта на отровните пилули се огледа во одложувањето на преземањето. *In ultima linea*, отровните пилули им служат на членовите од управата да го дестабилизираат преземачот и да го извлечат максимумот од нив во замена за загубата на нивните лични позиции. Конечно, отровното дејство на пилулите се сведува на изнудување што повисока премија за акционерите.

б) Зголемување на основниот капитал на акционерското друштво преку емисија на одобрени акции

Зголемувањето на основниот капитал на друштвото преку емисија на веќе одобрени акции претставува мерка на одбрана чија ефикасност е условена од повеќе критериуми. *Најпрво*, ефикасноста на мерката зависи од тоа кој орган е надлежен за донесувањето одлука за зголемување; *Второ*, за кој вид зголемување на капиталот станува збор; *Трето*, дали постоечките акционери имаат право на првенство при уписот на акциите итн. Од одговорите на овие прашања зависи моќта/ефикасноста на ова мерка како средство на одбрана од преземањето контрола.

¹¹ Ефикасноста на отровните пилули се потврдува преку бројот на усвоени отровни пилули од страна на трговските друштва во домашната и странска деловна практика.

Генерално утврдено правило е дека донесувањето одлука за зголемување на основниот капитал е во надлежност на собранието на акционери. Вакво решение предвидува и нашето позитивно право. Во ова смисла, *донесувањето одлука за зголемување на основната главнина* е во надлежност на собранието на акционери.¹² Меѓутоа, одлуката за зголемување на основачкиот капитал добива значење како мерка на одбрана кога е донесена од страна на органот на управување. Се поставува прашањето – постои ли законски основ во статутот на друштвото да се утврди можноста одлуката за зголемување на основачкиот капитал да биде во надлежност на органот на управување? И покрај генерално утврдениот став дека донесувањето на одлука за зголемување на основната главнина е во надлежност на собранието на акционери, во повеќето национални законодавства предвидена е можноста (кога станува збор за емитирање одобрен капитал) зголемување на основната главнина да биде во надлежност на органот на управување.¹³ Во ова смисла, (ЗТД, чл. 436/1) Органот на управување може да биде овластен со статутот најмногу за пет години по уписот на основањето на друштвото, односно за пет години по уписот на одлуката за измена на статутот во трговскиот регистар, ако оваа можност не била утврдена со статутот, преку издавање нови акции врз основа на влогови, да ја зголеми основната главнина до определен номинален износ (одобрен капитал).

Во правната теорија и деловна практика егзистираат три посебни начини на зголемување на основната главнина – зголемување на основниот капитал преку нови влогови; условно зголемување на основниот капитал и зголемување на основниот капитал од средства на друштвото. Во функција на градењето одбранбена стратегија на друштвото секој од утврдените начини на зголемување има свои предности и недостатоци. Искуствата од практиката покажуваат дека зголемувањето на основниот капитал на АД преку емисија на одобрени акции претставува најмоќниот инструмент

¹² Види (ЗТД, чл. 421/1) зголемувањето на основната главнина се врши со одлука на собранието за зголемување на основната главнина. Одлуката за зголемување на основната главнина има карактер на одлука за измена на статутот, освен одлуката за зголемување на основна главнина што органот на управување ја донел според одредбата на статутот за одобрен капитал.

¹³ Врз одлуката за проширување на надлежноста за донесување одлука за зголемување на основната главнина и врз органот на управување големо влијание изврши Втората директива на ЕУ 77/91 од 13 декември 1976 која се однесува на основањето на акционерските друштва, односно формирањето, одржувањето и промената на основната главнина на акционерските друштва (*Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent*).

во рацете на управата. Основен предуслов за емитување акции врз основа на одлука на управата претставува постоењето одобрени акции. Бројот на одобрените акции на АД не може да биде поголем од 50% од бројот на издадени обични акции.¹⁴ Во ова смисла, (ЗТД, чл. 436/2) Номиналниот износ на одобриот капитал не може да ја надмине половината од основната главнина во времето кога е дадено овластувањето за условното зголемување на основната главнина. Понатаму, предуслов за полноважна одлука на управата истовремено претставува и постоењето на правото на првенство при запишувањето на новоиздадените акции сразмерно на учеството на нивните акции во основната главнина. Оттука, (ЗТД, чл. 421-а) при зголемување на основната главнина, акционерите имаат право на првенство за запишување на новоиздадените акции сразмерно на учеството на нивните акции во основната главнина на друштвото, без разлика на тоа дали новоиздадените акции се продаваат преку банка или преку друга финансиска организација. Конечно, предуслов за реализирање на овој инструмент на одбрана претставува овластувањето на управата да емитува одобрени акции.¹⁵

Донесувањето одлука за емитување на акции (одобрен капитал) целосно се коси со принципот на неутрална управа. Во ова смисла, забрането е издавањето нови акции во текот на преземањето контрола. Баквото решение посебно добива на значење поради фактот што Директивата на ЕУ за преземање во рамки на art. (9/2) содржи исто решение. Оттука, Директивата на ЕУ ја утврдува како недозволена одлука на органот на управување за зголемувањето на основниот капитал.

в) Златени падобрани (*Golden parachutes*)

Воведувањето златни падобрани во деловната практика како мерка на одбрана од преземањето контрола е последица на кадровските промени кои го погодуваат друштвото по завршувањето на постапката за преземање. Суштината на овој инструмент претставува гаранцијата која за определени членови на управата од таргетираната компанија произлегува врз основа на одлуката (план за заштита на лицата кои се во работен однос или некој друг договорен однос со друштвото) за усвојување на мерката – златен падобран. Со освојувањето на овој план за заштита, таргетираното друштво се обврзува на определени лица кои се во работен или друг договор со компанијата да им исплати определен изразито висок надомест.

¹⁴ Види: Хрватскиот (ЗТД, чл. 323/3), Словенечкиот (ЗТД, чл. 328/3).

¹⁵ Види повеќе: Barbić J., Dioničko društvo, Zagreb, 2000, str. 552.

Во фигуративна смисла, терминот златни падобрани укажува на фактот дека членовите од управата/менаџментот и покрај престанокот на нивниот работен однос имаат определена сигурност – нивното слетување е сигурно.

Дејството/моќта на златните падобрани се огледа во отежнувањето на преземањето контрола. Златните падобрани може да произведат дејство на спречување на преземањето само во комбинација со други мерки на одбрана. Оправданоста на институт првенствено произлегува од редуцирањето (елиминирањето) на инхерентниот спор кој реално егзистира помеѓу органот на управување и акционерите во друштвото. Ова во смисла на тоа што, членовите на управата повеќе ќе водат смета за интересите на акционерите во ситуација кога нивната иднина е обезбедена. Златните падобрани го прават друштвото помалку атрактивно за преземање, од аспект на тоа што со исплаќањето на надоместоците му се намалува финансиската моќ и капацитет на таргетираното друштво. Од друга стана, во правната теорија¹⁶ застапени се становишта кои златните падобрани ги перципираат како средство што исклучиво ги штити интересите на членовите на управата. Имено, високите надоместоци честопати претставуваат причината поради што менаџментот дејствува во функција на интересите на потенцијалниот преземач. Понатаму, како аргумент во прилог на ова становиште се поставува прашањето – кој од членовите на управата ќе го искористи правото на надомест за престанок на работниот однос. Реално, преземачот на контролата им го прекинува работниот однос на членовите од управата кои дејствуваат спротивно на интересите на друштвото. Оттука, контрапродуктивноста на златните падобрани во поглед на заштитата на интересите на друштвото.

Правната основа на овие мерки на заштита претставува договорната клаузула со која се обезбедува паричен износ за директорите во компанијата чиј работен однос престанал после преземањето контрола. Договорната клаузула со која се уредува ова прашање најчесто е составен дел на договорот за работа. Во деловната практика, не ретко ваквите договорни клаузули се содржани во посебни договори помеѓу друштвото и менаџментот.

Конечно, на мислење сме дека златните падобрани се во функција на неефикасната управа, и оттука, донесувањето на одлука за ваква мерка на одбрана би требало да се спроведе со внимателно анализирање на сите околности во друштвото.

¹⁶ Види повеќе: Радовић В., *op. cit.*, стр. 337.

г) Пронаоѓање бел витез – конкурентски понудувач (*White knight*)

Суштината на „пронаоѓањето“¹⁷ бел витез“ како мерка на одбрана од преземањето контрола се состои во потрагата по алтернативна/ конкурентска понуда за преземање спрема која менаџментот е пријателски расположен. Попрецизно, управата на друштвото мотивирана од неповолната понуда на актуелниот понудувач или од неговите намерите после окончувањето на постапката да атакува на позиции на директорите, презема мерки во насока на пронаоѓање „најпоповолен“ понудувач за акционерите. Во ова смисла, компанијата бел витез склучува договор за преземање (*merger agreement*) со цел да ја заштити таргетираната компанија од непријателското преземање.¹⁸

Споредбено-правните искуствата покажуваат дека институтот бел витез е длабоко е интегриран во корпоративната практика. Неговото дејство првенствено се однесува на заштита на интересите на акционерите. Ова во смисла на тоа што акционерите независно од тоа кој ќе го преземе друштвото се наоѓаат во повластена позиција. Во борбата помеѓу компанијата бел витез и оригиналниот преземач¹⁹ акционерите само го чекаат победникот и висината на надоместот за продадените акции. Субјектот кој во текот на целокупниот процес на преземање е под притисок и игра активна улога во постапката на преземање е – органот на управува. Сепак, конечната одлука за тоа кој ќе биде победникот од постапката за преземање одлучуваат – акционерите во друштвото. Ова од причина што понудата за преземање *in ultima linea* е упатена до сопствениците на акциите.

Мерки на спречување на преземањето контрола

а) Заемното капитално-учество (*Cross-shareholdings*)

Во правната теорија и деловна практика, заемното капитално-учество²⁰ се подразбира во групата - претходни мерки на одбрана од преземањето контрола. Споредбеноправо, искуствата од практиката покажуваат дека

¹⁷ Во правната теорија постојат дилеми околу прашањето – *дали треба да се користи терминот пронаоѓање или барање на конкурентски понудувач.*

¹⁸ Hunt P., *Structuring merger & acquisition: A guide to creating shareholder value*, New York, 2004, p. 579.

¹⁹ Не ретко во правната теорија оригиналниот понудувач на преземањето се среќава под терминот *црн витез*.

²⁰ Симплифициран случај на заемно капитално учество (*cross-shareholding*) постои кога компанијата А поседува 20% од компанијата Б и обратно компанијата Б поседува 15% од акциите во компанијата А.

заемното капитално-учество како мерка на одбрана не е општоприфатено од страна на акционерските друштва. Моќта на овој инструмент се огледа во редуцирањето на бројот од расположливи акции на пазарот и потребата да се обезбеди согласност од управата на друштвото кое поседува акции во таргетираната компанија. Во однос на останатите мерки на одбрана кои дејствуваат во насока на спречување на преземањето, предноста на заемното капитално-учество се огледа во сигурноста која се обезбедува преку поседувањето на дел од капиталот од страна на друштвото пријател. Во ова смисла, тешко е да се поверува дека постојат посоодветни средства за одбивање на понудата за непријателското преземање од постоењето значаен акционер кој нема волја да ги продаде советите акции.²¹ Во правната теорија, заемното капитално-учество се дели според бројот на друштвата кои се капитално врзани и висината на капиталното-учество. Врз основа на првиот критериум се разликуваат двострани и повеќестрани капитални учества. Понатаму, врз основа на висината на капитал-учеството се разликуваат просто и квалификувано капитално-учество. Кога станува збор за повеќестрано капитално-учество, преземањето контрола станува практично невозможно. Ова е од причина што, врзувањето на повеќе друштва преку својот капитал генерира синџир чие прекинување би значело обезбедување согласност од страна на акционерите на сите друштва од веригата. Илустративно, друштвото А поседува 25% од акциите во друштвото Б, друштвото Б поседува 20% од капиталот на друштвото В и друштвото В поседува 25% од акциите во друштвото А. Оттука, тежината на овој институт како мерка на одбрана од непријателско преземање.

Заемното капитално учество како дел од дефанзивната стратегија на определено друштво практично значи спречување на преземањето контрола. Институтот максимално е експлоатиран во рамки на европско-континенталниот систем на право – *Германија*, наспроти *common law* системот каде што заемното капитално-учество ретко наоѓа практична примена.²²

б) Одредување максимален број гласови на акционерот (Caps on voting rights)

Концентрацијата на гласачките право во рацете на едно лице претставува исклучително ефективна мерка на одбрана од непријателско преземање. Во својата суштина преземањето на ова мерка значи

²¹ Adolff J., Meister B., Randell C., Stephan K.D., Public Company Takeovers in Germany, USA, 2002, p. 208.

²² Види повеќе: Ferrarini G., Shareholder value and the modernization of European corporate law, 2003, p. 248.

ограничување на бројот на гласови што еден акционер може да ги користи независно од бројот на акции кои ги поседува. Ваквото решение во статутот на едно акционерско друштво укажува на отстапувањето од принципот на пропорционалност во гласањето.

Раскинувањето на врската „една акција еден глас“ реално постои во законодавствата на повеќе правни системи.²³ Исклучоци се предвидени во рамки на Германскиот правен систем каде што важи принципот – една акција еден глас. Нашето позитивно право го застапува принципот на пропорционалност во гласањето. Во ова смисла, (ЗТД, чл. 280/1) секоја акција која дава право на глас дава право на еден глас во собранието на друштвото.²⁴ Максимализирањето на гласачките права на акционерите не го спречува преземањето на контрола врз таргетираното друштво од правен аспект. Спречувањето се однесува на воспоставувањето фактичка контрола. Ова во смисла на тоа што, поседувањето значајно капитално учество во капиталот на друштвото што се презема не обезбедува фактичка контрола. Предноста на ова мерка на одбрана произлегува од моќта самостојно да го спречи преземањето. Меѓутоа, одредувањето максимален број гласови за акционерите истовремено го карактеризира една негативност која реално го намалуваат значењето на ова мерка за одбрана – обезбедувањето голем број гласови од акционерите на собранието за донесување на ваква мерка. Попрезицно, колку е реално да се очекува дека еден акционер ќе гласа за ограничување на своето право на глас. Следствено, практиката покажува дека бројот на правни системи кои се уште ја познаваат ова мерка е сè помал. Во прилог на ова егзистираат бројните компаративни решенија со кои се укинува можноста за одредување максимум гласачки права на акционерите, како и решенијата на Директивата за преземање.

2. Директива на ЕУ за преземање контрола во акционерските друштва

Стекнувањето суштински познавања од сферата – „мерки на одбрана од преземање контрола“ неопходно ја наметнува потребата од анализа и елаборирање на униформното европско право кое пропишува решенија за

²³ Нашиот (ЗТД, чл. 280)

²⁴ На мислење сме дека во поглед на ова прашање законодавецот неопходно треба да реагира во функција на појаснување, отстранување на контрадикторноста на одредбата од (ЗТД, чл. 280/4). Имено, јасно е дека во Р. Македонија (независно од тоа дали станува збор за обични или приоритетни акции) една акција носи право на еден глас, меѓутоа теоретски дилемата се јавува во делот - *забрането е издавањето акции од ист род кои за ист номинален износ даваат различно право на глас во собранието*. *Argumentum a contrario*, постои можност за издавање акции од различен род кои даваат различно право на глас.

ова проблематика. Независно од позицијата²⁵ во која се наоѓа Р. Македонија во однос на Европската Унија, како и од тоа дали и кога Р.Македонија формално ќе стане дел од европската унија, потребата од проучување на униформните решенија по ова прашање логично проилегува од потребата за усогласување на домашното со европското законодавство.

На полето на преземањето контрола во акционерските друштва, Директивата на ЕУ за преземање²⁶ претставува најзначајниот правен извор во рамки Европа. Р. Македонија тргнувајќи од потребите за заштита на интересите на сопствениците на хартии од вредност, обезбедувањето транспарентност во постапката за преземање, потребата од информирање на сопствениците на вредносните хартии за упатената понудата, како и од потребата да се следат европските трендови во поглед на предвидените униформни решенија го усвои Законот за преземање на акционерски друштва. Попрецизно, собранието на Р.Македонија („Сл.весник на РМ“ бр.4/02) го усвои основниот текст на Законот за преземање на акционерски друштва. ЗПАД од неговото донесување до денес претрпе неколку измени и дополнувања врз основа на обврската за усогласување на постојниот закон со Директивата 2004/25/ЕЗ.²⁷ Измените и дополнувањата на ЗПАД се однесуваат на следново – *одредбите од законот се применуваат за хартиите од вредност издадени од акционерските друштва со посебни обврски за известување согласно со Законот за хартии од вредност; се скратува рокот за реализација на понудата за откуп од 30-60 на 15-45 денови; се дава можност за принудна продажба на остатокот на акции на понудувачот, во случај кога понудата за откуп била успешно реализирана и биле откупени најмалку 95% од акциите со право на глас.* Понатаму, се прошируваат случаите во кои не е предвидена можноста за упатување понуда за откуп и тоа – *хартиите од вредност се стекнати во стечајна постапка; хартиите од вредност се стекнати при промена на правниот облик на трговското друштво; хартиите од вредност се стекнати по пат на наследство* итн.

Конечно, потребата од редуцирање на проблемите во македонската судска практика во однос на прашањето за преземање и мерките на одбрана од преземањето ја наметна потребата од продолжување на активностите во насока на целосно усогласување со одредбите од Директивата.

⁴⁵ Р. Македонија на Самиот во Брисел на 17 декември 2005 година, со решение на Европскиот совет се стекна со статус земја кандидат за членство во ЕУ.

²⁶ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 2004 takeover bids (Official Journal L 142) од 30.4.2004 година.

²⁷ Законот за изменување и дополнување на Законот за преземање акционерски друштва од 04/2002/07 година.

Заклучок

Трудот претставува осврт на една посебно значајна проблематика од областа – право на друштва. Согласно со базичните претпоставки на дисциплината, авторот тргнува од детерминирањето на поимот и видовите мерки на одбрана. Авторот во трудот се занимава со дилемата – на што се должи високиот/нискиот развој на пазарот на корпоративна контрола во одделните правни системи во светот? Како државата преку својата глобална политика влијае врз развојот на овој пазар? Кој концепт на правна регулатива е правно издржан?

Во трудот е прифатено становиштето дека во деловното опкружување одделените правни системи своите решенија ги утврдуваат од принципот на неутрална управа (рестриктивна регулатива) до принципот на слободно одлучување (либерални позиции/право на вето). Соочени со амбициозен и брз развој на мерките на одбрана, како механизам преку кои членовите на управата се обидуваат да ги заштитат своите позиции во друштвото авторот смета дека за управата и за друштвото најдобро е да не се доведе во ситуација да биде подобен за преземање. Авторот во повеќе наврати истакнува, освен кога понудениот трговски субјект има сопствена и целосна контрола врз друштвото, во останатите случаи мерките на одбрана за управата претставуваат само „купување време“.

Литература:

- Радовић В., *Мере одбране акционарског друштва од преузимање контроле*, Београд, 2008.
- Steinbächer J., *Defense Strategies against Hostile Takeovers*, International University of Monaco, 2007.
- Buxbaum R.M., *European business law: Legal and Economic analyses on integration and harmonization*, New York, 1991;
- DePamphills D.M., *Mergers, acquisition, and other restructuring activities*, Amsterdam, 2005.
- Barbić J., *Dioničko društvo*, Zagreb, 2000.
- Siems M.M., *Convergence in shareholder law*, Cambridge, 2008.
- Hunt P., *Structuring merger & acquisition: A guide to creating shareholder value*, New York, 2004.
- Adolff J., Meister B., Randell C., Stephan K.D., *Public Company Takeovers in Germany, USA*, 2002.
- Ferrarini G., *Shareholder value and the modernization of European corporate law*, 2003.

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 2004 takeover bids (Official Journal L 142) од 30 /04/2004/ година.

Закон за преземање на акционерски друштва (Сл.Весник 4/02, 37/02, 36/07).