

## IV АНАЛИЗА ЕФЕКТА ЗАКОНА

### 1. Одређивање проблема које Закон треба да реши

Како је од доношења Закона о преузимању прошло десет година, а од његових последњих измена пет година, то су се у пракси показале значајне непрецизности и правне празнине при његовој примени. Оне се пре свега односе на начин дефинисања заједничког деловања, а што утиче на утврђивање настанка обавезе објављивања понуде а тиме и на одређивање цене у понуди за преузимање. Такође, у пракси се показало да је Закон о преузимању неадекватно определио критеријуме мерења ликвидности код утврђивања цене у понуди, те је на тај начин омогућио манипулације у смислу намештања ликвидности и снижавања цене у понуди. Поред наведеног, важећи Закон о преузимању не регулише ни престанак обавезе објављивања понуде за преузимање, што ствара несигурност на тржишту корпоративног преузимања.

Осим наведеног, због недовољно детаљних прелазних и завршних одредби важећег Закона о преузимању, у пракси се редовно јављала недоумица око примене меродавног права у ситуацији када је обавеза објављивања понуде за преузимање настала пре измена Закона о преузимању, а иста је утврђена након ступања на снагу измена.

### 2. Циљеви који се доношењем Закона постижу

#### • Конкретни циљеви

- уклањање нејасноћа у погледу дефинисања појма „заједничко деловање“;
- смањење могућности арбитрарног деловања Комисије кроз јасно постављене критеријуме за одређивање заједничког деловања;
- увођење коначног прага за обавезу давања понуде за преузимање;
- прецизирање и поштравање критеријума за одређивање ликвидности акција;
- прецизирање регулисања примене меродавног права након измена Закона
- усклађивање са правном регулативом ЕУ.

#### • Општи циљ

- подстицање промета на тржишту уз заштиту акционара али и стицаоца акција, побољшавање „климе“ на тржишту уз истовремено усклађивање са правном регулативом ЕУ.

Наведени општи циљ од изузетног је значаја имајући у виду тренутно стање на тржишту капитала. Прецизно и реално одређеним конкретним циљевима који су у интересу свих учесника на тржишту и за њих свакако прихватљиви, очекује се постизање општег циља и подстицања даљих инвестиција и трансакција, које су овим променама у знатној мери олакшане. Мерљиви резултати промена очекују се најкасније у року од три године од ступања на снагу овог закона.

Прецизнијим и детаљним начином регулисања заједничког деловања, као и настанка и престанка обавезе објављивања понуде за преузимање, уклоњени су неки од проблема у примени закона. Одредбама које се односе на заједничко деловање, сужен је круг законских претпоставки заједничког деловања и истовремено су прецизније регулисане околности за утврђивање заједничког деловања, чиме је смањена могућност арбитрарног одлучивања Комисије, а самим тим неизвесности за учеснике у поступку преузимања.

Нацртом Закона обавеза давања понуде ограничена је на стицање преко 75% акција са правом гласа циљног друштва (уведен је коначан праг), чиме је искључен накнадни настанак обавеза давања понуде, јер су брисани додатни. Осим наведеног, на овај начин, уз очување заштите права мањинских акционара, значајно су смањени трошкови за већинског акционара циљног друштва.

Изменама одредби које уређују утврђивање цене у понуди за преузимање, преваходно су поштерени критеријуми за мерење ликвидности и истовремено уподобљени са важећим Међународним Рачуноводственим Стандардима, у смислу да се, поред обима промета, уводи и број дана трговања као додатни показатељ степена активности тржишта, пошто само на активном тржишту (тржиште на коме се редовно и на трајној основи одвијају трансакције) постигнута цена одражава фер вредност акција друштва. Осим наведеног, на тај начин се спречавају евентуалне манипулације са ценом у смислу трговања искључиво ради стварања ликвидности, као и вештачко спуштање цене.

Прелазним и завршним одредбама Нацрта закона детаљно је регулисана примена меродавног закона, у ситуацији када је обавеза објављивања понуде за преузимање настала пре измена Закона о преузимању, а иста је утврђена након ступања на снагу измена и покривене су све ситуације које се могу јавити у пракси, што уводи значајно виши ниво правне сигурности у односу на претходно решење којим ове ситуације нису биле прецизно регулисане.

### *3. Друге могућности за решавање проблема*

Имајући у виду циљеве доношења овог закона, као и проблеме који се њиме решавају, те постојећи нормативни оквир, не постоје друге могућности за решавање наведених проблема осим измена Закона.

### *4. Зашто је доношење Закона најбоље за решење проблема*

Доношење овог закона није само најбољи, већ је у постојећем нормативном оквиру и једини начин за решавање проблема везаних за преузимање.

### *5. На кога ће и како највероватније утицати решења у Закону?*

Решења у Нацрту закона о преузимању имаће позитиван утицај на све учеснике у поступку преузимања. Дакле, основни субјекти регулације су понуђачи, акционари (већински и мањински) и сама циљна друштва. Брокерско-дилерска друштва су, условно речено, учесници у трансакцијама али не и субјекти регулације. Предложени Нацрт закона неће имати било каквог утицаја на Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности.

Што се субјеката тиче, ефекти које ће на њих имати предложени Нацрт закона су:

- контролни и мањински акционари – већа извесност због детаљног уређивања појма заједничког деловања, увођења нових прагова, увођења коначног прага те посебних мерила за одређивање ликвидности акција;
- мањински акционари посебно ће имати користи од предложеног Нацрта закона, с обзиром на то да се уређивањем мерила за ликвидност акција знатно доприноси заштити мањинских акционара у смислу одређивања фер вредности акција;
- предложеним решењима су релаксирани и већински акционари на начин да не морају да објављују понуду за преузимање након сваког стицања акција

већ, након преласка прага од 25% акција са правом гласа и давања понуде по том основу, обавеза давања понуде настаје у случају повећања права гласа од 10% (додатни праг), али је уједно ограничена на стицање преко 75% акција са правом гласа циљног друштва (коначан праг). Њихова заштита се огледа и у чињеници да минимална цена коју морају да понуде одражава тржишну, односно фер цену акција циљног друштва.

У односу на Комисију за хартије од вредности предвиђа се смањење броја одобрених понуда за преузимање, с обзиром на утврђивање коначног прага (видети табелу испод), али се истовремено повећава сигурност и извесност за инвеститоре и мањинске акционаре.

На овај начин подстицајно се делује на инвеститоре на тржишту капитала пошто кроз унапређење њихове заштите, истовремено се обезбеђује постепени раст поверења, развој тржишта капитала и унапређује тржиште корпоративне контроле.

*6. Какве трошкове ће примена Закона створити грађанима и привреди (нарочито малим и средњим предузећима)?*

Примена овог закона не ствара додатне трошкове грађанима и привреди. Истовремено, предложеним изменама закона (увођење коначног прага за постојање обавезе давања понуде за преузимање) смањују се трошкови у поступцима корпоративног преузимања. Овим се либерализују услови стицања акција од стране већинских акционара, док се истовремено не дира у права и механизме заштите мањинских акционара.

Предложеним изменама се инвеститори (понуђачи) додатно растеређују до сада постојећих трошкова – обавезе упућивања понуде за преузимање за свако стицање акција преко 5% односно 3% изнад 75% акција са правом гласа. О томе сведочи и следећа табела:

| Обрађени предмети по захтевима за објављивање понуда за преузимање |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Година   | 2012. | 2013. | 2014. | 2015. |
| Број   | 72    | 46    | 48    | 35    |

Како се већина обрађених предмета односила на случајеве стицања акција изнад прага од 75% то ће убудуће тај број значајно опасти, па ће се, самим тим, смањити трошкови привреде.

У односу на државне органе надлежне за спровођење и праћење Закона неће бити нових трошкова, с обзиром да Комисија за хартије од вредности већ прати спровођење Закона о преузимању акционарских друштава и не намећу јој се било какве нове обавезе или надлежности.

Комисија истиче да се у члану 13. Нацрта закона предвиђа израда Елабората о процени фер вредности акција циљног друштва, али да ово неће створити додатне трошкове субјектима регулације, с обзиром на то да обавеза израде овог елабората и сада постоји, али се не односи на фер вредност. Дакле, нових трошкова неће бити.

*7. Да ли су позитивне последице доношења Закона такве да оправдавају трошкове које ће створити?*

Примена закона не ствара трошкове. Истовремено, директна и индиректна корист за све субјекте регулације од предложеног Нацрта закона наведене су у претходним питањима, па их овде нећемо поново наводити.

*8. Да ли се Законом подржава стварање нових привредних субјеката на тржишту и тржишна конкуренција?*

Предложена законска решења омогућавају конкурентно преузимање и подстицајно делују на стабилност и развој финансијског тржишта. Наиме, подстицајним мерама за савесне стицаоце и акционаре (утврђивање коначног прага обавезе објављивања понуде за преузимање, прецизирање појма „заједничко деловање“), као и поштравањем санкција за несавесне стицаоце, акционаре и привредна друштва, и омогућава конкурентније и транспарентније преузимање акционарских друштава. Такође, обезбеђивањем веће правне сигурности и олакшавањем пословања подстицајно се делује на стране инвеститоре и њихова улагања у домаћа акционарска друштва.

*9. Да ли су све заинтересоване стране имале прилику да се изјасне о Закону?*

Решењем Министарства финансија број 011-00-795/16-16 од 13. септембра 2016. године формирана је Радна група за измене и допуне Закона о тржишту капитала и Закона о пружању акционарских друштава, чије је циљ усаглашавање закона у складу са прописима Европске уније и превазилажење препрека у пракси. Чланове радне групе чиниле су све заинтересоване стране, односно представници тржишта капитала, представници Министарства финансија из Сектора за финансијски систем и Сектора буџета, Министарства привреде, Републичког секретаријата за законодавство, Комисије за хартије од вредности, Београдске берзе, Централног регистра и Агенције за осигурање депозита. Сви чланови су имали прилику да се усмено (на састанцима радне групе) и писмено (кроз достављање мишљења, предлога и сугестија) изјасне о предлогу Нацрта овог закона који је припремила Комисија. Већина заинтересованих није имала битних примедби нити значајнијих сугестија и предлога на предложени текст Нацрта закона.

*10. Које ће се мере током примене закона предузети да би се постигло оно што се законом предвиђа?*

Комисија за хартије од вредности има обавезу да усклади своја аката са овим законом у року од 30 дана од дана ступања на снагу овог закона. У том смислу, Комисија ће у наведеном року изменити Правилник о садржини и форми понуде за преузимање акција („Сл. гласник РС“, бр. 10/12). Узимајући у обзир обим измена, предложени рок за усклађивање је процењен као оптималан.

За праћење спровођења закона задужена је Комисија за хартије од вредности, која је и до сада то радила, тако да није потребно проширивање институционалних капацитета ове институције. План активности за спровођење мера и праћења остварења истих врши се кроз извештавање Комисије од стране субјеката на тржишту кроз већ упостављене оквире међуинституционалне сарадње, те праћењем ефеката предложених измена кроз агрегацијом података прикупљених за потребе годишњег извештавања Комисије. Све наведено не ствара потребу за новим кадровским, организационим и финансијским капацитетима. Такође, истичемо да интеринституционална сарадња са Централним

регистром у Београдском берзом већ постоји, па ни на овом пољу неће бити потребе за променама и евентуалним директним или индиректним трошковима.