



croatiamergers.eu

University of Rijeka Faculty of Law

Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja

Prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

Dr. sc. Antonija Zubović, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

RAD U PRIPREMI BR. 2

1. RUJAN 2015. GODINE

“PRAVNI ASPEKTI KORPORATIVNIH AKVIZICIJA I
RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA UTEMELJENIH NA ZNANJU”

HRZZ PROJEKT 9366/2015

Ovaj rad se može preuzeti samo za osobnu uporabu. Preuzimanje za ikoju drugu svrhu, bilo u tiskanom ili elektroničkom obliku, dopušteno je samo uz prethodnu pisanu suglasnost autora ili drugih nositelja prava. Prilikom citiranja, odnosno upućivanja na rad, potrebno je navesti puno ime jednog ili više autora, naslov rada, naznaku da je riječ o radu u pripremi i njegov broj, naznaku godine i stranice na koju je postavljen (<http://croatiamergers.eu/WP>).

Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja¹

1. UVOD

Korporativne akvizicije odražavaju dinamiku tržišne utakmice koju u poslijepristupnom periodu treba promatrati u kontekstu jedinstvenog europskog tržišta. Nakon pristupanja RH-a EU-u, hrvatska se trgovačka društva suočavaju s izazovima korporativnog pregrupiranja provedbom preuzimanja, spajanja i pripajanja. Prekogranična i domaća mobilnost trgovačkih društava je dvosmjernan proces. Moguće je širenje utjecaja nekog trgovačkog društva iz države članice EU-a na domaće tržište i obrnuto. Za očekivati je da bi ta prekogranična mobilnost u formi spajanja, pripajanja i preuzimanja trebala jačati nakon pristupanja.

Iako je u RH dominantno zastupljeno društvo s ograničenom odgovornošću, najveći društveni odjek imaju akvizicije velikih poduzetnika, a oni u pravilu posluju u pravnom obliku dioničkog društva. U nekima od njih država je (još uvijek) većinski dioničar. Veći broj tih društava uvršten je i na uređeno tržište Zagrebačke burze. Kada su u pitanju uvrštena društva, akvizicija se pored spajanja ili pripajanja može provesti i preuzimanjem u zakonski uređenom postupku. Preuzimanje može ići i protiv volje ciljnog društva (*hostile takeover*), odnosno njegove uprave, što kod spajanja i pripajanja nije slučaj. Preuzimatelj može (i mora) dati ponudu za preuzimanje dočim u ciljnom društvu stekne 25%+1 dionicu s pravom glasa u glavnoj skupštini društva (kontrolni prag). Dobrovoljnu ponudu može dati i ako nije prešao taj prag, ali ga takvo preuzimanje izlaže većem transakcijskom trošku i neizvjesnom ishodu, jer se tom preuzimanju uprava može protiviti. Ona se može braniti od neprijateljskog preuzimanja poduzimanjem dozvoljenih određenih mjera, traženjem boljeg ponuđača (*white knight*) koji će staviti konkurentsku ponudu.

Za dionička društva koja su uvrštena na uređeno tržište, svojstveno je da u povećanom opsegu i frekvenciji objavljuju o sebi razne podatke (*transparency and disclosure*) koji su dostupni na internetskim stranicama Zagrebačke burze (ZSE) i u Službenom registru propisanih informacija kojeg vodi HANFA. Zahvaljujući tome na navedenim portalima može se pratiti tijek i ishod neke ponude za preuzimanje, kao i drugi tržišni podaci.

Istraživanje će se provesti na uzorku postupaka preuzimanja provedenih u posljednje 4 godine, jer posljednje dvije pripadaju poslijepristupnom periodu (računajući od 1.07.2013.). Ispitivat će se postupci preuzimanja provedeni u sektoru financijskih usluga (banke i osiguravajuća društva), kojih je ukupno bilo pet. Razlog odabira ovog sektora je u tome što je u njemu u promatranom periodu (2011. - 2015.) bilo najviše akvizicija s inozemnim elementom. Na tom uzorku ispitat će se sljedeći parametri: postoji li inozemni

¹ Ovaj rad je financirala Hrvatska zaklada za znanost projektom br. 9366 pod nazivom "Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju".

element, odnosno je li ponuditelj strana pravna ili fizička osoba u odnosu na domaće ciljno društvo. Ispitat će se o kojoj vrsti ponude se radi (dobrovoljna/obvezna i sl.) te kakav je o njoj stav imala uprava ciljnog društva. Također će se ispitati je li ponuda za preuzimanje bila uspješna za ponuditelja, u odnosu na strateške ciljeve koje je istakao u ponudi i što se nakon provedbe ponude dešavalo s ciljnim društvom. Ispitivanje ovih parametara omogućit će uočavanje trendova i otvorenih pitanja koja zahtijevaju regulatornu akciju. Rezultati ispitivanja ovog uzorka dovest će se u vezu sa ostalim postupcima preuzimanja provedenima u referentnom periodu, pri čemu će se promotriti ima li značajnijih odstupanja ili se može potvrditi uočeni trend. Radi se o ukupno 28 provedenih preuzimanja (ako se izuzme prethodnih 5), koja su rezultirala s 29 ponuda za preuzimanje jer je u jednom postupku osim glavne bila objavljena i konkurentna ponuda. Ukupan broj provedenih postupaka preuzimanja u svim sektorima u referentnom periodu bio je 33, a ukupan broj ponuda za preuzimanje je 34.

2. PREKOGRANIČNI ELEMENT

U promatranom uzorku preuzimanja financijskih institucija, 2 od ukupno 5 preuzimanja imaju inozemni, odnosno prekogranični element. To su preuzimanja P.B., d.d. i preuzimanje B.B., d.d. Oba preuzimanja dogodila su se u periodu prije pristupanja RH-a EU-u (2011.).

U uzorku svih provedenih preuzimanja (28 preostalih postupaka) strana osoba bila je ponuditelj u samo dva postupka preuzimanja. Pri preuzimanju MIV d.d.-a, ponuditelj je bilo komanditno društvo osnovano prema njemačkom pravu, dok je u slučaju preuzimanja B., d.d. to bilo društvo s ograničenom odgovornošću iz Austrije. Oba preuzimanja su provedena u periodu prije pristupanja RH-a EU-u. Jedno preuzimanje ima neizravan inozemni element. Riječ je o preuzimanju hotelskog poduzeća J., d.d. od strane društva B.U., d.o.o. Iako je ponuditelj društvo registrirano u RH, njegov jedini osnivač je ruski koncern, što znači da je ponuditelj društvo kontrolirano od strane pravne osobe sa sjedištem izvan EU.

Iz ovoga se daje zaključiti da su sva preuzimanja s inozemnim elementom provedena prije pristupanja RH-a EU-u, odnosno da ulazak RH u EU nije rezultirao povećanjem broja preuzimanja, odnosno intenzivniju prekograničnu aktivnost na tom planu, kada su u pitanju ciljna društva uvrštena na ZSE.

3. VRSTA PONUDE I STAV UPRAVE CILJNOG DRUŠTVA

U uzorku koji obuhvaća preuzimanja financijskih institucija samo je jedna (od 5) ponuda za preuzimanje bila dobrovoljna (preuzimanje C.L., d.d.). No specifičnost te dobrovoljne ponude bila je u tome da je ponuditelj u ciljnom društvu već imao 94,64% dionica s pravom glasova, pa je dobrovoljna ponuda dana s nakanom da se njezinom provedbom dosegne prag udjela u temeljnom kapitalu (glasačkim pravima) koji će omogućiti provedbu postupka istiskivanja dioničara.

Sve ostale ponude za preuzimanje bile su obvezne. U svim preuzimanjima iz ovog uzorka, uprava ciljnog društva izrazila je pozitivno mišljenje o ponudi za preuzimanje, premda su u dva slučaja (neki) članovi uprave izjavili da namjeravaju zadržati dionice koje

su predmet ponude. U svim ponudama za preuzimanje članovi uprave ciljnog društva iskazali su da ne djeluju zajednički s ponuditeljima. Uprava ciljnog društva nije se niti u jednom postupku koristila instrumentom konkurentske ponude (traženje boljeg ponuditelja).

U širem uzorku koji se sastoji od preostalih 28 provedenih preuzimanja (29 ponuda za preuzimanje) također prevladavaju obvezne ponude za preuzimanje (25 obveznih, 3 dobrovoljne i 1 konkurentska).

U tom širem uzorku, stav uprave prema ponudama za preuzimanje bio je prevladavajuće pozitivan. Uprava ciljnog društva pozitivno se izjasnila o ponudama za preuzimanje u 23 slučaja, a negativno je stajalište imala povodom 6 danih ponuda za preuzimanje. Stoga je za istraživanje značajno jesu li ta preuzimanja bila uspješna. Kao razlog negativnog stava uprave navodio se najčešće preniski iznos cijene u ponudi za preuzimanje.

4. USPJEŠNOST PONUDE ZA PONUDITELJA

Za sve ponude za preuzimanje iz uzorka financijskih institucija karakterističan je relativno visok postotak dionica koje ponuditelj drži u trenutku objave ponude za preuzimanje. Zbog toga stjecanje malog postotka dionica temeljem ponude za preuzimanje nije indikator njezine neuspješnosti.

Da bi se ocijenilo je li ponuda bila uspješna za ponuditelja, važno je uočiti njegove ciljeve, koji su naznačeni u ponudi za preuzimanje. Ako je kao strateški cilj u ponudi bio zadobivanje apsolutne korporativne kontrole, te je najavljena provedba istiskivanja dioničara, tada se jasno može ocijeniti je li taj cilj postignut, prateći aktivnosti s ciljnim društvom u tijeku i nakon preuzimanja. Ako su ponuditelji kao strateške ciljeve označili regionalno pozicioniranje ili razvijanje palete proizvoda, tada je potrebno općenito sagledati što se s ciljnim društvom dešavalo u periodu nakon provedbe preuzimanja. Pri tom se na temelju različitih indikatora može uočiti je li ponuda bila uspješna za ponuditelja (ali i za ciljno društvo).

Pri preuzimanju **P.B., d.d.**, ponuditelji su djelujući zajednički držali prije ponude za preuzimanje 79,76% svih dionica ciljnog društva što im davalo 80,87% glasačkih prava. Ponudu za preuzimanje prihvatili su dioničari koji čine 5,71% temeljnog kapitala, odnosno 5,79% glasačkih prava, tako da su nakon ponude za preuzimanje, ponuditelji zajedno držali dionice koje čine 85,47% ukupnog temeljnog kapitala, odnosno 86,66% glasačkih prava. Strateški cilj ponuditelja u vezi s ciljnim društvom koji je iskazan u ponudi, bio je povećati njegov tržišni udio akvizicijama ili spajanjem, odnosno pripajanjem na domaćem i regionalnom tržištu te razvojem novih usluga, stoga je uspjeh ponude potrebno pratiti u poslijeponudbenom periodu. U ponudi nije navedeno da je cilj ostvarenje potpune korporativne kontrole, ili takve koja bi dovela do mogućnosti provedbe istiskivanja manjinskih dioničara.

Pri preuzimanju **B.B., d.d.**, u trenutku nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuditelj je držao dionice koje su činile 70,61% temeljnog kapitala ciljnog društava i 87,06% glasačkih prava. Ponuda je bila dana za redovne, ali ne i za povlaštene dionice. Nakon provedbe ponude za preuzimanje ponuditelj je stekao 10,29% temeljnog kapitala i 12,69% glasačkih prava, tako da je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj imao

ukupno 99,74% ukupnog glasačkih prava, odnosno 80,9% upisanog temeljnog kapitala. Kao strateške ciljeve, ponuditelj je istakao razvoj novih proizvoda s naglaskom na potrebe malih i srednjih poduzetnika kao i širenje bančinog utjecaja na teritoriju RH. Specifičnost ove ponude bila je u tome da je nakon preuzimanja ponuditelj zadobio gotovo apsolutnu kontrolu po kriteriju glasačkih prava, no tako visok postotak nije postignut u odnosu na temeljni kapital, zbog toga jer se ponuda za preuzimanje nije odnosila na povlaštene dionice. Okolnost postojanja relativno velikog broja dioničara koji drže povlaštene dionice u poslijeponudbenom periodu dovela je do potrebe „čišćenja“ korporativne strukture.

Pri preuzimanju **C.L., d.d.**, ponuditelj je prije objavljivanja ponude držao 94,64% redovnih dionica, odnosno isto toliko udjela u temeljnom kapitalu. Ponuda se odnosila na preostalih 5,36% redovnih dionica. Nakon ponude za preuzimanje ponuditelj je stekao 99,37% redovnih dionica i udjela u temeljnom kapitalu. To znači da samo 0,36% dioničara nije prihvatilo ponudu. Ponuditelj je već u ponudi najavio da će, ukoliko ponudom stekne više od 95% udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva, u kratkom roku pokrenuti postupak istiskivanja manjinskih dioničara s ciljem stjecanja 100% udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva, kao i da će se upravi ciljnog društva predložiti povlačenje dionica s burze. Uspjeh ponuditelja bio je potpun. Ponuditelj je nakon provedbe ove akvizicije i sam postao ciljno društvo u novom postupku preuzimanja, te se očigledno radi o povezanim akvizicijama.

Pri preuzimanju **C.O., d.d.**, prije ponude su ponuditelji koji su zajednički djelovali, držali 82,9% svih glasova u glavnoj skupštini ciljnog društva (i isto toliko udjela u temeljnom kapitalu). Ponudu su prihvatili dioničari koji predstavljaju 8,83% temeljnog kapitala i isto toliko glasačkih prava. Nakon ponude za preuzimanje, ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekle su 91,73% glasačkih prava i udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva. Kao glavni cilj u ponudi za preuzimanje navodila se maksimizacija vrijednosti dionice za sve dioničare ciljnog društva, što se namjerava postići određenim mjerama reorganizacije te stvaranje vodeće osiguravajuće kuće na području jugoistočne Europe. Stoga je uspješnost ponude moguće ocijeniti tek praćenjem što se sa cijenom dionice i društvom općenito dešava u poslijeponudbenom periodu.

Pri preuzimanju **B.P.C., d.d.**, u trenutku nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuditelj je držao 98,99% glasačkih prava. Ponuda se odnosila na sve preostale redovne i povlaštene dionice ciljnog društva, s izuzetkom onih na kojima je zasnovan teret. Ponudu za preuzimanje prihvatili su dioničari koji čine 1,11% temeljnog kapitala odnosno 0,79% glasačkih prava. Nakon ponude za preuzimanje, ponuditelj je postao imatelj 99,49% od ukupnog broja dionica odnosno 99,77% glasačkih prava. Od strateških ciljeva ponuditelj je naveo da mu je strateški cilj zadobivanje apsolutne korporativne kontrole te da nakon provedbe ponude za preuzimanje namjerava provesti postupak istiskivanja manjinskih dioničara, te nakon toga izvršiti pripajanje ciljnog društva ponuditelju. Kako je istiskivanje u međuvremenu provedeno, a nakon njega je uslijedilo pripajanje u poslijeponudbenom periodu ponuditelj je ostvario svoje strateške ciljeve.

U širem uzorku koji obuhvaća sva preostala preuzimanja provedena od 2011. do 2015. godine, najznačajnija uočena odstupanja odnose se na (ne)uspješnost onih preuzimanja u kojima je uprava ciljnog društva izrazila negativno mišljenje, s obzirom da takvih nije bilo u promatranom glavnom uzorku. To je rezultiralo ili iznimno slabim odazivom dioničara na stavljenju ponudu (pri preuzimanju društva Č., d.d., ponuditelj je

stekao samo 0,55% dionica, a pri preuzimanju 3.m., d.d., glavni ponuđač je s stekao samo 0,02% dionica). U širem uzorku bilo je i mnogo uspješnijih preuzimanja u smislu postotka (temelnog kapitala i glasačkih prava) stečenih temeljem ponude. Dok je u užem uzorku najveći postotak stečen pri preuzimanju iznosio 12,69% glasačkih prava u ciljnom društvu, u širem uzorku preostalih preuzimanja najveći postotak dionica stečen tijekom preuzimanja bio je 38,96% redovnih dionica. Na drugom mjestu je ponuda za preuzimanje DTR, d.d., gdje je ponuditelj (i osoba s kojom je zajednički djelovao) prije ponude držao 64,45% dionica, a nakon ponude 91,01% dionica.

5. KORPORATIVNE AKCIJE I USPJEŠNOST CILJNOG DRUŠTVA U POSLIJEPONUDBENOM PERIODU

Uspješnost ponude u odnosu na ciljno društvo može se pratiti na temelju kretanja cijene dionice uoči i nakon preuzimanja. Pri tome valja uzeti u obzir da preuzimanja koja su se dogodila u početku referentnog perioda imaju dulji period promatranja, pa je i naznaka trenda sigurnija. Također je značajno je li u odnosu na društvo provedena neka korporativna akcija (istiskivanje, delisting, preoblikovanje ili pripajanje).

U slučaju **P.B., d.d.**, dok je cijena u ponudi bila 450,00 kn po dionici, cijena dionice na ZSE tijekom trajanja ponude dosegla je i do 470,00 kn. No u poslijeponudbenom periodu vrijednost dionice je prepolovljena (na dan 27. svibnja 2015. godine cijena je iznosila 210,00 kn). Banka je u posljednjem godišnjem financijskom izvješću iskazala dobit od 1,3 milijuna kn, a 2. travnja 2015. godine je na burzi objavljena vijest da je nadzorni odbor banke dao svoju suglasnost za korporativno povezivanje s K.B.Z., d.d. Tim bi spajanjem trebala nastati deseta po veličini banka u Republici Hrvatskoj. U odnosu na strateške ciljeve istaknute u ponudi za preuzimanje, jedan od kojih je bio cilj „povećanja tržišnog udjela“ akvizicijama i spajanjima, može se konstatirati da je ostvaren, ali uz dužu vremensku odgodu.

U slučaju **B.B., d.d.**, cijena koju je ponuditelj ponudio je bila 7.415,88 kn po dionici, što je bila ujedno i najviša cijena po kojoj je ponuditelj stjecao dionice ciljnog društva u razdoblju od jedne godine prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. U vrijeme objave ponude, tržišna cijena na burzi bila je 8.000,00 kn. Ubrzo nakon preuzimanja (27. siječnja 2012. godine) došlo je do prestanka uvrštenja redovne dionice na MTP-u. U poslijeponudbenom periodu provedena su tri povećanja temeljnog kapitala, no bez obzira na to banka je u svojim godišnjim financijskim izvješćima kontinuirano iskazivala gubitak. Kako povlaštena dionica izdavatelja na MTP tržištu i dalje kotira, bilježi se lagani porast cijene dionice tako da ona na dan 8. svibnja 2015. godine iznosi 4.750,00 kn, što je vjerojatno bio rezultat najave povećanja temeljnog kapitala o kojem je odlučivala glavna skupština izdavatelja 10. lipnja 2015. godine, na kojoj je donesena odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava na upis imateljima povlaštenih dionica. Sukladno odluci sve dionice upisat će većinski dioničar, što će mu omogućiti provedbu istiskivanja manjinskih dioničara. Nakon provedbe povećanja temeljnog kapitala imatelji povlaštenih dionica imaju udjel od 3,48% dionica u temeljnom kapitalu.

Pri preuzimanju **C.L., d.d.**, kao što je navedeno, ponuditelj je već u ponudi najavio da će upravi ciljnog društva predložiti donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja te najavio provedbu istiskivanja manjinskih dioničara ako prijeđe za to postavljen kontrolni

prag. Kako je temeljem ponude prešao prag za istiskivanje, on ga je i proveo, no iako se taj postupak nastavljao na preuzimanje on nije proveden prema čl. 45. ZPDD-a, nego prema čl. 300.f. ZTD-a, jer je proteklo više od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, što je jedan od uvjeta za primjenu ZPDD-a. Imajući u vidu da je provedba istiskivanja prema ZTD-u povoljnija za ponuditelja od provedbe prema ZPDD-u, moguće da je ponuditelj taj rok propustio namjerno. Manjinski dioničari su prilikom provedbe istiskivanja dobili manje nego što bi dobili da su prihvatili ponudu za preuzimanje (jer im je isplaćeno 1.941,00 kn po redovnoj dionici), no ta im je okolnost bila najavljena samom ponudom. Dana 31. listopada 2013. godine Zagrebačka burza je donijela rješenje kojim prestaje uvrštenje dionica društva C.L., d.d. na redovito tržište jer je izdavatelj prestao ispunjavati uvjete za uvrštenje na taj segment uređenog tržišta, odnosno jer je imao samo jednog dioničara.

Pri preuzimanju **C.O., d.d.**, cijena koju je ponuditelj dao u ponudi bila je 7.412,25 kn po dionici što je bilo više i od tržišne cijene relevantne za izračun minimuma cijene koja se mora ponuditi u ponudi za preuzimanje, kao i cijene po kojoj je ponuditelj i osobe koje su s njim zajednički djelovale stekao te dionice od RH. U poslijeponudbenom periodu, cijena redovne dionice u periodu od 8.-16. srpnja 2014. godine pretrpjela je kratko razdoblje pada (6.855,00kn) da bi od 12. siječnja 2015. godine ostala na stabilnoj razini od 7.412,00 kn, dakle na razini ponudbene cijene. Što se povlaštene dionice tiče, ona je upravo u razdoblju najznačajnijeg pada cijene redovne dionice (8.-18. srpnja 2014. godine) doživjela najveći rast (7.550,00kn), da bi se nakon toga „vratila“ na onu cijenu istaknutu u ponudi za preuzimanje. Navedena oscilacija u cijeni redovne i povlaštene dionice može se povezati s odlukama skupštine održane 17. srpnja 2014. godine o isplati dividende za imatelje povlaštenih dionica. Iz ovog se može zaključiti da je nakon preuzimanja cijena povlaštene i redovne dionice na visokoj stabilnoj razini. Društvo je ojačalo postojeću poslovnu suradnju s H.P.B. i H.P. (obavijest od 28. listopada 2014. godine). Dana 12. lipnja 2015. godine objavljena je vijest da je društvo provelo postupak dobrovoljne javne ponude za kupnju dionica društva C.O., d.d., Lj., temeljem kojega je steklo 36,59% ukupno izdanih dionica toga društva i time značajno povećao svoj udio u temeljnom kapitalu ciljnoga društva. Iz objavljenih kvartalnih izvještaja vidi se da je, nakon prvog kvartala, društvo ostvarilo dobit. Dakle, iz poduzetih akcija vidljivo je već sada da su se strateški ciljevi počeli ostvarivati.

Prilikom preuzimanja **B.P.C., d.d.**, ponuditelj je već u samoj ponudi najavio da po okončanju predmetne ponude namjerava izvršiti istiskivanje kako bi postao 100%-tni imatelj dionica ciljnog društva. Također je najavio da nakon istiskivanja manjinskih dioničara, namjerava pripojiti ciljno društvo ponuditelju čime će biti izvršena potpuna integracija tih dvaju društava te će doći do organizacijskih i kadrovskih promjena, no ne kao posljedica ponude, već pripajanja. Stoga je ponuditelj, nakon okončanja ponude, temeljem čl. 45. ZPDD-a podnio zahtjev za prijenos dionica manjinskih dioničara Središnjem klirinškom depozitarnom društvu (SKDD). Kako je nakon ponude bio imatelj više od 95% redovnih i više od 95% povlaštenih dionica ciljnog društva, ispunjavao je zakonski uvjet da zahtijeva prijenos kako redovnih tako i povlaštenih dionica. Prema čl. 45. st. 5. ZPDD-a ponuditelj je istisnutim dioničarima bio dužan dati pravičnu naknadu, a to je trebala biti cijena iz ponude za preuzimanje, osim u slučaju kad je ponuditelj nakon ponude stekao dionice ciljnog društva po višoj cijeni. Budući da ponuditelj nije stjecao dionice ciljnog društva nakon ponude za preuzimanje, ponuđena je cijena iz ponude, a ukupna

svota za njezino plaćanje uplaćena je na poseban račun SKDD-a. Za provedbu istiskivanja prema čl. 45. st. 7. ZPDD-a bila su ispunjena sva tri kumulativna uvjeta. Ponuditelj je držao više od 95% redovnih dionica s pravom glasa i više od 95% povlaštenih dionica ciljnog društva, za njih je osigurao naknadu i nije bio protekao rok od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje do dana podnošenja tog zahtjeva. Stoga je SKDD proveo prijenos dionica manjinskih dioničara. Kako je tim činom ciljno društvo prestalo ispunjavati uvjete za uvrštenje, ZSE je donijela rješenje o prestanku uvrštenja dionica tog društva. U nastavku je provedeno pripajanje ciljnog društva (1. prosinca 2014. godine) ponuditelju, koje je bilo najavljeno već ponudom za preuzimanje.

S obzirom da iz analize preuzimanja iz osnovnog uzorka proizlazi da nakon preuzimanja obično slijedi istiskivanje ili delisting (a ponekad i pripajanje), u uzorku preostalih preuzimanja pratilo se u kojim je sve postupcima nakon preuzimanja provedeno istiskivanje ili delisting i to uz primjenu kojeg regulatornog okvira (ZPDD-a ili ZTD-a). Pri analizi tih preuzimanja u kojima je nastavno na postupak preuzimanja provedeno istiskivanje ili delisting, ispitivalo se je li ponuditelj najavio ikoju poslijeponudbenu korporativnu akciju (i koju), te je li se ponašao sukladno najavljenome.

U prvoj grupi preuzimanja nalaze se ponuditelji koji se nisu očitovali oko provedbe istiskivanja ili delistinga u samoj ponudi za preuzimanje, ali su ga nakon preuzimanja proveli. To se dogodilo u četiri slučaja preuzimanja u kojima su ciljna društva bila: H.C., d.d., J., d.d., Z.R., d.d. te TEP, d.d. Zajedničko je svim postupcima da tijekom ponude za preuzimanje ponuditelj nije dosegao prag potreban za provedbu istiskivanja manjinskih dioničara, stoga je proveo delisting, obzirom da je za donošenje odluke o delistingu potrebna manja većina. U posljednjem slučaju postupak delistinga je proveden na način da je društvo nakon dovršetka postupka preuzimanja donijelo odluku o preoblikovanju u društvo s ograničenom odgovornošću, što je posljedično dovelo do delistinga.

U drugoj grupi preuzimanja nalaze se ona preuzimanja u kojima se ponuditelj izrijekom očitovao hoće li provesti neku korporativnu akciju. Tako pri preuzimanju B., d.d., ponuditelj je u ponudi najavio mogućnost delistinga, ali nije najavio istiskivanje. Kako je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj prešao prag potreban za istiskivanje (95,73% udjela u temeljnom kapitalu), provedeno je istiskivanje prema odredbama ZTD-a, a delisting je uslijedio kao posljedica neispunjavanja uvjeta za uvrštenje (5. studenoga 2012. godine). Slično, prilikom preuzimanja K., d.d. od strane A., d.d., ponuditelj je najavio istiskivanje. Kako nakon ponude za preuzimanje nije dosegao prag za istiskivanje u nastavku je proveden delisting (26. rujna 2013. godine). Iz ovoga slijedi da ponuditelji gledaju na delisting i istiskivanje kao dvije komplementarne mjere koje se naizmjenično koriste za uspostavu apsolutne korporativne kontrole.

U grupi „ponudom najavljenih korporativnih akcija“ nalaze se i dvije ponude za preuzimanje - za H.E., d.d., i za H.B., d.d. od strane istog ponuditelja – G.J.L.H. U obje ponude ponuditelj je najavio pripajanje ciljnog društva jednome od društava u kojem ponuditelj drži 100% udio. Također je naveo da u svjetlu mogućnosti provedbe te statusne promjene (koja će rezultirati delistingom) „*ne razmatra mogućnost provedbe istiskivanja manjinskih dioničara*“ te da ne može u trenutku objave ponude procijeniti hoće li društvo kojem se ciljno društvo pripaja (a koje povodom toga iz d.o.o.-a treba preoblikovati u d.d.) biti uvršteno na burzi. Kako je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj u oba preuzimanja raspolagao pragom potrebnim za provedbu istiskivanja, ono je u nastavku provedeno

prema ZTD-u, nakon čega je došlo i do delistinga zbog prestanka ispunjavanja uvjeta za uvrštenje. U samo jednom preuzimanju, društva B., d.d., od strane T., d.o.o. ponuditelj se u ponudi izrijekom očitovao da ne namjerava predlagati delisting na glavnoj skupštini, ali je u poslijeponuudbenom periodu to učinio, pa je isti proveden (2. prosinca 2014. godine). Specifičnost ovog predmeta je u tome što je u međuvremenu nad tim društvom pokrenut postupak predstečajne nagodbe.

6. USPOREDBA REGULATORNIH PREDNOSTI I NEDOSTATAKA POSLIJEPONUDBENIH KORPORATIVNIH AKCIJA

Kao što je vidljivo i na osnovnom i širem uzorku, ponuditelji koji su dosegli visok postotak udjela u temeljnom kapitalu, u pravilu su nakon provedbe i okončanja postupka preuzimanja proveli istiskivanje manjinskih dioničara i/ili delisting. Na donošenje odluke o tome koja će korporativna akcija biti provedena utječe regulatorni okvir kojim su uređene te korporativne akcije.

Rezultati istraživanja pokazuju da je najčešći cilj ponuditelja koji drži visok postotak dionica ciljnog društva „očistiti“ korporativnu strukturu, pa je delisting zapravo neminovna posljedica tog čišćenja. Za istiskivanje manjinskih dioničara, ponuditelju stoji na raspolaganju regulatorni okvir ZTD-a, s jedne strane i ZPDD-a, s druge strane, čije se pretpostavke donekle razlikuju. Riječ je o razlikama glede praga dosezanje kojeg je pretpostavka za istiskivanje, tko je dužan isplatiti iznos otpremnine manjinskim dioničarima, glavni (većinski) dioničar kao i način na koji se određuje ono što će manjinskim dioničarima biti isplaćeno (otpremnina ili pravična naknada).

Prema odredbama ZTD-a, za istiskivanje manjinskih dioničara iz društva potrebno je držanje 95% udjela u temeljnom kapitalu društva, dok je za provođenje istiskivanja prema odredbama ZPDD-a potrebno držanje 95% dionica s pravom glasa. Ti se postotci ne moraju podudarati ako društvo ima više rodova dionica. Što se tiče pitanja tko mora držati taj postotni udio - prema ZTD-u, onome tko ih drži pribrajaju se dionice povezanih društava, dok se prema ZPDD-u dionicama ponuditelja pribrajaju i dionice s pravom glasa osoba koje s njim djeluju zajednički, što ne moraju biti iste osobe. Nadalje, prema odredbama ZPDD-a, istiskivanje manjinskih dioničara valja provesti u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, koji je prekluzivan. Njegovim istekom ponuditelj može provesti istiskivanje prema odredbama ZTD-a, no ne bi smio pristupiti istiskivanju prema ZTD-u prije proteka roka od tri mjeseca. Ujedno, za istiskivanje manjinskih dioničara prema ZTD-u potrebno je sazivanje glavne skupštine, dok se prema ZPDD-u zahtjev izravno podnosi SKDD-u.

Kod istiskivanja manjinskih dioničara, za ponuditelja je bitno tko financira provedbu ove korporativne akcije. Nedvojbeno je i prema odredbama ZTD-a i ZPDD-a da je glavni dioničar odnosno ponuditelj onaj koji je dužan osigurati iznose koji su potrebni za isplatu manjinskim dioničarima, dok je kod delistinga to dužno učiniti društvo.

Posebno je nužno istaknuti razliku u određivanju primjerene otpremnine, odnosno pravične naknade koju je većinski dioničar dužan isplatiti manjinskim dioničarima, kao i u njenom sudskom ispitivanju. Prema ZTD-u glavni dioničar sam određuje primjerenu otpremninu, a vještak kojeg je imenovao sud ispituje njezinu primjerenost. Sve ove radnje glavni dioničar mora učiniti prije sazivanja glavne skupštine. Između sazivanja glavne

skupštine i njenog održavanja mora proći najmanje mjesec dana. Iz svega navedenog proizlazi da između trenutka određenja primjerene otpremnine i donošenja odluke glavne skupštine o tome, može proći i više mjeseci te se postavlja pitanje je li na ovaj način određena otpremnina zaista i primjerena. Nije isključeno da od dana određenja primjerene otpremnine pa do dana donošenja odluke glavne skupštine, nastupe okolnosti koje mogu bitno utjecati na položaj društva, a samim time i na primjerenost otpremnine. Ujedno, za određivanje otpremnine pri istiskivanju manjinskih dioničara prema ZTD-u nije važna samo trenutačna cijena dionice na tržištu, već treba imati na umu da se dioničare lišava dionica od kojih bi oni mogli imati koristi i ubuduće. Ovakav način određivanja otpremnine je za glavnog dioničara mnogo povoljniji nego da primjenjuje način utvrđivanja pravične naknade prema ZPDD-u. Pod pravičnom naknadom smatra se cijena određena u ponudi za preuzimanje, dakle najviša cijena po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju stjecale dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Međutim, ako je prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu koja se računa kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, viša od te cijene, ponuditelj je obavezan ponuditi višu cijenu.

Rezultati istraživanja (na širem uzorku) pokazuju da je u četiri postupka istiskivanja manjinskih dioničara, koji su uslijedili nakon preuzimanja, istiskivanje provedeno prema odredbama ZTD-a (C.L., d.d., B., d.d., H.B., d.d., H.E., d.d.) , dok je u samo jednom slučaju istiskivanje provedeno prema odredbama ZPDD-a (B.P.C., d.d.).

Valja naglasiti da, provede li se istiskivanje manjinskih dioničara, posljedica toga je neizostavno i delisting - jer društvo više ne ispunjava uvjete za uvrštenje na burzi. No, ako se nisu stekli uvjeti za istiskivanje, tada je delisting zapravo rezervni scenarij za ponuditelja. Kako dioničar gubi delistingom likvidnost dionice, moguće je da će se protiviti delistingu pa će takav dioničar imati pravo na pravičnu naknadu.

Da je delisting rezervni scenarij za istiskivanje, potvrđuje se na ispitanom širem uzorku. Ponuditelji koji temeljem ponude za preuzimanje nisu dosegli prag za provedbu istiskivanja manjinskih dioničara u ciljnom društvu (H.C., d.d., J., d.d., Z.R., d.d., TEP, d.d., K.,d.d., B., d.d.) pristupili su delistingu njihovih dionica s burze.

Za razliku od istiskivanja dioničara, gdje se odluka na glavnoj skupštini donosi običnom većinom glasova, za donošenje odluke o delistingu potrebna je većina glasova koji predstavljaju najmanje $\frac{3}{4}$ temeljnoga kapitala zastupljenoga na glavnoj skupštini, ako statutom nije propisana veća većina (čl. 332. st. 2. ZTK.-a). Međutim, valja istaknuti da za razliku od istiskivanja, gdje postupke financira glavni dioničar, pravičnu naknadu dioničarima koji se protive izvrštenju društva s burze isplaćuje društvo. Sukladno odredbama ZTK-a, pravičnom naknadom smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunata kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Međutim, ako se dionicama trgovalo manje od $\frac{1}{3}$ trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora. Iz ovog proizlazi da većinski dioničar nakon provedbe preuzimanja ne mora više angažirati vlastita sredstva da bi proveo istiskivanje, već to čini društvo.

U ispitanoj uzorku je potvrđeno da i oni ponuditelji koji nisu nakon preuzimanja dosegli niti prag koji im omogućuje provedbu delistinga, kao treći rezervni scenarij, koriste preoblikovanje dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću, jer udjeli društva s ograničenom odgovornošću po definiciji ne mogu biti uvršteni na burzi.

7. ZAKLJUČCI

U promatranom poslijepristupnom periodu (1. 7. 2013. – 1. 7. 2015.) nije bilo preuzimanja ciljnih društava koja su uvrštena na ZSE od strane inozemnih trgovačkih društava, odnosno stranih pravnih i/ili fizičkih osoba, bilo da se radi o EU ili ne-EU rezidentima. Ciljna društva iz financijskog sektora su bila najinteresantnija stranim ponuditeljima koji su bili zastupljeni u 2 od ukupno 5 postupaka preuzimanja u tom sektoru, pri čemu su navedena preuzimanja s inoelementom poduzeta prije pristupanja EU. Na širem uzorku od ukupno 28 postupaka preuzimanja, promatrajući i prijepristupni i poslijepristupni period, također su bila zastupljena samo 2 strana ponuditelja te 1 domaći ponuditelj kontroliran od strane pravne osobe sa sjedištem izvan EU. Iz ovoga se daje zaključiti da uvrštena društva na ZSE nisu česti *target* stranih investitora i da je veći intenzitet domaćih preuzimanja.

Uzorak je pokazao da ponuditelji najčešće započinju postupke preuzimanja ako u ciljnom društvu već drže razmjerno visok postotak dionica. Uobičajeno se radi o udjelu koji premašuje većinski udio, što je razumljivo i sa stajališta financiranja cijele akvizicije i procjene rizika njezine uspješnosti za ponuditelja. Iako je temeljem nekih ponuda za preuzimanje ponuditelj stekao i više od 30% dionica, uobičajeno se radi o manjem postotku koji se stječe ponudom, pogotovo ako ponuditelj drži postotak dionica vrlo blizu praga koji mu je potreban za provedbu istiskivanja. U tom slučaju, jedini cilj ponude za preuzimanje je postizanje apsolutne korporativne kontrole, pa je to indikator uspješnosti. Istiskivanje manjinskih dioničara je najčešća korporativna akcija koja slijedi nakon preuzimanja, a teži postizanju apsolutne korporativne kontrole (naročito je ponuditeljima interesantna njegova provedba prema ZTD-u, a manje prema ZPDD-u) dok je burzovni delisting rezervni scenarij koji se primjenjuje, ako se temeljem ponude za preuzimanje ne prijeđe prag potreban za istiskivanje dioničara. Ako zadobivanje apsolutne korporativne kontrole nije strateški cilj ponuditelja, već je to maksimizacija dobiti za dioničare, tada su poslijeponudbene aktivnosti najčešće koncentrirane na regionalno pozicioniranje ciljnih društava.

Iako je stav uprave ciljnih društava na dane ponude za preuzimanje bio prevladavajuće pozitivan u 6 od ukupno 28 postupaka preuzimanja u kojima se uprava ciljnih društava odredila negativno, to je itekako utjecalo na odaziv dioničara. Ponudu za preuzimanje u tim slučajevima prihvatio je vrlo mali broj dioničara, što potvrđuje da dioničari pridaju veliku važnost mišljenju uprave ciljnih društava.

U poslijeponudbenom periodu, uspješnost ponude za ciljno društvo pratila se na osnovnom uzorku na temelju kretanja cijene dionice uoči i nakon preuzimanja. Korekcije cijene u poslijeponudbenom periodu samo su u rijetkim slučajevima bile značajnije te su uglavnom održavane na ponudbenoj razini, no kako je često slijedio i delisting to kretanje cijena se moglo pratiti samo za ona ciljna društva koja su ostala uvrštena. Nekim ponuditeljima je u poslijeponudbenom periodu predstavljalo problem što ponudom za

preuzimanje nisu obuhvatili i povlaštene dionice. Iako su, nakon ponude držali više od 95% dionica s pravom glasa, nisu držali taj postotak u odnosu na temeljni kapital, što je onemogućilo provedbu istiskivanja manjinskih dioničara prema ZTD-u. Rješenje je pronađeno u više krugova dokapitalizacije ciljnog društva uz isključenje prava na upis, što je značajno poskupilo i odgodilo ostvarenje strateških ciljeva ponuditelja, jer su se tek nakon nekoliko godina stekli uvjeti za istiskivanje manjinskih dioničara.

Informacije o autorima

Prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc

edita@pravri.hr



Dr. sc. Antonija Zubović

azubovic@pravri.hr



Informacije o projektu

Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju

Projekt Hrvatske zaklade za znanost br. 9366

info@croatiamergers.eu



croatiamergers.eu