

Др Милена Јовановић Zattila,*
Редовни професор Правног факултета,
Универзитет у Нишу

НАУЧНИ ЧЛАНАК

UDK: 347.72

Рад примљен: 01.09.2014.

Рад прихваћен: 01.12.2014.

ОТРОВНЕ ПИЛУЛЕ - МЕРА ОДБРАНЕ ОД НЕПРИЈАТЕЉСКОГ ПРЕУЗИМАЊА ИЛИ ДЕМОНСТРАЦИЈА МОЋИ ЦИЉНОГ ДРУШТВА**

Апстракт: Успостављање еквилибријума моћи нарочито је доведено у питање у поступку преузимања, чиме оно постаје и једно од најконтроверзнијих питања данашњице. Однос непосредног ривалства и потреба тржишне доминације условљава и неопходност континуираног усавршавања метода напада и одбране компанија. У лезеци одбрамбених механизма циљне компаније посебно место заузимају тзв. отровне пилуле. Иако се третирају као најмоћније средство у борби против компаније преузимаоца, због чега носе епитет „свети грал“ међу дефанзивним механизмима, бројни су разлози за и против њиховог коришћења. У прилог употреби отровних пилула иде чињеница да страх од преузимања утиче на дисциплиновање управе и њено ефикасније пословање. Негативне консеквенце се испољавају кроз однос управе и друштва. Усвајање отровне пилуле је једнострана одлука управе циљног друштва за коју није неопходна сагласност скупштине акционара, чиме се индиректно доводе у питање и основни принципи корпоративног управљања. Феномен информационе асиметрије, у коме управа као агент поседује несразмерно више релевантних информација у односу на акционаре као принципале, води конфликту управе и чланова друштва, који је у компанијском праву познат као први агенцијски проблем и који кулминира самим чином преузимања. Ипак, иако се за отровне пилуле везује дискриминација акционара циљног друштва, то не мора бити увек случај. Контроверзна аура која прати ову дефанзивну меру циљног друштва и даље изазива бројне полемике о контроли употребе отровних пилула и њиховом утицају на акционарску демократију.

Кључне речи: отровне пилуле, преузимање, циљна компанија, мере одбране, акционари.

* milena@prafak.ni.ac.rs

** Рад је резултат истраживања у оквиру пројекта „Заштита људских и мањинских права у европском правном простору“ бр. 179046, који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

1. Уводне напомене

Преузимање, сходно његовом ужем тумачењу, подразумева стицање контроле над управом акционарског друштва, на основу удела у основном капиталу друштва, који обезбеђује право гласа. То омогућава преузимаоцу¹ одлучујући утицај на доношење одлука у скупштини друштва или на вођење послова друштва, чиме се мења и његова структура (Јовановић, 2006: 288). Једна од могућности која стоји на располагању доминантном акционару је да учешћем у скупштини акционара разреши постојеће и именује своје чланове управе.²

Европски концепт налаже установљивање обавезе стицаоца контролног пакета акција да учини понуду за преузимање преосталих акција у циљу заштите интереса мањинских акционара (Норт, 2000: 5; Норт, Wymeersch, 2003: 294-295; Marshall, 2004: 4-12).³ Предмет јавне понуде за преузимање су преносиве хартије од вредности које дају гласачка права у циљном друштву (Радовић, 2008: 16). Обзиром да највећи број држава поступак преузимања, с правом, везује за отворена акционарска друштва, циљно друштво се дефинише као отворено акционарско друштво чијим се акцијама тргује на организованом тржишту хартија од вредности.⁴ Код преузимања, ово тржиште се назива и тржиштем корпоративне контроле, јер се пренос корпоративне контроле *in concreto* остварује преносом хартија од вредности са правом гласа. За разлику од тржишта хартија од вредности, на тржишту корпоративне контроле се купује онолико гласачког капитала колико је потребно за управљање друштвом (Jensen, Ruback, 1983: 2).

Чином преузимања акционарског друштва мења се и положај мањинских акционара, па је стога потребно наћи праву меру⁵ у заштити њихових права (Барбић, 2000: 245-246; Јурић, Зубовић, 2009: 293). Уколико управа искористи свој утицај ради стицања сопствене користи или води погрешну пословну политику постоји опасност да акционари буду оштећени. Због тога се сматра да слободно тржиште за преузимање обезбеђује могућност замене чланова

1 Понудилац постаје преузималац само ако му понуда за преузимање успе, а то значи ако је понуђена лица прихвате најмање у обиму који му омогућава стицање владајућег учешћа.

2 У праву преузимања се примењује извесна модификација наведеног схватања, по којој контролно капитал учешће подразумева доминацију у скупштини акционара, без обзира да ли то лице може да преузме фактичку контролу над друштвом.

3 Обавеза упућивања понуде за преузимање потиче из енглеског права, обзиром на велику дисперзију акционара у Великој Британији. Супротно томе, у државама попут Немачке, у којима преовладавају већински акционари, институт преузимања је тешко применити. Разлог томе је што преузималац мора непосредно да преговара са већинским акционарима, што битно отежава и поскупљује поступак. Концепт супротан европском, где обавезна понуда за преузимање представља делотворно средство заштите мањинских акционара, сусрећемо у праву САД-а у коме дужност иницирања понуде за преузимање није законски прописана ни уобичајена.

4 Чл. 2 (1) Закон о преузимању, Службени Гласник, бр.46/06, 107/09 и 99/2011.

5 Под правом мером подразумевамо стварање могућности мањинским акционарима да отуђе своје акције, а да при томе не претрпи штету, а са друге стране водити рачуна да превелико фаворизовање мањинских акционара не утиче негативно на атрактивност самог друштва.

управе, што ће довести до повећања вредности курса и исплаћивања виших дивиденди. Овакав ефекат се додатно постиже и тиме што на таквом тржишту увек постоји потенцијална опасност за управу да након спроведеног преузимања буде смењена, због чега је она принуђена да константно води рачуна о интересима компаније и настоји да максимизира њену добит (Петрикић, 2000: 209). Предност поступка преузимања отворених акционарских друштва, осим контроле над циљним друштвом концентрацијом управљачких и имовинских права, огледа се и у могућности заобилажења управног одбора циљног друштва. За разлику од европског концепта, у САД-у се за стицање контролног пакета акција захтева одобрење управног органа, а чланови управе могу преузимати мере одбране од преузимања без прибављања посебне сагласности акционара (Monks, Minnow, Nell, 2001: 186-187).⁶

2. Став управе према преузимаоцу

Дужност управе је да ради у интересу компаније. То подразумева фидуцијарну дужност управе, али и исту ту дужност контролног акционара.⁷ Највећи број преузимања у Европи јавља се у облику тзв. пријатељског преузимања (eng. *friendly takeovers*) кроз прећутни споразум са управом циљног друштва. Као мотив за преузимање наводи се повећање ефикасности, манифестовано у постизању синергичне добити⁸ и смањењу трошкова менаџмента.⁹ Пут преузимања одређене циљне компаније најчешће отпочиње настојањем потенцијалних

6 У том погледу амерички концепт се чини либералнијим, јер у европским државама орган управе је дужан да прибави претходну сагласност акционара за предузимање одбрамбених мера, што утиче на слабење позиције управе.

7 Мада је интерес акционара примаран, они нису искључиви носиоци интереса. Правни субјективитет компаније одваја се од акционара који је оснивају. Стога, ако је управа заступник компаније, она је дужна да ради у њеном интересу, а не у име и за рачун акционара, чији заступник није. Тако би конституисање правила о „дужности управе да ради у најбољем интересу акционара“, било директно супротно правилу о фидуцијарној дужности контролног акционара „рада у интересу друштва“. У правном окружењу одвојеног власништва од управљања, а посебно услед његове велике дисперзије долазимо до основних проблема корпоративног управљања познатих у теорији као *агенцијски проблеми корпоративног управљања*, а један од њих је како да акционари (власници) контролишу управу друштва. Због присутне *информационе асиметрије*, у коме је управа-агент друштва у предности, јер поседује више релевантних информација у односу на акционара-принципала, постоји латентан сукоб интереса између власника и управе. Осим овог, пристан је и сукоб интереса на релацији контролних (већинских) и мањинских акционара, као и сукоб интереса власника компаније и других носилаца конститутивних интереса.

8 Од економских циљева у литератури се најчешће наводи остваривање тзв. *синергичне добити*. Теорија синергичне добити заснива се на уверењу да је вредност друштва стављених под контролу преузимаоца већа од простог збира вредности оба друштва пре преузимања. Сматра се да је добит остварена преузимањем директна последица ефекта синергије, тј. новонастале могућности коришћења повезаних ресурса обе компаније, технолошких иновација и заједничког наступа на тржишту. У америчкој литератури познат је као $2+2=5$ ефекат.

9 У случају спречавања преузимања од стране менаџмента онемогућава се деловање кључног контролног механизма за дисциплиновање менаџера, обзиром да, за разлику од фузије код

понудилаца да најпре преговарају са управом циљног друштва, а тек потом отпочну са поступком преузимања. Уколико изостане сагласност управе циљног друштва реч је непријатељском преузимању (eng. *hostile takeovers*).¹⁰ Негативан став менаџмента, на основу непристрасне оцене предности и недостатака понуде за откуп акција, доводи до сукоба интереса између њега и преузимаоца (Becht, Bolton, Roell, 2002: 70; Shleifer, Vishny, 1997: 756-757). Циљ непријатељског преузимања је смена дотадашње управе циљног друштва и постављање нове и ефикасније. Том приликом преузимаоц даје јавну понуду за откуп акција циљног друштва без претходног упозорења или договора са управом. У случају непријатељског преузимања постојећа управа циљног друштва предузима одговарајуће одбрамбене мере са циљем осујећења реализације понуде за преузимање. Ове мере одбране омогућавају управи циљног друштва да постигне боље услове приликом преузимања у погледу цене акција. На тај начин чланови управе циљног друштва могу спречити продају акција њиховим повлачењем са берзе, смањењем њихове вредности, издавањем нових акција или опција за куповину акција, смањењем основног капитала друштва, применом тзв. отровних пилула (енг. *poison pills*),¹¹ увођењем квалификоване већине за доношење одлука (Ferrarini, Hops, Wymeersch, 2003: 407-425), увођењем управних одбора који парцијално обављају своје чланство,¹² као и понуда за преузимање у два круга (Јурић, Зубовић, 2009: 296).¹³

3. Отровне пилуле као превентивна мера одбране од преузимања

Са трендом напада на циљна друштва кроз преузимање, компаније су покушале да пронађу адекватан одговор у виду дефанзивне мере која се може усвојити без сагласности акционара. На тај начин чланови управе имали би могућност да заштите компанију и њене акционаре од свеприсутне опасности непријатељског преузимања (Fleischer & Sussman, 2000: 541; Velasco, 2003: 849). Активност компанија на том плану била је посебно изражена у САД-у. Већи број компанија са листе „*fortune 500*“ развио је план одбране, у случају

које је неопходна сагласност управе друштва које се припаја, код преузимања није потребна сагласност управе већ акционара.

10 Израз и концепт непријатељског преузимања датира из осамдесетих година двадесетог века од стране великих компанија у САД-у.

11 У питању су превентивне мере одбране које управа примењује пре непријатељског преузимања, којима се циљно друштво чини мање атрактивним. У пракси се често комбинује примена *poison pill* и управних одбора који парцијално обнављају своје чланство (енг. *staggered boards*).

12 Таквим управним одборима се продужава време у коме ће преузимаоц остварити пуну контролу над управним одбором након окончања поступка преузимања.

13 Понуде за преузимање у два круга одликује одређивање веће цене за акције циљног друштва које се стичу у првом кругу, у односу на цену акција стечених у другом кругу. Такве су понуде за преузимање у САД-у начелно забрањене, али ако то није прописано законом акционарска друштва могу их одредити у својим статутима.

да постану мета напада, познат као отровна пилула (Allen & Swartz, 1983).¹⁴ То је данас општеприхваћен термин за ову врсту планова.

Отровне пилуле сматрају се најмоћнијим одбрамбеним средством које стоји на располагању циљном друштву. Оне не представљају само једну одбрамбену меру, већ низ различитих механизма са сличним правним последицама (Радовић, 2008: 258). Реч је о хартијама од вредности емитованим од стране потенцијалног циљног друштва како би у очима непријатељског понудиоца имале мању вредност. На тај начин обезвређују се акције циљног друштва, како би преузималац остварио губитке приликом улагања. Из тог разлога преузимаоци воде рачуна да не пробију прагове при стицању удела у основном капиталу циљног друштва који доводе до активирања отровне пилуле. Због свог убојитог дејства и уочљиве ефикасности отровна пилула је најприменљивија мера одбране у САД-у.¹⁵ Ниједан понудилац не може успешно да спроведе поступак преузимања до краја услед постојања отровне пилуле, јер су у случају њеног активирања резултирајући трошкови за преузимаоца сувише високи (Kahan & Rock, 2002: 875; Loewenstein, 1994: 783). Ова значајна трансформација на тржишту корпоративне контроле, настала увођењем отровних пилула као ефикасне одбрамбене тактике, као и противпреузиматељских закона од стране држава чланица, потпомогнутих условима на финансијском тржишту штетних по непријатељска стицања контроле, довела је до завршетка ратова око преузимања и победе управе (Grundfest, 1993: 858). Усвајањем ове дефанзивне мере, управа циљног друштва добија на времену да предузме и друге одбрамбене мере, али и за проналажење конкурентске понуде,¹⁶ односно аукцијску продају циљног друштва.

Бројни модалитети отровних пилула са различитим дејством и ефикасношћу учинили су ову дефанзивну меру неприкосновеном. Она није резултат законодавне активности, већ ју је изнедрила пракса осамдесетих година двадесетог века. Отровне пилуле се примењују у два основна облика: *flip-over* и *flip-in*.¹⁷

14 Назив отровна пилула (енг. *poison pill*) настао је сасвим случајно, без икакве везе са његовом креацијом. Назив је добио од стране инвестиционог банкара, који је на питање новинара *Wall Street Journal*-а, како звати план усвојен од стране *Lenox, Inc.* 1983. године у борби против непријатељских преузимања, стихијски одговорио: „отровна пилула“.

15 Број привредних друштава у САД-у који је усвојио ову меру рапидно је растао од 1994. године до данас. Данас, преко 2.300 компанија имају отровне пилуле. Због начина на који делује и њене ефикасности ова мера назива се другачије и одбијање ајкула (енг. *shark repellants*).

16 Проналажење конкурентске понуде или белог витеза (енг. *white knight*) представља меру одбране управе циљног друштва, којом оно покушава да пронађе лице које би упутило конкурентску јавну понуду за преузимање. Спада у категорију накнадних мера, обзиром да се предузима тек након најаве или упућивања јавне понуде за преузимање од стране лица које управа не подржава. Сама чињеница да управа подржава алтернативног понудиоца представља огромну, готово недостижну предност у односу на конкурента. О успешности предузимања ове мере говоре и бројни случајеви из судске праксе (пр. *Revlon, Gucci* и др.)

17 Називају се пилулама друге и треће генерације. За разлику од оних прве генерације, карактеристика *flip-over* и *flip-in* отровних пилула је да немају негативно дејство на циљно друштво.

Flip-over планом се постојећим акционарима емитују варанти (права) за куповину акција понудиоца (преузимаоца) по цени повољнијој од тржишне када наступе догађаји који активирају пилулу. То може бити куповина 20% акција од стране појединца, партнерства или корпорације, односно директна понуда за 30% или више укупних акција циљне компаније (Gaughan, 2002: 315). На тај начин, акционари циљног друштва стичу диспропорционални удео у основном капиталу преузимаоца, а преузималац опет трпи губитке. Издавање вараната за куповину акција преузимаоца представља одбрамбену меру, само уколико преузималац има намеру да након стицања значајног капитал учешћа спроведе статусну промену, купи имовину циљног друштва или принудно откупи акције мањинских акционара (Радовић, 2008: 271). Испоставило се да учинковитост *flip-over* отровних пилула долази до изражаја само уколико понудилац откупи 100% права циљне компаније. Иако су до тада сматрани ефикасним одбрамбеним средством, њихов пад је уследио након успешног преузимања акционарског друштва *Crown Zellerbach* од стране финансијера *Ser James-a Goldsmith-a* (Shub, 1991: 1010).¹⁸

Уочивши поменуте недостатке *flip-over* отровних пилула, учињен је накнадни покушај да се овој одбрамбеној мери додају нове карактеристике. Тако су створене отровне пилуле треће генерације *flip-in*, које су до данас остале најделотворнија и најчешће коришћена врста пилула која садржи опозиву одлуку о условном издавању вараната за куповину акција циљног друштва. У овом случају акционари друштва које је циљ понуде стичу право да, у тренутку када понудилац достигне одређену границу учешћа у капиталу друштва (по правилу 15-20%), купе одобрене али још увек неемитоване акције друштва по повољној цени, уз искључење права понудиоца да стекне овакве акције. *Flip-in* права имала су за циљ да изврше деконцентрацију власништва у циљној компанији, без обзира да ли је понудилац успео да интегрише циљну компанију у своју. Усмерене су углавном на нападаче који теже да куповином освоје контролу над циљном компанијом, чак и у случају када нису откупили већински удео који би значио контролу. Основна разлика је у томе да се пилулама треће генерације постојећим акционарима издају варанти, који дају право на куповину акција циљног друштва, чиме се отежава стицање контроле над циљним друштвом од стране непожељног преузимаоца. Самим тим, непријатељско преузимање друштва, коришћењем ове отровне пилуле постаје неисплативо. Овом мером се превасходно утиче на разводњавање учешћа, а тиме и смањење утицаја понудиоца у друштву, уз истовремени покушај да се

18 У случају *Crown Zellerbach v. James Goldsmith* отровна пилула се састојала од издавања вараната постојећим акционарима, којим су они стекли право да под условима, повољнијим од тржишних, купе акције преузимаоца, у случају спајања или принудног откупа акција мањинских акционара. Варанти су били неопозиви у наредних 10 година. Неопозивост отровне пилуле се у овом случају показала као њен главни недостатак. Најпознатији случај везан за отровне пилуле друге генерације је *Moran v. Household International*. У овом случају комплексност плана изазвала је несигурност код потенцијалних преузимаоца.

понудилац принуди да преговара са управом како би се у међувремену прикупиле конкурентске понуде.¹⁹ У новије време говори се о четвртој генерацији отровних пилула, као комбинацији већ поменутих *flip-over* и *flip-in* планова уз модификацију њихове опозивости.

Поред предочених погодности, ову генерацију пилула прати контроверза о наводној дискриминацији између постојећих и будућих чланова управе, као и негативни ефекат на гласачка права акционара (Lese, 1996: 2175). Циљ њиховог настанка везивао се за спречавање преузимања контроле гласања од стране спољне компаније. У случају да спољна компанија прибави већи део акција циљног друштва, власници приоритетних акција постају и носиоци супеграсачких права.²⁰ Отровне пилуле примењују се тако што се носиоцима обичних акција расподељује дивиденда од једног права за сваки удео у акцијама у њиховом власништву. Носиоцима права је омогућено да купују један удео у року који најчешће износи десет година. Емисија акција уређена је актима компаније. Управа циљног друштва, стога, не мора тражити одобрење од акционара за измену статута компаније приликом емитовања акције у циљу покривања права. Упућивање захтева акционарима на одобрење могао би да значи исто што и референдум о примени саме отровне пилуле (Fleischer & Sussman, 2000: 553).

Као једна од варијанти отровне пилуле помиње се и план куповине акција везан за провизију, који је први пут реализован 1984. године (Gaughan, 2002: 321). Његовом применом акционари остварују право на дивиденду што им омогућава да ово право, заједно са акцијама за готовину или приоритетним хартијама од вредности, замене са посебном ценом и уз провизију коју одређује одбор директора емитера. Ова права бивају реализована након што стицалац прибави главне акције циљне компаније по вишој цени и уз одговарајући проценат. Укупна цена којој је додата и провизија, виша је од тржишне, па се планом утврђује минимална цена за преузимање. Циљ планова куповине акција везаних за провизију је да ограничи ефикасност дупло везаних понуда.

У литератури, као и у пракси многих земаља у новије време, среће се још једна врста пилула тзв. „пилула из сенке“ (енг. *shadow pill*). Понудилац не мора увек

19 Од опција које стоје на располагању циљном друштву против непријатељског преузимаоца, поред већ поменутог белог витеза (енг. *white knight*), је и тзв. бели пратилац (енг. *white squire*), метафорички назван *тројански коњ*. Она подразумева позивање треће пријатељске компаније да преузме стратешки удео. Бели пратилац преузимањем стиче већински удео, али није заинтересован за преузимање контроле која остаје у рукама менаџера таргета. Ипак, ни предузимање ове одбрамбене тактике не представља потпуну заштиту циљне компаније, обзиром да бели пратилац може продати своје акције. Како би се то избегло, управни одбор циљног друштва може да захтева да се закључи споразум (енг. *standstill agreement*) којим ће се ограничити могућност прихватања или давања понуде за акције компаније.

20 Она подразумевају да компанија изда дивиденду на приоритетне акције. Иначе, ова мера је мање коришћена имајући у виду чињеницу да је њена законитост успешно оспоравана на суду.

знати за постојање отровне пилуле. На бази свог искуства он може закључити да ли компанија поседује или не отровну пилулу и шта значи њено усвајање. При томе, у тренутку упућивања понуде циљно друштво не мора имати отровну пилулу, обзиром да је може и накнадно усвојити. Наизглед нелогична идеја, да су последице усвајања и неусвајања отровне пилуле идентичне, постала је предмет бројних расправа.²¹ Код развијених компанија отровна пилула се може усвојити у једном дану, тако да циљна друштва неће допустити преузимање из разлога што до неког момента нису имала ову меру одбране (Coates, 2000: 315-339).

4. Сврха и допуштеност отровних пилула

На основу свега претходно реченог у вези отровних пилула, уочава се да оне не доводе до смањења вредности акција циљног друштва, што га и даље чини атрактивним за потенцијално преузимање. Напротив, усвајањем отровних пилула долази до повећања вредности акција циљних друштава која су се определила за њихову примену.²² Оно што је можда од пресудне важности је да је дошло до промене у схватању циља отровних пилула. Према ранијем тумачењу, сврха примене ове мере одбране огледала се у омогућавању несмењивости постојеће управе. Томе у прилог ишла је и чињеница да је ову меру могао усвојити управни одбор циљног друштва без посебне сагласности акционара, као што управни одбор може накнадно и изменити права из *poison pills*. Посматрано из другог угла, ближег савременом схватању, отровне пилуле представљају дивиденду која се исплаћује акционарима, при чему управни одбор има искључиво овлашћење за доношење одлуке о њеној исплати. Стога, свако друштво има тзв. скривену пилулу (енг. *shadow pill*) коју може активирати сваки пут када је то потребно (Јурић, Зубовић, 2009: 302). О допуштености примене отровне пилуле и поступању управе циљног друштва коначну одлуку доноси суд.²³

Поред огромне распрострањености, отровне пилуле прати и несвакидашња контрадикторност. Они који се противе њеној примени, као аргумент истичу

21 Творац појма „пилула из сенке“ је професор John Coates. Основни допринос саме идеје је да усвајање отровне пилуле од стране одређеног привредног друштва, пре јавне понуде за преузимање, има мали ефекат на одлуку потенцијалног преузимаоца да учини понуду, због могућности његовог каснијег усвајања.

22 Истраживање која је спровео J.P. Morgan показало је да су од 1997. године она трговачка друштва која су применила ову меру одбране просечно остварила 4% већу вредност својих акција при преузимању, у односу на она друштва која то нису учинила. Ову меру је успешно применио и *Yahoo* у циљу одбране од непријатељског преузимања.

23 Ову изузетно успешну меру одбране од преузимања у САД-у, немогуће је применити у Великој Британији и већем броју европских држава, из ког разлога се и не појављује у пракси преузимања у тим земљама.

да пилула омогућава управи циљног друштва да користи непромерно висок степен контроле над судбином друштва, при чему долази до дискриминације акционара. Тиме се нарушава начело равноправности акционара, на коме почива право акционарских друштава.²⁴ Према постојећој европској регулативи, дискриминушићи ефекат отровних пилула карактерише се као незаконит (Радовић, 2008: 297). На тренд опадања броја отровних пилула неспорно утиче и нова компонента у пословном окружењу која намеће члановима управе обавезу доброг корпоративног управљања, што је у супротности са потребом очувања сопствених позиција. Такође, у последњих неколико деценија присутан је феномен концентрације власништва на тржишту акција. Примат преузимају институционални инвеститори, међу којима се издвајају јавни и приватни пензијски фондови, осигуравајућа друштва и инвестициони фондови (Matheson, 1999: 734).²⁵ Већина предлога акционара за измену или опозив отровних пилула иницирана је од стране институционалних инвеститора. Без обзира на бројна оспоравања њихове допуштености, контроверзна аура која прати отровне пилуле није зауставила њихов развој. Напротив, као ниједна друга дефанзивна мера, проузроковала је огроман број парница и изазвала бројне дискусије о оправданости и граници њене примене.

5. Уместо закључка

Усвајање дефанзивних мера, као одговор на покушаје непријатељског преузимања, осим бројних полемика, условило је и општу конфузију законодавне регулативе ове изузетно важне и динамичне области. Готово да нема дела ове материје у вези са којим су заузета униформна становишта или је истоветно поступано у пракси. Поступање држава приликом усвајања неких од мера одбране прилично је опозитно и креће се од њиховог начелог подстицања, до ограничавања, па и потпуне забране истих. Такав је случај са отровним пилулама, мером одбране која због своје неприкосновености и ефикасности носи епитет „свети грал“. Реч је о истовремено најоспораванијој, али и најраспрострањенијој дефанзивној мери, која и данас изазива бројне контроверзе. Стимулисање ове мере је условљено ставом државе према тржишту корпоративне контроле. Рестриктивне мере иду у прилог развоју овог тржишта, док га либералне дестимулишу. Усвајање рестриктивних мера одбране од преузимања везује се за ограничавање слободе акционарског друштва да усваја отровне пилуле, а уколико су оне већ усвојене настоји се да се исте укину или да им се дејство ограничи. Заговорници тезе о забрани ове мере одбране позивају се на урушавање акционарске демократије, обзиром

24 Мада је равноправност акционара била неизоставни део и нашег законодавства, ЗПД не садржи начелну одредбу о равноправности акционара, тако да овај аргумент више не стоји.

25 Сматра се да у овом тренутку институционални инвеститори држе скоро половину укупног тржишта акција, док је у односу на 1000 највећих компанија тај проценат 69%.

да је усвајање отровне пилуле једнострана одлука управе циљног друштва за коју није неопходна сагласност скупштине акционара. Није случајност да они потичу из реда институционалних инвеститора, чији је циљ концентрација власништва на тржишту акција. Између та два пола треба пронаћи праву меру. Дакле, контролисана употреба отровних пилула са опцијом опозива. Све друго задире у домен субјективног тумачења интересно супротстављених страна – преузимаоца

и циљног друштва. Ово се односи и на сагледавање одбрамбене могућности акционарских друштава у Србији, где су отровне пилуле, као и готово све накнадне мере одбране недопуштене.²⁶ Тиме се Србија сврстала међу државе које су погодне мете за непријатељско преузимање.

Литература

Allen, F. & Swartz, S. (1983), *Lenox Rebuffs Brown Forman Adopts Defence*, Wall Street Journal

Барбић, Ј. (2000), *Право друштава, Књига друга: Друштва капитала*, Информатор, Загреб

Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2002), *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance

Coates, J. (2000), *Takeover Defences in the Shadow of the Pill: a Critique of the Scientific Evidence*, Texas Law Review

Gaughan, P. (2002), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York, John Wiley

Grundfest, J. (1993), *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, Stanford Law Review

Ferrarini, G. (2003), *Shareholder Value and the Modernization of European Corporate Law*, у: Hopt, K., Wymeersch, E., *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press

Fleischer, A. & Sussman, R. (2000), *Takeover Defence*, Aspen Law & Business

Hopt, K. *Common Principles of Corporate Governance in Europe? – Some Thoughts on the Impact of the Securities Markets on Companies and Their Regulation*, Conference of Company Law and Capital Market, Siena, 2000, http://www.econ-pol.unisi.it/scdbank/CONFERENZA/file_PDF/4a-Hopt.pdf.

Hopt, K. (2002), *The duties of directors of the target company in hostile takeovers – German and European perspectives*, у књизи G. Ferrarini, K. Hops, E. Wymeersch

²⁶ Поред поменутих отровних пилула и накнадних одбрамбених мера управе циљног друштва, у забрањене мере спада и принудна куповина сопствених акција, док је значајан број мера условљен.

(ed.), *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross –Border Transactionas, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, Den Haag, London, New York

Jensen, M. & Ruback, R. (1983), *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics

Јовановић, Н. (2006), *Преузимање акционарских друштава у „Акционарска друштва, берзе и акције АБА“* (Специјалистичке студије), Правни факултет Универзитета у Београду

Јурић, Д., Зубовић, А. (2009), *Протупреузиматељске мјере и положај управе циљног друштва у поступку преузимања дионичког друштва*, Зборник Правног факултета Свеучилишта у Ријеци

Kahan, M. & Rock, E. (2002), *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, University of Chicago Law Review

Lese, S. (1996), *Preventing Control from the Grave: A Proposal for Judicial Treatment of Dead Hand Provision in Poison Pills*, Columbia Law Review

Loewenstein, M. (1994), *The SEC and the Future of Corporate Governance*, Alabama Law Review

Marshall, S. (2004), *Corporate Control Transaction*, Corporate Governance Institute, America Law Institute

Matheson, J. (1999), *Corporate Governance at the Millennium: The Decline of the Poison Pill Antitakeover Defence*, Hamline Law Review

Monks, R., Minnow, G., Nell, A. (2001), *Corporate Governance*, 2nd ed., Blackwell Publishers

Петрикић, Р. (2000), *Правни режим преузимања друштава у Европи*, Право и привреда

Радовић, В. (2008), *Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле*, Београд

Shleifer, A., Vishny R. (1977), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance

Shub, J. (1991), *Comment - Shareholder Rights Plans – Do They Render Shareholders Defenseless Against Their Own Management?*, Delaware Journal of Corporate Law

Velasco J. (2003), *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, Emory Law Journal

Milena Jovanović Zattila, LL.D.

Full Professor,
Faculty of Law, University of Niš

Poison Pills: A Defensive Measure against a Hostile Takeover or a Demonstration of Power of the Target Company

Summary

The balance of power is particularly at stake in hostile takeovers, which makes the issue of establishing the balance of power one of the most controversial issues in the contemporary company law. In the circumstances of direct market competition and the need to have a dominant market position, companies are necessarily forced to constantly upgrade and advance their offensive and defensive methods, techniques and strategies. In order to prevent a hostile takeover, the target company may resort to an array of defence mechanisms, the most prominent of which are “poison pills”. In spite of being perceived as the most powerful tool for obstructing hostile takeovers (and commonly designated as the “Holy Grail” among the defensive mechanisms), there are many pros and cons underlying their application.

One of the positive effects of using the poison pills is that the fear of takeovers makes the target company management more disciplined and efficient in business operations. The negative consequences are reflected in the relationship between the company board of directors and the shareholders. The target company management makes a unilateral decision on using a poison pill and this decision does not have to be approved by the shareholders in the General Meeting; however, this is highly inconsistent with the basic principles of corporate governance. The asymmetry of information, where the management (an agent) has disproportionately more relevant information at its disposal than the shareholders (principals), generates a conflict between the management and the shareholders. In company law, this agency problem is generally known as the principal-agent problem, which is most prominent in a takeover. Poison pills are often associated with the discrimination of the target company shareholders, but not necessarily. The controversial nature of this defensive measure which can be applied by the target company has given rise to numerous debates on the need to control the use of poison pills and their impact on shareholder democracy.

Key words: poison pills, hostile takeover, target company, defensive measures, shareholders.