

## PRAVO PREUZIMANJA U EVROPSKOJ UNIJI

### SAŽETAK

Rad ima za cilj da prikaže razvoj i osnovne karakteristike prava preuzimanja u Evropi, a posebno postupak harmonizacija prava preuzimanja u Evropskoj uniji koji je doveo do usvajanje Direktive Evropske unije o ponudama za preuzimanje. U radu se ukazuje na pojedina rješenja Direktive, na stanje u razvoju i harmonizaciji prava preuzimanja. Razvoj prava preuzimanja u Evropi, sa različitim pravnim sistemima u pojedinim državama i aktivnosti harmonizacije u Evropskoj uniju, ukazuju na značaj tržišta korporativne kontrole i različitih nacionalnih interesa, koji su nakon dugogodišnjih pokušaja harmonizacije doveli do usvajanje Direktive o ponudama za preuzimanje. Direktiva uspostavlja minimum zahtjeva za države članice i ostavlja veliki prostor za odstupanja što u značajnoj mjeri ima uticaj na obim harmonizacije i efekte u primjeni.

**Ključne riječi:** preuzimanje, harmonizacija prava preuzimanja, Direktiva Evropske unije o ponudama za preuzimanje.

### UVOD

Preuzimanje kontrole je pojava koja se veže za države sa razvijenom tržišnom ekonomijom, a poseban značaj dobija sedamdesetih i osamdesetih godina prošlog vijeka u Velikoj Britaniji i SAD-u. Historijski razvoj prava preuzimanja u Evropi karakterišu decenije rada na otklanjanju neslaganja između država članica i pokušaji harmonizacije prava preuzimanja. Nakon više neuspjelih pokušaja, tek 2004. godine je usvojena Direktiva Evropske unije o ponudama za preuzimanje.<sup>1</sup> Dugotrajnost harmonizacije prava

---

\* Mr.sc.

<sup>1</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids, *Official Journal L 142*, 30/04/2004 P. 0012 - 0023 (u daljem tekstu: Direktiva) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:EN:NOT> (27.07.2012.).

preuzimanja država članica Evropske unije ukazuje na složenost, kao i brojne probleme u razvoju pravnog uređenja preuzimanja dioničkih društava u Evropskoj uniji, kao i izraženu potrebu da se u ovoj oblasti što više zadrži dominantan uticaj nacionalnog zakonodavstva. Ciljevi pravnog uređenja preuzimanja su stvaranje pravnog okvira za preuzimanje dioničkih društava, kojim će se obezbijediti transparentnost postupka, informisanost dioničara i drugih zainteresovanih subjekata, zaštita i ravnopravnost svih dioničara, a posebno manjinskih, u postupku preuzimanja.

Preuzimanje dioničkih društava je značajna i aktuelna tema u pravnoj teoriji i praksi. Opredjeljenje za istraživanje ove teme proizilazi iz činjenice da je materija preuzimanja dioničkih društava u Bosni i Hercegovini relativno nova i nedovoljno istraživana, kao i da su osnovni postulati u njoj implementaciji u poslovnoj praksi nepoznati u bitnim aspektima. Za Bosnu i Hercegovinu, kao državu u tranziciji, čiji je cilj priključenje zajedničkom tržištu Evropske unije, potrebno je usklađivanje domaćih propisa sa pravnim okvirom Evropske unije. U radu se polazi od pretpostavke postojanja minimalnih standarda prava preuzimanja Evropske unije u pravnom okviru preuzimanja dioničkih društava u Bosni i Hercegovini.

Cilj ovog rada je izvršiti analizu prava preuzimanja u Evropskoj uniji sa kraćim osvrtom na pozitivno – pravnu regulativu vezanu za pravo preuzimanja dioničkih društava u Bosni i Hercegovini, utvrditi usklađenost sa minimalnim standardima Evropske unije i potrebnim dopunama prava preuzimanja dioničkih društava *de lege ferenda*.

U istraživanju suprimljeni odgovarajući metodi istraživanja i to historijski metod je primjenjen u istraživanju i davanju kratakog prikaza dosadašnjih rješenja u razvoju prava preuzimanja dioničkih društava u državama Evrope i dijelom Bosne i Hercegovine, a normativni metod je primijenjen u analizi pravnih pitanja uređenja prava preuzimanja dioničkih društava uz analitički i sintetički metod istraživanja. U istraživanja je korištena dostupna literatura i relevantni propisi domaćeg i uporednog prava.

## 1. Karakteristike preuzimanja u Evropi

Preuzimanje (eng. takeover, fr. prise de controle, njem. Übernahme) je pravni posao koji se provodi putem javne ponude upućene dioničarima ciljnog društva usmjerene na sticanje kontrolnog učešće u društvu koje se preuzima.

Pravno uređenje preuzimanja dioničkih društava, ukoliko se izuzme Ujedinjeno Kraljevstvo, počinje relativno kasno. Pojava prvih značajnih slučajeva preuzimanja u državama Evrope bila je dosta kasnije nego u SAD i Ujedinjenom Kraljevstvu, pa samim time nije ni postojala potreba za pravnim uređenjem preuzimanja.<sup>2</sup> Kasniji period karakterišu pokušaji harmonizacije na nivou Evropske unije, dok su pojedine države u međuvremenu usvajale svoje nacionalne propise koji regulišu preuzimanje.<sup>3</sup> Kada se posmatraju preuzimanja u Evropi, očita je razlika, kako u razvoju, tako i u karakteristikama, prava preuzimanja u Ujedinjenom Kraljevstvu i ostatku Evrope. Preuzimanja koja se mogu označiti kao „neprijateljska“ bila su prije svega ograničena na Ujedinjeno Kraljevstvo. Kao primjer može se navesti podatak da su 1989. godine u državama Evropske unije bila četiri slučaja neprijateljskog preuzimanja, za razliku od 36 slučajeva u Ujedinjenom Kraljevstvu.<sup>4</sup> Kasnijih godina, posebno 90-tih, situacija se djelimično promijenila i u ostatku Evrope, tako da je 1999. godine bio jednak broj neprijateljskih preuzimanja u Ujedinjenom Kraljevstvu, kao u svim ostalim državama Evropske unije.<sup>5</sup> Međutim, postojale su značajne razlike u aktivnostima preuzimanja i između ostalih država Evropske unije.

U odnosu na SAD i Ujedinjeno Kraljevstvo, države u Evropi karakteriše koncentrisana vlasnička struktura. To je u velikoj mjeri uslovalo kasniju pojavu značajnijih slučajeva preuzimanja.<sup>6</sup> Podaci pokazuju da, kada je u pitanju Evropa, širok raspon u koncentraciji vlasništva i kontrole. Većina država u Evropi ima koncentrisanu vlasničku strukturu. To je posebno karakteristika

---

2 E.Berglöf/ M. Burkart., *European takeover regulation*, European Bank of Reconstruction and Development and Stockholm School of Economics - Department of Finance, 2003. (u daljem tekstu: Berglöf, Burkart), table 1. National and proposed supra-national takeover regulation in the EU, 186-167, <http://ssrn.com/abstract=405660> or [doi:10.2139/ssrn.405660](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.405660) (27.07.2012.).

3 *Ibid.*, 187.

4 *Ibid.*, 176.

5 *Ibid.*, 176.

6 A. Ferrell, *Why Continental European Takeover Law Matters*, December 2003. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 454.,1, <http://ssrn.com/abstract=500125> or [doi:10.2139/ssrn.500125](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.500125) (27.07.2012.).

vlasničke strukture u kompanijama u Austriji, Belgiji, Njemačkoj i Italiji koje imaju „velikog“ dioničara sa više od 50% glasova.<sup>7</sup> Karakteristike vlasničke strukture u značajnoj mjeri određuju sadržaj pravila za preuzimanja, odnosno primjenjeni režim preuzimanja.

## 2. Historijski razvoj prava preuzimanja u Evropskoj uniji

Smatra se da su prvi pokušaji harmonizacije prava preuzimanja u značajnoj mjeri vezani za iskustva u preuzimanjima Ujedinjenog Kraljevstva, na čijoj poslovnoj sceni su prisutna preuzimanja još od 1950-tih godina. Nakon nekoliko značajnih preuzimanja, u Ujedinjenom Kraljevstvu je još 1968. godine predstavljena prva verzija regulative *The City Code on Takeovers and Mergers*. Smatra se da su i kasniji propisi u mnogim evropskim državama bili pod značajnim uticajem navedene regulative. Harmonizacija prava preuzimanja počinje ranih 70-tih godina, kada je Evropska Komisija imenovala profesora Roberta Penningtona da pripremi nacrt direktive o ponudama za preuzimanje.<sup>8</sup> Tek 10 godina kasnije, nakon brojnih diskusija, Evropska Komisija je krajem 80-tih prezentirala prijedlog direktive koji je bio izložen brojnim kritikama od država članica.

Narednih godina, uslijed pojave značajnijih slučajeva preuzimanja, pokreću se nove aktivnosti na harmonizaciji prava preuzimanja.<sup>9</sup> Sa sticanjem iskustva u preuzimanjima i opšta klima u odnosu na direktivu o ponudama za preuzimanje postaje povoljnija. U januaru 1989. godine predstavljen je kompletan prijedlog direktive koji je pokrenuo brojne rasprave u kojima su se iznosili snažni argumenti koji su ukazivali na široko neslaganje između država članica. Neslaganja su postojala u brojnim pitanjima, polazeći od toga da li je uopšte potrebna direktiva, pa do neslaganja u sadržaju. Mnogi su smatrali da se regulativa treba sastojati od opštih principa koji bi morali

---

7 Berglöf; Burkart, fn.2, 179.

8 Više o historijskom razvoju i harmonizaciji prava preuzimanja kod: Berglöf; Burkart, fn.2, 189; Rolf Skog: *The European Union Proposed Takeover Directive, the «Breakthrough» Rule and the Swedish System of dual Class Common Stock*, RIVISTA DELLE SOCIETA 1141, 2003, 48 ( u daljem tekstu: Rolf Skog) i *Report of the High Level Group of Company Experts on Issues Related to Takeover Bids, European Commission, Brussels 2002.*, 13-17. (u daljem tekstu: Izvještaj Grupe stručnjaka).

9 Posebno se ističe slučaj prekograničnog preuzimanja koji je u januaru 1988.godine pokrenuo italijanski biznismen Carlo de Benedetti sa preuzimanjem velike kompanije iz Belgije Societe Generale de Belgique, što se zbog primjenjenih mjera odbrane smatra jednim od najkontraverznijih preuzimanja do danas (Berglöf,Burkart, fn. 2, 189).

biti primjenjeni u nacionalnim propisima, a da se regulisanje detalja prepusti nacionalnim propisima.

Novi prijedlog direktive je predstavljen tek 1996. godine. To je bila „okosnica“ direktive koja je sadržavala opšte principe koje države članice treba da slijede u nacionalnim propisima.<sup>10</sup> Širok obim pitanja ostavljen je državama članicama da uredi svojim nacionalnim propisima, u skladu sa svojom tradicijom i praksom. Prijedlog direktive je usvojen uz 20 amandmana. Dopusnjeni prijedlog je predstavljen 1997. godine. Pokušaji da se postigne kompromis su trajali godinama. Međutim, iako je izgledalo da je kompromis postignut, prijedlog direktive je odbijen i to sa 273 glasa „za“ i 273 glasa „protiv“ prijedloga.<sup>11</sup> Smatra se da je to odbijanje bilo veliki udarac za Evropsku Komisiju<sup>12</sup>. Protivnici usvajanja prijedloga Direktive smatrali su da pravilo neutralnosti uprave, prihvaćeno u prijedlogu Direktive, dovodi do nepravičnog položaja kompanija iz EU i olakšava prekogranična preuzimanja. Reciprocitet u preuzimanju, uspostavljanje „level playing field“ koncepta i dopuštanje post-ponudbenih mjera odbrane su bila neka od pitanja koje je trebalo riješiti.

Kao rezultat daljih pokušaja da se otklone prepreke u harmonizaciji prava preuzimanja, a koje su nakon odbijanja prijedloga direktive u Parlamentu izgledale nepremostive, Evropska Komisija je u septembru 2001. godine imenovala High Level Group of Company Law Experts (u daljem tekstu: „Grupa stručnjaka“), koja je imala sedam članova i bila je pod vodstvom profesora Jaap Wintera. Grupa stručnjaka je imala zadatak da pronađe odgovor na tri pitanja: kako kreirati „*level playing field*“ za dioničare u različitim državama u Evropskoj uniji, kako definisati „pravičnu“ cijenu koja treba biti plaćena manjinskim dioničarima u postupku preuzimanja i pravo većinskih dioničara da kupe dionice manjinskih dioničara.<sup>13</sup> Izvještaj koji se odnosi na ponude za preuzimanje (u daljem tekstu: Izvještaj) sadrži preporuke koje se

10 Kao primjer navodi se da prijedlog Direktive uz 1996 godine, za razliku od prijedloga iz 1989. godine, ne sadrži prag čijim prelaskom nastaje obaveza objavljivanja ponude za preuzimanje. To je ostavljeno državama članicama da uredi prema svojoj tradiciji i praksi, navedeno u Izvještaj Grupe stručnjaka, fn.8,14.

11 Izvještaj Grupe stručnjaka, fn. 8, 14.

12 Samo u još jednom slučaju Parlament nije usvojio prijedlog direktive, odnosno odbio sporazum o mirenju, navedeno prema Rolf Skog, fn.8, 295.

13 Grupa stručnjaka je pripremila dva izvještaja. Prvi izvještaj je objavljen u januaru 2002. godine i odnosio se na ponude za preuzimanje i bio je osnova za novu direktivu u oktobru 2002. godine. Drugi, kasniji izvještaj, koji je objavljen u novembru 2002. godine, odnosio se na kompanijsko pravo (*Report of the High Level Group of Company Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, nov. 4, 2002).

odnose na uspostavu „*level playing field*“ koncepta, na „pravičnu“ cijenu koja treba biti ponuđena, pravo na prenos i pravo na prodaju dionica manjinskih dioničara nakon ponude za preuzimanje i na zaštitu zaposlenika.

U oktobru 2002. godine Evropska Komisija je predstavila novi draft direktive koja je bila u mnogim segmentima slična ranijoj. Direktiva je „kompromisni“ tekst i sastoji se u mogućnosti država članica da izostave iz svojih nacionalnih zakona neke od odredbi Direktive. Smatra se da bi drugačije rješenje opet dovelo do odbijanja prijedloga Direktive.<sup>14</sup> Usvojena Direktiva smatra se primjerom sposobnosti snažnih interesnih skupina, prije svega iz Njemačke, da blokiraju neke mjere harmonizacije. Direktiva je usvojena 21. aprila 2004. godine, a stupila na snagu 20.05.2004. godine.

### **3. Preuzimanje u skladu sa Direktivom EU o ponudama za preuzimanje**

Direktiva uspostavlja samo minimum zahtjeva za države članice i ostavlja veliki prostor za odstupanja. Zamišljena je kao jedan od bitnih stubova ekonomske reforme u Evropi kroz jačanje njene konkurentnosti. Pošlo se od pretpostavke o prednostima regulisanja preuzimanja i to kako prednostima za kompanije, investitore, tako i evropsku ekonomiju u cjelini. Cilj Direktive je da pomogne u unapređenju integracije evropskog tržišta kapitala, kreirajući povoljne uslove za nastanak evropskog tržišta korporativne kontrole sa efikasnim mehanizmima preuzimanja, sa zajedničkim regulatornim okvirom i zaštitom prava dioničara, uključujući manjinske dioničare. Međutim, ostvarenje tako zamišljenog zajedničkog regulatornog okvira koji bi olakšao provođenje preuzimanja i obezbijedio snažnu zaštitu dioničara je upitno obzirom na sadržaj usvojene Direktive, sa velikim brojem opcionalnih rješenja.

Direktiva daje mogućnost odstupanja na nacionalnom nivou u važnim segmentima, kao što je primjena odredbi koje se odnose na pravilo neutralnosti odbora i pravilo proboja. Osim mogućnosti odstupanja, Direktiva u mnogim segmentima uspostavlja samo okvir, a državama članicama je ostavljeno da svojim pravilima regulišu određena pitanja, kao što su npr. procenat glasačkih prava koji dovodi do sticanja kontrole, procenat glasačkih prava

<sup>14</sup> Lj. Maurović, *Usvojena Smjernica EU o preuzimanju dioničkih društva- harmonizacija prava preuzimanja*, Hrvatska pravna revija, 2005, 4.

za primjenu prava na prenos dionica manjinskih dioničara i prava na prodaju dionica manjinskih dioničara. Uslijed toga, i efekti u znatnoj mjeri zavise od modaliteta implementacije u državama članicama i korištenju mogućnosti izuzeća predviđenih Direktivom. Obzirom da uspostavlja samo okvir sa zajedničkim načelima i ograničenim brojem zahtjeva koje države članice treba da implementiraju kroz pravila u svojim nacionalnim pravnim sistemima, uz mogućnosti odstupanja i različitog uređenja okvirno uređenih pitanja, može dovesti do daljih varijacija i nesigurnosti. Iako preovladavaju negativna mišljenja o Direktivi obzirom na prihvaćeni pristup opcionih rješenja, postoje i suprotna mišljenja koja opciona rješenja određenih pitanja smatraju jedinim mogućim putem.<sup>15</sup> Po nekim mišljenjima, propisi na nivou Evropske unije bi svakako trebali biti neutralni u odnosu na preuzimanja, ne podstičući, niti otežavajući aktivnosti preuzimanja i ostavljajući kompanijama slobodu izbora.<sup>16</sup>

### 3.1 Implementacija Direktive

Implementacija Direktive u državama članicama je trebala biti završena do 20.05.2006. godine.<sup>17</sup> Do propisanog roka samo su neke od država članica implementirale Direktivu i to Austrija, Danska, Francuska, Mađarska, Irska, Luksemburg i Ujedinjeno Kraljevstvo.<sup>18</sup> Do 2007. Godine, 17 država članica je implementiralo Direktivu, a neke od država članica su izvršile samo djelimičnu implementaciju ili usvojile interne mjere da osiguraju primjenu nekih pravila Direktive.<sup>19</sup> Ostale državesu to učinile u narednom periodu.<sup>20</sup> Veći broj država je Direktivu preuzelo postupno, kroz više različitih propisa.

Prvi izvještaj Komisije Evropske unije o implementaciji Direktive

15 J.A McCahery/ E. P. M. Vermeulen, *Does the Takeover Bids Directive Need Revision?* (February 4, 2010). TIL-LEC Discussion Paper No. 2010-006. , 12. <http://ssrn.com/abstract=1547861>(27.07.2012.).

16 L.Enriques, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, (December 14, 2009). UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 24/2010., 15.<http://ssrn.com/abstract=1523307> (27.07.2012.).

17 Član 21. Direktive.

18 Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21.02.2007, 4 (u daljem tekstu: Izvještaj o implementaciji Direktive)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) (27.07.2012.).

19 Prema Izvještaju o implementaciji Direktive 8 država članica, sa stanjem od januara 2007. godine, nije bilo u svoje nacionalno pravo uključilo Direktivu i to Belgija, Kipar, Češka Republika, Estonija, Italija, Nizozemska, Poljska, Španija.

20 Marcus Partners, in cooperation with the Centre for European Policy Studies (June 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, 25. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) (7.9.2012.).



objavljen je 2007. godine. U Izvještaju o implementaciji je prezentirano kako su preuzeta ili kako je planirano da će biti preuzeta pravila Direktive u nekim državama članicama, posebno se fokusirajući na odredbe koje daju mogućnost odstupanja od Direktive. Izvještaj o implementaciji sadrži i analizu nekih pitanja u svjetlu ciljeva Direktive, a posebno unapređenja otvorenog tržišta korporativne kontrole i zaštite dioničara, uključujući manjinske dioničare. Istaknuto je da će Komisija i dalje pomno pratiti način na koji se primjenjuju i djeluju u praksi pravila Direktive, u cilju procjene efekata. Revizija Direktive planirana je pet godina nakon datuma do kojeg je najkasnije trebalo izvršiti usklađivanje sa Direktivom, odnosno 2011. godine.<sup>21</sup> U svjetlu planirane revizije već su vođene rasprave i istraživanja o budućem razvoju prava preuzimanja.<sup>22</sup> U skladu sa članom 20. Direktive, u junu 2012. godine je objavljen Izvještaj o primjeni Direktive.<sup>23</sup>

### ***3.1. Područje primjene i opšta načela***

Direktiva se primjenjuje na ponude za preuzimanje koje se odnose na vrijednosne papire kojima se trguje na regulisanom tržištu u jednoj ili više država članica. Dalje, Direktiva definiše ponudu kao javnu ponudu usmjerenu na sticanje svih ili nekih vrijednosnih papira društva, bilo da je obavezna ili dobrovoljna, koja slijedi ili ima za cilj sticanje kontrole u društvu u skladu sa nacionalnim pravom.<sup>24</sup> Ponuda za preuzimanje može biti obavezna ili dobrovoljna.

Direktiva predviđa opšta načela i obavezu država članica da osiguraju usklađenost sa propisanim načelima.<sup>25</sup> Pridržavanje propisanih načela je postavljeno kao minimum, a državama članicama se daje mogućnost da uspostave strožije uslove. Opšta načela se odnose na:<sup>26</sup>

- osiguranje jednakog tretmana svih dioničara ciljnog društva; ako jedno lice stekne kontrolu nad društvom, ostali imaoći vrijednosnih

---

<sup>21</sup> Član 20. Direktive.

<sup>22</sup> L.Enriques, fn. 15, .3. i J.A.McCahery/ E. P. M Vermeulen, fn. 16.

<sup>23</sup> European Commission, Report from the commission to the European Parliament, the council, the European Economic and social committee and the committee of the regions, *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, Brussels, 28.6.2012.COM(2012) 347final, (u daljem tekstu: Izvještaj iz 2012. godine) [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) (27.07.2012.).

<sup>24</sup> Član 2. Direktive.

<sup>25</sup> Član 3. Direktive.

<sup>26</sup> Član 3. Direktive.



papira moraju biti zaštićeni;

- obezbjeđenje imaoima vrijednosnih papira dovoljno vremena i informacija za odlučivanje o ponudi;
- djelovanje odbora ciljnog društva u interesu društva u cjelini;
- zabranu manipulacija na tržištu;
- osiguranja novčane naknada, ukoliko je takva ponuđena, i poduzimanje mjere za provođenje drugih vrsta naknade.

### **3.2. Obavezna ponuda**

Kada fizička ili pravna osoba, kao rezultat vlastitog sticanja ili zajedničkog djelovanja, u društvu stekne određeni postotak glasačkih prava koji joj daje kontrolu, obavezna je dati ponudu za preuzimanje.<sup>27</sup> Direktiva propisuje minimalni sadržaj ponude, a državama članicama je ostavljeno da urede rok za prihvatanje ponude, koji je određen samo okvirno, kao i da svojim propisima urede ostala pitanja koja se odnose na ponudu.<sup>28</sup> Obavezna ponuda je uspostavljena u cilju zaštite dioničara. Zaštita manjinskih dioničara putem obavezne ponude se ogleda u njihovom pravu da prodaju svoje dionice u slučaju promjene kontrole u društvu. Međutim, Direktiva daje mogućnost odstupanje od pravila obavezne ponude i to na način da države članice takvo odstupanje uključe u svoje nacionalne propise ili putem davanja ovlasti za odstupanje nadzornom tijelu.<sup>29</sup> Države članice su široko iskoristile takvu mogućnost i predvidjele odstupanja od pravila obavezne ponude zakonom, davanjem ovlasti za odstupanje nadzornom tijelu, a u nekim državama odstupanja su previđena i zakonom i davanjem ovlasti nadzornom tijelu.<sup>30</sup> Nadzornim tijelima se često daju široke derogirajuće ovlasti, kao što su da nadzorno tijelo može uspostaviti izuzetke od pravila obavezne ponude kod promjena kontrole u okviru iste grupacije, u cilju sprečavanja stečaja, davanjem ovlasti za derogaciju i u „drugim okolnostima“.<sup>31</sup> Obzirom na tu činjenicu, planira se da Komisija istraži poštovanje opštih načela, posebno zaštitu manjinskih dioničara kod primjene izuzetaka od pravila obavezne ponude.<sup>32</sup> Uspostavljanje izuzetaka u velikom broju, kao i široke ovlasti

27 Član 5. Direktive.

28 Član 6. i 13. Direktive.

29 Član 4. stav 5. Direktive.

30 Annex 3, Izvještaj o implementaciji Direktive, fn.18.

31 Annex 3, Izvještaj o implementaciji Direktive, fn.18.

32 Izvještaj iz 2012. godine, fn.23, 8.-10.

nadzornih tijela u odstupanju od pravila obavezne ponude, mogu onemogućiti zaštitu dioničara.

Državama članicama je ostavljena mogućnost da odrede procenat glasačkih prava koji daje kontrolu u društvu koje je predmet preuzimanja, a države članice su uglavnom zadržale postojeći procenat glasačkih prava. Procenat glasačkih prava koji je postavljen kao prag varira od 25% do 66% glasačkih prava.<sup>33</sup> Procenat glasačkih prava može dovesti i do različitih rezultata u primjeni obzirom na različitu vlasničku strukturu i druge razlike nekog sistema.

### ***3.3. Naknada za preuzimanje***

U postupku usvajanja Direktive jedno od značajnih pitanja sa aspekta zaštite manjinskih dioničara u slučaju obavezne ponude bilo je pitanje naknade za preuzimanje. Određivanjem pravične naknade može se obezbijediti adekvatna zaštita manjinskih dioničara, u suprotnom manjinski dioničari se lišavaju mogućnosti da prodaju svoje dionice pod pravičnim uslovima. Direktiva propisuje način za određivanje pravične cijene.<sup>34</sup> Pravična cijena je određena kao najviša cijena plaćena za isti vrijednosni papir od ponuditelja ili osoba koje djeluju zajednički, u razdoblju koje određuju države članice.<sup>35</sup> Direktiva postavlja vremenski okvir za određivanje cijene i to period ne manji od 6 i ne viši od 12 mjeseci prije ponude. Kao naknada se može ponuditi novac, zamjenske dionice ili kombinacija oboje. U cilju zaštite dioničara, kada je naknada predviđena u zamjenskim dionicama, potrebno je kao alternativu predvidjeti i novčanu naknadu. Direktiva daje mogućnost da države članice, uz poštovanje načela preuzimanja, ovlaste nadzorna tijela za prilagođavanje naknade, uz poštovanje tačno uspostavljenih kriterija i okolnosti pod kojim se može vršiti prilagođavanje.

### ***3.4. Nadzor i mjerodavno pravo***

Države članice su prema Direktivi obavezne da imenuju organe nadležne za nadzor nad postupkom preuzimanja društava i primjenom Direktive.

Nadležnost organa za nadzor se određuje prema sjedištu ciljnog društva,

33 Većina država članica je uspostavila prag od 30% glasačkih prava. Austrija je uspostavila prag više od 30%, Belgija 30%, Češka Republika 40%, Kipar 30%, Njemačka 30%, Poljska 66% , Slovačka 33%, Slovenija 25%, UK 30% glasačkih prava, Annex 2, fn.18.

34 Član 5. stav 4. i 5. Direktive.

35 Član 5. stav 4. i Izvještaj Grupe stručnjaka, fn. 8, 9 i 10.

ako se vrijednosnim papirima tog društva trguje na reguliranom tržištu u državi članici. Pitanje nadležnosti ne stvara dileme kada se radi o društvu koje je registrovano u jednoj državi u kojoj se i trguje njenim dionicama. Ako se dionicama ciljnog društva ne trguje na reguliranom tržištu u državi u kojoj ciljno društvo ima sjedište, nadležnost se određuje prema tržištu na kojem kotiraju vrijednosni papiri društva koje je predmet ponude. U slučaju da vrijednosni papiri društva kotiraju na više tržišta, primjenjuje se pravilo prioriteta, odnosno nadležan je organ one države na čijem tržištu su prvo uvršteni na trgovanje vrijednosni papiri ciljnog društva. U cilju postizanja što jasnijeg regulisanja nadležnosti i izbjegavanja mogućnosti da dođe do preklapanja nadležnosti, Direktivom je regulisan slučaj kada se dionicama trguje na tržištu u više država članica u isto vrijeme.

### **3.5. *Ovlaštenja odbora ciljnog društva***

Prijedlog 13. Direktive je, u pogledu ovlaštenja odbora ciljnog društva, predviđao pravilo neutralnosti po kojem je upravi bilo zabranjeno poduzimanje svih mjera usmjerenih protiv ponude za preuzimanje, osim traženja alternativne ponude. Upravi je bilo dozvoljeno poduzimanje mjera odbrane protiv ponude, samo ako su one odobrene od skupštine dioničara održane za vrijeme važenja ponude.<sup>36</sup> Jedna od značajnih odredbi koja je, kako se često ističe, bila razlog neusvajanja Direktive 2001. godine i predmet dugotrajnih pregovora u cilju postizanja kompromisa, je odredba koja uređuje postupanje odbora društva koje je predmet ponude.

Već prihvaćena rješenja u državama članicama su se uglavnom kretala od strogog pravila neutralnosti, koje zabranjuje upravi poduzimanje mjera odbrane od ponude za preuzimanje, pravila odlučivanja dioničara, pa do rješenja po kojima uprava ima ovlaštenja za poduzimanje mjera odbrane. Između jednog i drugog rješenja postoje ona koja predviđaju ovlaštenja odbora za poduzimanje mjera odbrane, ali uz odobrenje dioničara društva, što je prihvaćeno u njemačkom pravu preuzimanja. Za pravo preuzimanja u SAD je karakteristična slobodna ocjena odbora društva koje je predmet preuzimanja o poduzimanju mjera odbrane, dok evropski model odbrane uglavnom proizilazi

36 Lj. Maurović, *Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava: razvoj regulative*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 54 (2004), 2 ; 383-406., 394.

iz načela broj 7. The City Code on Takeovers and Mergers, koje predviđa strogu neutralnost odbora nakon ponude za preuzimanje. U evropskom pravu preuzimanja dominantno je primjenjeno načelo neutralnosti uprave.

Zagovornici primjene pravila neutralnosti uglavnom ističu prednosti navedenog načela koje rješava „problem principala i agenta“.<sup>37</sup> U prilog prihvatanju navedenog pravila ističe se njegova duga i uspješna primjena u Ujedinjenom Kraljevstvu koje na evropskom području ima najdužu tradiciju prava preuzimanja. Pravilo neutralnosti, a posebno strogo pravilo neutralnosti, izloženo je i brojnim kritikama. Jedna od kritika, koja se posebno isticala tokom postupka usvajanja Direktive, bila je da se primjenom pravila stroge neutralnosti u znatnoj mjeri olakšava američkim kompanijama preuzimanje evropskih konkurenata.<sup>38</sup> Ističe se i da se nedostatak ovlasti uprave da primijeni mjere odbrane nastoji otkloniti političkim mjerama, što dodatno komplikuje postupak preuzimanja. U američkim kompanijama uprava ima široke ovlasti u poduzimanju mjera odbrane.<sup>39</sup>

Član 9. Direktive utvrđuje pravilo neutralnosti odbora društva koje je predmet ponude, a kojim se ostvaruje načelo odlučivanja dioničara.<sup>40</sup> Nakon objave ponude uprava je obavezna da se suzdrži od poduzimanja bilo kakvih mjera odbrane usmjerenih protiv ponude za preuzimanje, a posebno izdavanja dionica, što bi otežalo ponuditelju sticanje kontrole nad društvom koje je predmet ponude. Za poduzimanje takvih mjera odboru je neophodno odobrenje dioničara, i to najranije od kada je uprava dobila informacije o ponudi i sve do objave rezultata ponude ili neuspjeha ponude. Predviđena je mogućnost da se takvo odobrenje zahtijeva i u ranijoj fazi i to kada uprava postane svjesna da će uslijediti ponuda. Međutim, i pored potrebe da se dobije ovlaštenje i u ranijoj fazi, upitno je zahtijevati odobrenja od dioničara prije nego što je poznat sadržaj ponude.<sup>41</sup> Mjere za koje je potrebno odobrenje

---

37 T. Burić, *Level playing field koncept u preuzimanjima dioničkih društava i hrvatsko pravo*, Hrvatska pravna revija, 5 (2005), 9; 50-61.

38 Lj. Maurović, *Usvojena smjernica EU o preuzimanju dioničkih društava-harmonizacija prava preuzimanja*, fn.14,1-6.

39 Berglöf; Burkart, fn.2, 188.i Lj. Maurović, *Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava: razvoj regulative*, fn.36., 396.

40 O principu odlučivanja akcionara kod M.Vasiljević, *Korporativno upravljanje-pravni aspekti*, Beograd 2007, 177- 183.

41 Lj.Maurović,*Usvojena Smjernica EU o preuzimanju dioničkih društava - harmonizacija prava preuzimanja*, fn.14, 3-4.

skupštine i koje mogu uticati na uspjeh ponude su određene kao mjere koje se ne poduzimaju u redovnom poslovanju društva. Državama članicama se daje mogućnost da usvoje pravila po kojima će se, u svrhu dobijanja prethodnog ovlaštenja od skupštine dioničara za poduzimanje mjera odbrane, dopustiti sazivanje skupštine sa kratkim obavještenjem, uz uslov da se skupština ne održi u roku od dvije sedmice od davanja obavještenja. Tako određen rok je prilagođen specifičnostima u postupku preuzimanja i kraći u odnosu na rok za sazivanje skupštine određen članom 5. stav 1. Direktivom 2007/36/EC.<sup>42</sup>

Jedna od značajnih obaveza odbora je da sačini i objavi dokument u kojem daje svoje mišljenje o ponudi, uključujući stavove o učincima provedbe ponude na interese društva, posebno zapošljavanje, strateške planove za ciljno društvo i posljedice takvih planova na zaposlene i mjesto obavljanja djelatnosti.<sup>43</sup> O mišljenju odbora moraju biti informisani predstavnici zaposlenika ili, ako nema predstavnika, sami zaposlenici. Ukoliko predstavnici zaposlenika ili zaposlenici daju svoje mišljenje o učincima ponude na zaposlenike to mišljenje će se dodati mišljenju odbora.<sup>44</sup>

Obzirom da bi „pravilo neutralnosti“, kako je predviđeno članom 9. Direktive, opet dovelo do odbijanja prijedloga Direktive, postignut je kompromis tako što je data mogućnost državama članicama da u svoje nacionalne zakone ne uključe odredbe člana 9.<sup>45</sup> Kada države članice ne uključe u svoje nacionalno pravo navedenu odredbu, ipak mogu društvima koja imaju registrovano sjedište na njihovoj teritoriji dati opciju u pogledu primjene navedenog člana. Takvu odluku donosi skupština dioničara, prema zakonu države članice u kojoj društvo ima sjedište.

U cilju regulisanja situacije kada ponudu za preuzimanje podnese društvo koje ne primjenjuje navedena ograničenja, za preuzimanje ciljnog društva koje primjenjuje navedena ograničenja, predviđena je mogućnost oslobađanja od njihove primjene, odnosno primjena tzv. pravila reciprociteta.<sup>46</sup> Ako je

<sup>42</sup> Član 5. Directive 2007/36/EC of the European parliament and of the council of 11 July 2007. *On the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*, Official Journal of the European Union L 184/17, (14.07.2007.).

<sup>43</sup> Član 9. stav 5. Direktive.

<sup>44</sup> Prema članu 9. stav 6. Direktive pojam «board» koji se upotrebljava u Direktivi, a u kontekstu ovlaštenja za poduzimanje mjera odbrane od preuzimanja, u dualističkim sistemima organa dioničkog društva označava i upravu i nadzorni odbor.

<sup>45</sup> Član 12. Direktive.

<sup>46</sup> Član 12. stav 3. Direktive.

nacionalnim zakonom propisano pravilo stroge neutralnosti odbora, država članica može predvidjeti da se društvo oslobodi primjene pravila stroge neutralnosti, ukoliko postane predmet preuzimanja od društva na koje se ne primjenjuje navedeno ograničenje. Odboru društva se takvim oslobađanjem omogućuje da primjenjuje mjere odbrane od preuzimanja prema društvu koje je već imalo mogućnost poduzimanja takvih mjera. Cilj je da se daju jednake mogućnosti odboru u poduzimanju mjera odbrane, jer bi u suprotnom odbor koji nema mogućnost primjene mjera odbrane bio u težem položaju.<sup>47</sup> Mjere koje u takvoj situaciji poduzme odbor društva, koje je predmet ponude, podliježu odobrenju skupštine dioničara. Pravilo neutralnosti se odnosi na post-ponudbene mjere odbrane i olakšava preuzimanje tako što ograničava odbor društva koje je predmet ponude da poduzme mjere protiv preuzimanja, a što može biti na štetu interesa dioničara društva. Obezbjeduje primjenu pravila odlučivanja dioničara o budućnosti društva. Pravilo odlučivanja dioničara je i preporučeno u Izvješčaju Grupe stručnjaka i trebalo bi da doprinese jačanju uloge dioničara u državama članicama koje su prihvatile navedeno pravilo.<sup>48</sup>

Implementacija pravila neutralnosti u državama članicama spada u jedno od značajnih pitanja implementacije Direktive, kako zbog važnosti navedenog pravila, tako i zbog njegovog opcionog karaktera. Pravilo neutralnosti odbora je nametnulo 19 država članica.<sup>49</sup> Određeni broj država je previdio izuzetak reciprociteta, iako je prije implementacije Direktive od uprave zahtijevano da se suzdrži od poduzimanja bilo koje mjere usmjerene protiv uspjeha ponude. U većini država koje su predvidjele izuzetak reciprociteta, skupština daje prethodno odobrenje menadžmentu za primjenu mjera odbrane u situaciji reciprociteta, ali dioničari nemaju mogućnost provjere takvih mjera tokom postupka preuzimanja, iako su to pravo imali prije implementacije Direktive.<sup>50</sup> Osim država koje su u potpunosti prihvatile pravilo neutralnosti odbora, drugih koje su prihvatile pravilo neutralnosti uz izuzetak reciprociteta u određenoj situaciji, određeni broj država, uglavnom onih koje ni prije implementacije Direktive nisu imale navedeno pravilo, odlučile su da ga predvide samo

---

47 Lj. Maurović, *Usvojena smjernica EU o preuzimanju dioničkih društava-harmonizacija prava preuzimanja*, fn.14,5.

48 Izvješčaj Grupe stručnjaka, fn. 8, Preporuka I.2., 6 i 27.

49 Izvješčaj o implementaciji Direktive, fn.18, 6. i Izvješčaj iz 2012. godine, fn. 23, 3.

50 Izvješčaj o implementaciji Direktive, fn.18, 6.

na opcionalnoj osnovi. U tim državama, kao što je npr. Njemačka, koje nisu prihvatile strogo pravilo neutralnosti uprave, menadžment je ipak ograničen u poduzimanju post-ponudbenih mjera odbrane. U Izvještaju o implemetaciji Direktive je ukazano na opasnost da efekti primjene izuzetka reciprociteta mogu biti suprotni ciljevima Direktive.

### 3.6. *Pravilo proboja ograničenja*

Još jedno od značajnih pravila Direktive jeste i pravilo proboja ograničenja (*break-through rule*). Smatra se instrumentom koji ima za cilj da olakša preuzimanje i to tako da uklanja prepreke u preuzimanju koje su predviđene nacionalnim pravom. Direktiva propisuje da se bilo kakva ograničenja na prenos vrijednosnih papira koja su predviđena u statutu društva neće primjenjivati na ponuditelja za vrijeme određeno za prihvatanje ponude.<sup>51</sup> Na ponuditelja se neće primjenjivati ni ograničenja prenosa vrijednosnih papira određena u ugovoru između društva koje je predmet ponude i dioničara, ili ugovorom između dioničara, a koji je stupio na snagu nakon usvajanja Direktive. Ograničenja prava glasa predviđena statutom društva, koje je predmet ponude, sporazumom između društva koje je predmet ponude i dioničara ili ugovorom između dioničara, neće imati učinak na skupštini dioničara na kojoj se odlučuje o primjeni odbrambenih mjera. Dalje, Direktiva sadrži odredbu koja ima za cilj da olakša prvo sazivanje skupštine od ponuditelja. Kada nakon ponude ponuditelj ima 75% dionica s pravom glasa na prvoj skupštini sazvanoj na zahtjev ponuditelja, radi izmjene i dopune statuta ili imenovanja i/ili razrješenja članova odbora:

- nemaju učinak ograničenja prenosa vrijednosnih papira ili prava na glasanje koja su određena u statutu društva koje je predmet ponude, sporazumom između društva i dioničara ili sporazumom između dioničara društva koje je predmet ponude;
- nemaju učinak vanredna prava dioničara koja se odnose na imenovanje ili razrješenje članova odbora određena u statutu društva;
- dionice sa više glasova će nositi samo jedan glas.

Direktivom je predviđeno da ponuditelj ima pravo sazvati skupštinu dioničara sa kratkim obavještenjem, pod uslovom da se skupština ne održi

<sup>51</sup> Član 11. Direktive.



u roku od dvije sedmice od obavještenja.<sup>52</sup> Direktiva predviđa naknadu, odnosno obeštećenja za prava oduzeta po ovom osnovu. Određivanje naknade je prepušteno državama članicama. Navedena odredba predviđena je nakon primjedbi Evropskog Parlamenta i suprotna je sugestijama Grupe stručnjaka. Međutim, Direktiva predviđa i dva izuzetka od pravila proboja ograničenja. Prvi izuzetak se odnosi na situaciju kada su ograničenja prava glasa kompenzirana određenim novčanim prednostima. Drugi izuzetak se odnosi na slučaj kada država članica ima dionice u društvu koje je predmet ponude, a koje daju specijalna prava državi članici i koja su u skladu sa Ugovorom o Evropskoj zajednici ili specijalna prava obezbjeđena nacionalnim pravom koje je u skladu sa Ugovorom o Evropskoj zajednici. Navedeni izuzetak se odnosi na „zlatne dionice“ koje imaju države članice, a koje nisu suprotne odredbama Ugovora o Evropskoj zajednici.<sup>53</sup>

Kompromisni karakter ovog pravila proizilazi iz mogućnosti da države članice u svoje nacionalne zakone ne uključe pravilo proboja ograničenja. Kao i za pravilo neutralnosti, tako i pravilo proboja ograničenja, vrijedi pravilo reciprociteta.<sup>54</sup> Država članica može osloboditi od primjene pravila proboja ograničenja društvo koje je predmet postupka preuzimanja od društva koje ne primjenjuje navedeno ograničenje. Cilj je da se osigura jednak položaj društava u postupku preuzimanja. Pravilo proboja ograničenja je primarno usmjereno na ostvarenje principa proporcionalnosti. Međutim, istraživanja pokazuju da pravilo proboja ograničenja dovodi do ranjivosti na preuzimanje manje od 3-4% kompanija u Evropskoj uniji.<sup>55</sup> To se odnosi uglavnom na kompanije koje imaju dionice sa dvostrukim ili višestrukim pravom glasa.

Pravilo proboja je, kako u periodu prije usvajanja Direktive, tako i poslije,

---

52 Član 11. stav 4. Direktive.

53 Evropski sud je donio čitav niz presuda kojima je odlučio o dopustivosti primjene „zlatnih dionica“ i usklađenost s ostvarenjem slobode kretanja kapitala i slobode poslovnog nastana predviđene Ugovorom o Evropskoj zajednici. U predmetu Komisija protiv Portugala (C-367/98) Evropski sud je utvrdio da je Portugal propustio ispuniti svoje obaveze u skladu sa članom 73.b (sada član 56.) Ugovora o Evropskoj zajednici. Presudom u predmetu Komisija protiv Francuske Republike (C-483/99) utvrđen je propust države članice u ispunjavanju njenih obaveza po članu 43. i 56. Ugovora o Evropskoj zajednici, kao i u spojenim predmetima protiv Nizozemske (C-282/04) i C-283/04, protiv Njemačke (C-112/05). U predmet Komisije protiv Belgije (C-503/99) Evropski sud je utvrdio da belgijski propisi o zlatnoj dionici Kraljevine Belgije u trgovačkim društvima SNTC i Distrigaz su u skladu sa članom 73.b Ugovora o EZ. navedeno prema: D. Jurić, *Sudska praksa Evropskog suda u pogledu primjene zlatnih dionica i njihove dopustivosti s obzirom na ostvarenje slobode kretanja kapitala*, Hrvatska pravna revija, 9 (2009), 10; 97-103.

54 Član 12. Direktive.

55 J.Coates, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, Discussion Paper No.450, 12/2003, Harvard Law School, 5-7.

bilo izloženo brojnim kritikama. Kao nedostaci najčešće se ističu oni koji se odnose na sadržaj, a potom i opcioni karakter člana 11. Direktive. Smatra se radikalnom idejom koja može imati pozitivne efekte, ali ima i značajne nedostatke.<sup>56</sup> Implementacija pravila proboja ograničenja neće dovesti do značajnih promjena iz razloga jer većina država članica nije nametnula pravilo<sup>57</sup>, ali je ostavljena mogućnost opcije za kompanije da prihvate navedeno pravilo. U Izvještaju o implementaciji Direktive zaključeno je da postoji mala vjerovatnoća da pravilo proboja može donijeti značajnije koristi u kratkom roku.

Odredbe Direktive koje se odnose na pravilo neutralnosti odbora, pravilo proboja ograničenja i pravilo reciprociteta, već obrađene u ranijem tekstu, daju mogućnost odstupanja za države članice tako da:<sup>58</sup>

- država članica može odbiti da usvoji pravilo neutralnosti odbora ili pravilo proboja ograničenja, ili oboje, u kom slučaju mora dopustiti kompanijama da, u skladu sa članom 12. Direktive, usvoje te odredbe;
- država članica može usvojiti ili pravilo neutralnosti odbora ili pravilo proboja ograničenja, ili oboje, ali podvrgnuti njihovu primjenu pravilu reciprociteta, tako da se ova pravila neće primjeniti ukoliko strani ponuđač nije podvrgnut sličnoj odredbi prema njegovom nacionalnom zakonodavstvu,
- država članica može usvojiti pravilo neutralnosti ili proboja ograničenja, ili oboje, bez uslova reciprociteta.

I pored kritika na opcioni karakter, u Izvještaju iz 2012. godine je ukazano da u ovoj fazi nije opravdano predlagati promjenu opcionog karaktera člana 9. i člana 11. Direktive.<sup>59</sup>

---

56 Više o *break-through* pravilu: J. Coates, ibid i T. Papadopoulos, *Legal aspects of the breakthrough rule of the European takeover bid Directive Takeover Bid Directive*. Takeover Regulation: A Legal Approach, Icfai University, 2008. 2. <http://ssrn.com/abstract=1114671>. (27.07.2012.).

57 Prema Izvještaju iz 2012. godine, fn.23, 42 samo je Estonija uključila u svoje nacionalno pravo pravilo proboja ograničenja, a Francuska i Italija djelimično.

58 Predviđena mogućnost odstupanja, prema podacima o implementaciji Direktive pokazuje da: 72% država članica je predvidjelo obaveznu primjenu pravila neutralnosti odbora, 75 % kompanija čijim dionicama se trguje na tržištu; 12 % država članica je predvidjelo obaveznu primjenu pravila proboja ograničenja, a 1% kompanija čijim dionicama se trguje na tržištu; i 56% država članica je dozvolilo primjenu reciprociteta, a 47 % kompanija čijim dionicama se trguje na tržištu, Annex 5, Izvještaj o implementaciji Direktive, fn.18, 19.

59 Izvještaj iz 2012. godine, fn. 23, 10.

### 3.7. *Pravo prenosa dionica manjinskih dioničara*

Direktiva daje pravo ponuđaču, kada stekne od 90% do 95% u kapitalu ciljne kompanije u postupku preuzimanja, na prenos dionica preostalih manjinskih dioničara (*squeeze-out*).<sup>60</sup> Pravo na prenos dionica manjinskih dioničara, kako je regulisano Direktivom, daje okvir u kojem države članice imaju mogućnost da same odrede prag za uvođenje ovog prava. Predviđeno je da države članice uvedu pravo na prenos dionica manjinskih dioničara u jednoj od slijedećih situacija:<sup>61</sup>

- kada ponuditelj drži vrijednosne papire koji predstavljaju ne manje od 90% kapitala i 90% glasačkih prava u društvu koje je predmet ponude, ili
- kada je ponuditelj nakon prihvatanja ponude stekao vrijednosne papire koji čine najmanje 90% kapitala i 90% glasačkih prava.

Za primjenu prava na prenos dionica manjinskih dioničara Direktiva daje rok od tri mjeseca od kraja roka određenog za prihvatanje ponude. Naknada ili cijena koja se nudi u ovom postupku treba da bude pravična i u istoj formi u kojoj je naknada u ponudi, ali uz uslov da novčana naknada bude predviđena kao alternativa. Pravo na prenos dionica manjinskih dioničara je efikasno sredstvo za okončanje postupka preuzimanja društva. Značaj ovog prava proizilazi iz jednostavne činjenice da daje mogućnost sticanja potpunog vlasništva nad društvom koje je predmet ponude, što preuzimanje čini atraktivnijim za preuzimatelja.

U nekim državama članicama je pravo na prenos dionica manjinskih dioničara, u kontekstu preuzimanja, prvi put regulisano nakon implementacije Direktive.<sup>62</sup> U drugim, u kojima je već bilo regulisano, uslovi pod kojima se primjenjivalo su se razlikovali u velikoj mjeri.

U nekim državama članicama pravo na prenos dionica je regulisano i u pravu društava i takve odredbe se često razlikuju od odredbi o pravu na prenos

---

<sup>60</sup> Za *squeeze-out* se u literaturi i propisima koristi više naziva kao što su: pravo prenosa dionica manjinskih dioničara, prinudna prodaja, pravo na otpremninu, pravo istiskivanja manjinskih dioničara, a za *sell-out* se najčešće koristi: pravo prodaje dionica manjinskih dioničara i prinudna kupovina.

<sup>61</sup> Član 15. Direktive.

<sup>62</sup> Grčka, Španija, Luxemburg, Malta, Slovačka i Slovenija.

dionica u postupku preuzimanja društava.<sup>63</sup> Na nivou Evropske unije nije bilo regulisano pravilo prinudno prodaje, iako postoje neki slični instrumenti predviđeni direktivama Evropske unije.<sup>64</sup> U većini država članica je postavljen prag od 90% glasačkih prava.<sup>65</sup>

### 3.8. *Pravo na prodaju dionica manjinskih dioničara*

Pored prava na prenos dionica manjinskih dioničara Direktiva uspostavlja, u cilju zaštite manjinskih dioničara, pravo da zahtijevaju od ponuditelja da kupi njihove dionice po razumnoj cijeni (*sell-out*). Uslovi za primjenu prava na prodaju, u pogledu procenta glasačkih prava i kapitala su isti kao i kada je u pitanju pravo na prenos dionica manjinskih dioničara. Pravo na prodaju dionica se može koristiti u roku od tri mjeseca od kraja roka određenog za prihvatanje ponude.<sup>66</sup> Do donošenja Direktive, pravo na prodaju dionica nije bilo regulisano na nivou Evropske unije, ali postoje regulisane slične procedure. Prema Izvještaju Grupe stručnjaka, oko polovina država članica je imala neki oblik prava na prodaju, ali uz velike razlike u uslovima za primjenu.<sup>67</sup> Nakon implementacije Direktive pravo na prodaju u postupku preuzimanja je predviđeno u velikom broju država članica.<sup>68</sup>

U Izvještaju Grupe stručnjaka preporučeno je uvođenje ovog pravila uz obrazloženje da, nakon provedenog postupka preuzimanja, većinski dioničar može zloupotrijebiti svoj položaj na razne načine, a manjinskim dioničarima sa učešćem u kapitalu ispod određenog procenta, u nekim državama članicama, prava na zaštitu protiv takvih zloupotreba više nisu dostupna.<sup>69</sup> Iako su postojala mišljenja da uvođenje ovog prava nije opravdano, jer su dioničari već imali priliku da prodaju dionice, Grupa stručnjaka je bila mišljenja da dioničarima treba dati mogućnost da modifikuju svoju odluku prema rezultatu postupka. Kada se posmatra sa aspekta preuzimatelja, ovim pravom se ne obavezuje više nego je imao namjeru obavezati se objavljivanjem ponude za preuzimanje.

63 Npr. u Njemačkom pravu preuzimanja predstavljena je ustanova *squeeze-out* pored postojeće tkz. "korporativne" procedure *squeeze-out*.

64 Izvještaj Grupe stručnjaka, fn.8., 54.

65 Annex 4, Izvještaj o implementaciji Direktive, fn.18,18.

66 Član 16. stav 3. Direktive.

67 Izvještaj Grupe stručnjaka, fn.8., 59.

68 Neke od država članica koje su predvidjele pravo na *sell-out* su npr.: Austrija, Belgija, Estonija, Njemačka, Slovenija, Španija, Malta.

69 Izvještaj Grupe stručnjaka, fn.8.62.

Pravom na prodaju dionica štite se manjinski dioničari čiji položaj se, u slučaju preuzimanja većinskog paketa dionica, može značajno promijeniti u odnosu na okolnosti kada su stekli dionice. Pravo na prodaju dionica manjinskih dioničara po pravičnoj cijeni daje mogućnost „izlaska“ iz vlasništva u kompaniji u kojoj je došlo do preuzimanja kontrole. Na ovaj način i dioničari koji su propustili da prodaju svoje dionice prilikom ponude za preuzimanje imaju mogućnost prodaje.

#### 4. Efekti primjene Direktive

Relativno kratak rok od početka primjene, kao i finansijska kriza, otežali su ocjenu efekata Direktive.<sup>70</sup> Pregled djelovanja pokazuje da pravni okvir kreiran Direktivom djeluje zadovoljavajuće. Međutim, prilikom ocjene promjena u pravnim sistemima država članica, opšti zaključak je da Direktiva nije dovela do radikalnih promjena u pravnim sistemima većine država članica. Prije svega jer su slična pravila već postojala prije usvajanja Direktive, a također nastale promjene u nekim državama nisu imale direktnu vezu sa Direktivom. Pravo država članica se i dalje smatra značajnijim od prava Evropske unije.<sup>71</sup> Međutim, ne mogu se zanemariti poboljšanja do kojih je dovela harmonizacija pravila koja se odnose na preuzimanje. Manje države, koje to nisu imale ranije, sada imaju pravila koja uređuju postupak preuzimanja. Direktiva je dovela do harmonizacije pravila o prekograničnim preuzimanjima, prihvatanju opštih principa uspostavljenih Direktivom u cijeloj Evropskoj uniji, pravila objavljivanja ponude, obavezne ponude, prenosa dionica i pravo na prodaju dionica koja su prihvaćena u državama članicama. Međutim, u nekim segmentima Direktive ukazuje se na nedostatke i potrebu za pojašnjenjima u cilju poboljšanja pravne sigurnosti i efikasnijeg ostvarenja prava dioničara i to za: koncept zajedničkog djelovanja, zaštitu dioničara kod široke primjene izuzeća od pravila obavezne ponude, opcione primjene člana 9. i 11. Direktive i zaštite prava zaposlenika.<sup>72</sup> Istraživanja pokazuju da su dioničari uglavnom zadovoljni odredbama Direktive, za razliku od predstavnika zaposlenika, koji

---

<sup>70</sup> Marcus Partners, in cooperation with the Centre for European Policy Studies (June 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, 351-358.  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).(7.9.2012.)

<sup>71</sup> L.J. Maurović, *Obujam harmonizacije prava preuzimanja u EU nakon usvajanja Direktive o ponudi za preuzimanje*, Hrvatska prva revija, IX (2009) , 6: 1-5. 5.

<sup>72</sup> Izvještaj iz 2012. godine, fn.23 , 9-11.

smatraju da Direktiva ne štiti na zadovoljavajući način interese zaposlenike, niti propisuje mjere prema ponuđaču koji ne djeluje u skladu sa namjerama koje je iskazao u ponudi.<sup>73</sup>

## 5. Preuzimanje dioničkih društava u Bosni i Hercegovini

Historijski razvoj pravnog uređenja preuzimanja dioničkih društava u Bosni i Hercegovini je kratak, što je rezultat razvoja dioničkih društava koji na području Bosne i Hercegovine odražava promjene pravnog sistema uzrokovane značajnim društvenim i političkim promjenama.<sup>74</sup> Postupci koji su imali karakteristike preuzimanja u poslovnoj praksi Bosne i Hercegovine bili su prisutni na poslovnoj sceni i prije donošenja propisa koji uređuju postupak preuzimanja, ali u takvim postupcima manjinski dioničari nisu bili adekvatno zaštićeni. Pojava prvih slučajeva preuzimanja uglavnom se odnosila na preuzimanja u privatiziranim društvima u kojima se na taj način dolazilo do sticanje većeg procenta, odnosno potpunog vlasništva nad društvom koje je privatizovano, i na taj način i do većinskog, odnosno potpunog prava odlučivanja.

Tek 2000. godine u Federaciji BiH, odnosno 2002. godine u Republici Srpskoj, preuzimanja dioničkih društava se odvijaju po postupku koji je uređen, sa definisanim pravima i obavezama učesnika. Zakon kojim je na cjelovit način regulisan postupak preuzimanja kontrole nad dioničkim društvima donesen je 2002. godine u Republici Srpskoj,<sup>75</sup> 2005. godine u Brčko Distriktu,<sup>76</sup> a 2006. godine u Federaciji BiH.<sup>77</sup>

U Republici Srpskoj je Zakon o preuzimanju akcionarskih društava usvojen dosta ranije u odnosu na Federaciju BiH, pa čak i u odnosu na neke države

---

<sup>73</sup> *Ibid.*, 4.

<sup>74</sup> O razvoju i karakteristikama dioničkih društava kod: Š. Čović, *Poslovno pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Sarajevu, Sarajevo 2003., 234., J. Barbić, *Pravo društava*, knjiga prva, opći dio, „Organizator“ Zagreb, 1999. godina, 47. *Utjecaj njemačkog prava na stvaranje hrvatskog prava društava*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 44, 3-4/2007., 339-363. i E. Vilogorac, M. Dizdar; *Zakon o privrednim društvima, objašnjenja i komentari*, Sarajevo 2000. godina, ii.

<sup>75</sup> Zakon o preuzimanju akcionarskih društava („Službeni glasnik Republike Srpske“ broj 64-II dio/02) koji je pre-stao da važi stupanjem na snagu Zakona o preuzimanju akcionarskih društava („Službeni glasnik Republike Srpske“ broj 65/08, 92/09).

<sup>76</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih društava („Službeni glasnik Brčko distrikta BiH“ broj 31/05).

<sup>77</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih društava („Službene novine Federacije BiH“ broj: 7/06), a postupak preuzimanja do tada je bio uređen Pravilnikom o uslovima i postupku preuzimanja kontrole nad dioničkim društvom i provođenju tender ponude za kupovinu vrijednosnih papira („Službene novine Federacije BiH“ broj: 57/00 i 8/03).

iz okruženja.<sup>78</sup> Zakon o preuzimanju akcionarskih društava iz 2008. godine u dosta većoj mjeri prati savremene trendove u razvoju prava preuzimanja i zahtjeve Direktive. U Federaciji Bosne i Hercegovine je tek 2006. godine donesen zakon koji uređuje preuzimanje dioničkih društava, a razlog za to je dugotrajan postupak njegovog donošenja.<sup>79</sup> U cilju usklađivanja sa Direktivom u Federaciji BiH je pripremljen i upućen u dalju proceduru novi zakon.<sup>80/81</sup> Osim pravnog okvira, kojeg pored zakona koji uređuju postupak preuzimanja čine i drugi propisi koji na direktan ili indirektan način imaju uticaj na provođenje preuzimanja, za uspješno provođenje preuzimanja neophodna je institucionalna infrastruktura koja je u Bosni i Hercegovini uspostavljena na nivou entiteta, kao i za Brčko Distrikt, uspostavljanjem Komisije za vrijednosne papire/Komisije za hartije od vrijednosti, Registra vrijednosnih papira/Centralnog registra i berzi.

Analiza zakona koji uređuju preuzimanje dioničkih društava ukazuje na značajnije odredbe koje je u narednim fazama razvoja prava preuzimanja potrebno uskladiti sa odredbama Direktive, izvršiti usklađivanje entitetskih zakona, kao i izmijeniti i dopuniti iz drugih razloga. S aspekta ocjene usklađenosti sa Direktivom, podjela koja ima značaj je podjela na odredbe čije je uključivanje u zakone država članica obavezno i odredbe za koje je državama članicama ostavljena mogućnost izbora. Prema navedenim kriterijima u daljem tekstu se navode samo značajniji segmenti koji zahtijevaju usklađivanje i preispitivanje:

### 5.1. Veliki značaj sa aspekta usklađenosti sa Direktivom, kao i za

---

78 Srbija do 2006. godine nije imala poseban zakon koji uređuje preuzimanje dioničkih društava. Odredbe o preuzimanju su prvo bile sadržane u Zakonu o preduzećima iz 1996. godine, zatim u Zakonu o tržištu hartija od vrijednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2002. godine, a 2003. godine Komisija za hartije od vrijednosti donijela je pravilnik koji je uređivao formu i sadržaj ponude za preuzimanje, V. Besarović, *Preuzimanje otvorenih akcionarskih društava u pravu Evropske unije i Republike Srbije*, Anali Pravnog fakulteta u Beogradu, 2/2008, 282. i N.Jovanović, *Praznine zakonskog uređenja preuzimanja privrednog društva u srpskom pravu*, Simpozijum u Igalu, Doprinos reformi privrednog prava u državama jugoistočne Evrope, 66.

79 Komisija za vrijednosne papire Federacije BiH je 2003. godine uputila Vladi Federacije BiH inicijativu i radni tekst Zakona.

80 Izvještaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2011. godinu, <http://www.komvp.gov.ba> (22.02.2013.).

81 U Federaciji BiH je u toku postupak donošenja novog Zakona o preuzimanju dioničkih društava. Vlada F BiH je utvrdila i uputila u parlamentarnu proceduru Nacrt Zakona o preuzimanju dioničkih društava, a kako je navedeno u Sopštenju o radu sa 47. sjednice Vlade F BiH, održane 30.04.2012. godine „..... u cilju poboljšanja zaštite interesa malih dioničara kod preuzimanja dioničkih društava i usklađivanja sa odgovarajućom direktivom Evropske unije radi osiguranja pravne sigurnosti kod preuzimanja ovih društava.

[http://www.fbihvlada.gov.ba/bosanski/sjednica.php?sjed\\_id=267&col=sjed\\_saopcenje](http://www.fbihvlada.gov.ba/bosanski/sjednica.php?sjed_id=267&col=sjed_saopcenje) (27.07.2012.).



odvijanje postupka preuzimanja ima uvođenje i implementacija opštih načela preuzimanja.<sup>82</sup> Za razliku od Zakona o preuzimanju akcionarskih društava u Republici Srpskoj<sup>83</sup> i Zakona o preuzimanju dioničarskih društava u Brčko Distriktu<sup>84</sup>, Zakon o preuzimanju u Federaciji BiH ne sadrži izričito propisana opšta načela preuzimanja dioničkih društava. Nepropisivanje načela preuzimanja je bitan nedostatak Zakona u Federaciji BiH i otežava tumačenje njegovih odredbi.

5.2. Kao jedno od bitnih početnih pitanja, a koje ima veliki značaj za cijeli postupak preuzimanja dioničkih društava je određivanje ciljnog društva. Obzirom na razlike u entitetskim zakonima, neophodno je da se definisanje ciljnog društva izvrši na način koji uvažava izmjene drugih propisa koji su od značaja za dionička društva i postupak preuzimanja, kao što su zakoni koji uređuju privredna društva i tržište vrijednosnih papira.<sup>85</sup> U tom smislu potrebno je precizno definisati da li je ciljno društvo svako dioničko društvo, samo otvoreno dioničko društvo ili su to i neka zatvorena dionička društva. Ciljno društvo potrebno je definisati precizno i ujednačeno na nivou Bosne i Hercegovine. Osim toga i termin koji se koristi za društvo koje je predmet preuzimanja potrebno je da bude adekvatniji postupku preuzimanja.

5.3. Pravilo obavezne ponude je uspostavljeno u zakonima u BiH. U Federaciji BiH je pravilo obavezne ponude bilo uspostavljeno i prije uređenja navedene materije zakonom. Direktiva daje mogućnost državama članicama da odrede procenat glasačkih prava čije sticanje dovodi do aktiviranja obaveze na objavljivanje ponude za preuzimanje.<sup>86</sup> Međutim, za aktiviranje pravila obavezne ponude je previđeno dostizanje različitog procenta glasačkih prava, tako da obaveza objavljivanja ponude za preuzimanje u Republici Srpskoj nastaje ukoliko fizička ili pravna osoba stekne dionice emitenta koje, zajedno sa dionicama koje već ima, prelaze 25 % od ukupnog broja glasova,<sup>87</sup> u Federaciji

82 Član 3. Direktive.

83 Član 3. Zakona o preuzimanju Republike Srpske.

84 Član 3. Zakona o preuzimanju Brčko distrikta.

85 Zakon o privrednim društvima («Službene novine Federacije BiH» broj 23/99, 45/02, 2/02, 6/02, 29/03, 68/05, 91/07, 84/08 i 63/10), Zakon o privrednim društvima («Službeni glasnik Republike Srpske», 127/08 i 58/09), Zakon o tržištu vrijednosnih papira («Službene novine Federacije BiH» broj: 85/08 i 109/12), Zakon o tržištu hartija od vrijednosti («Službeni glasnik Republike Srpske», broj 92/06).

86 Član 5. Direktive.

87 Član 4. Zakona o preuzimanju akcionarskih društava Republike Srpske.

BiH propisani prag je 30% dionica sa pravom glasa,<sup>88</sup> u Brčko Distriktu je predviđen prag od 1/3 od ukupnog broja glasova. Pored razlike u određivanju postotka glasačkih prava koja predstavljaju kontrolni prag, entitetski zakoni se razlikuju i u obavezi određivanja postotka dionica koje daju pravo glasa kod daljih sticanja, odnosno dodatni i konačni prag. U cilju postizanja jednakog položaja učesnika u postupku preuzimanja bilo bi propisivanje sticanja istog procenta dionica za aktiviranje obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje na cijelom području Bosne i Hercegovine, kao i po uzoru i na rješenja u nekim drugim državama, detaljnije regulisati način utvrđivanje broja dionica i postotka glasova.<sup>89</sup>

5.4. Direktiva daje mogućnost da države članice predvide odstupanja od pravila obavezne ponude ili da ovlaste nadzorno tijelo da utvrđuje, pod određenim uslovima, takva odstupanja uz poštovanje načela predviđenih Direktivom. Zakoni u Bosni i Hercegovini predviđaju izuzetke od obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje na sličan način.<sup>90</sup> Primjena zakona o preuzimanju na postupak privatizacije, odnosno kada je u pitanju državni kapital, različito je regulisana u Federaciji BiH i Republici Srpskoj. U Bosni i Hercegovini, izuzeci od obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje su utvrđeni zakonom i Komisija nema ovlasti da utvrđuje odstupanja od pravila obavezne ponude. Međutim, pored odredbi koje se odnose na izuzetke od primjene pravila obavezne ponude za preuzimanje, izuzimanje od primjene zakona vrši se i na drugi način, odnosno odredbama koje upućuju na druge propise, kao i drugim zakonima. Izuzeci od obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje u značajnoj mjeri utiču na zaštitu dioničara, kao i drugih učesnika u postupku preuzimanja. Svaki izuzetak od pravila obavezne ponude bi mogao značiti i smanjenu pravnu sigurnost dioničara, kao i različit stepen zaštite dioničara zavisno od preuzimatelja. Definisanje društva koje je predmet postupka preuzimanja, kao i izuzetaka od primjena pravila obavezne ponude, odnosno primjene zakona o preuzimanju dioničkih društava,

<sup>88</sup> Član 14. Zakona o preuzimanju dioničkih društava u Federaciji BiH, Međutim, definisanje kontrole je izvršeno u različitim zakonima i na donekle različit način, kao što je u članu 12. Zakona o konkurenciji i npr. u Federaciji BiH, u članu 3. stav 2. Zakonu o tržištu vrijednosnih papira i članu 2. tačka j) Pravilnika o upravljanju dioničkim društvima.

<sup>89</sup> Član 8. Zakona o preuzimanju dioničkih društava Republike Hrvatske dosta precizno uređuje način na koji se utvrđuje broj i postotak dionica s pravom glasa.

<sup>90</sup> Član 2.stav 2., član 4.stav 6., član 7. Zakona o preuzimanju dioničkih društava u Federaciji BiH, član 8. i 9. Zakona o preuzimanju akcionarskih društava Republike Srpske.

neophodno je prije svega izvršiti na restriktivan i ujednačen način na nivou Bosne i Hercegovine, u skladu sa Direktivom, a da se pri tome ne naruši načelo ravnopravnosti dioničara, niti druga načela predviđena Direktivom, odnosno da se neke kategorije privrednih subjekata ne stave u povlašten položaj, što može dovesti do negativnih efekata radi čijeg otklanjanja je zakon i donesen.<sup>91</sup>

5.5. Entitetski zakoni su predvidjeli pravila za određivanje cijene u postupku preuzimanja, međutim uspostavljeni su različiti kriteriji za utvrđivanje cijene. Način utvrđivanja cijene u tom smislu je u skladu sa kriterijima postavljenim Direktivom,<sup>92</sup> međutim sa razlikama među entitetima. Tako se u Federaciji BiH za utvrđivanje cijene uzima u obzir razdoblje od 6 mjeseci prije objavljivanja ponude za preuzimanje, a u Republici Srpskoj razdoblje od 1 godine.<sup>93</sup> Međutim, ni zakon u Federaciji BiH, niti u Republici Srpskoj, ne sadrži mogućnost da naknada bude utvrđena u dionicama ili u kombinaciji novca i dionica, a što je predviđeno Direktivom. Obzirom da je takva mogućnost predviđena prije svega u interesu preuzimatelja, u cilju zaštite dioničara, potrebno je kao alternativu predvidjeti i novčanu naknadu. Zakoni u Bosni i Hercegovini ne daju ovlasti Komisiji za prilagođavanje naknade, uz uspostavljanje kriterija i okolnosti pod kojim se može vršiti prilagođavanje.<sup>94</sup>

5.6. Pravo prenosa dionica manjinskih dioničara, koje je predviđeno Direktivom,<sup>95</sup> spada u prava čiju primjenu treba da osiguraju države članice u postupku preuzimanja. Neovisno od toga da li je takva mogućnost predviđena ili ne po drugim propisima, značajno je za okončanje postupka preuzimanja. Nije predviđeno u zakonima Federacije BiH, za razliku od zakona u Republici Srpskoj.<sup>96</sup> Svakako, Zakon o preuzimanju u Federaciji BiH bi bilo neophodno uskladiti sa Direktivom i predvidjeti pravilo prenosa dionica manjinskih dioničara kao mogućnost koja u velikoj mjeri preuzimanje čini atraktivnijim za preuzimatelja i daje mu mogućnost sticanja potpune kontrole i na taj način

91 O izuzimanju od obaveze objavljivanja ponude za preuzimanje u Odluci Ustavnog suda Republike Hrvatske broj: U-I-607/1998, U-I-362/2000, U-I-479/2000, Zagreb, 20. lipanj 2001.

92 Član 5. stav 4. Direktive.

93 Član 18. stav 2. i stav 3. Zakona o preuzimanju dioničkih društava u Federaciji BiH i član 15. stav 2. i stav 3. Zakona o preuzimanju akcionarskih društva Republike Srpske.

94 Član 5. stav 4. Direktive.

95 Član 15. Direktive.

96 Član 18. Zakona o preuzimanju akcionarskih društava u Republici Srpskoj.

se olakšava koncentracija kapitala.

5.7. U cilju zaštite dioničara Direktiva predviđa i pravo na prodaju dionica manjinskih dioničara,<sup>97</sup> koje spada u prava čiju primjenu države članice trebaju osigurati. Navedeno pravo nije predviđeno u Federaciji BiH, za razliku od zakona u Republici Srpskoj.<sup>98</sup> U cilju usklađivanja Zakona o preuzimanju dioničkih društava u Federaciji BiH bilo bi potrebno predvidjeti pravo prodaje dionica manjinskih dioničara u postupku preuzimanja u skladu sa Direktivom.

5.8. Pojam osoba koje djeluju zajednički u zakonima o preuzimanju dioničkih društava u Bosni i Hercegovini bilo bi potrebno uskladiti sa definicijom koju daje Direktiva, kao i predvidjeti preciznije i šire definisanje i kriterije zajedničkog djelovanja, bilo samim zakonom ili podzakonskim aktom.

5.9. U cilju zaštite interese dioničara, kao i drugih zainteresovanih lica su i odredbe koje se odnose na objavljivanje, kako dokumenta ponude, tako i objavljivanja drugih podataka u skladu sa Direktivom.<sup>99</sup> Zakoni u Bosni i Hercegovini, sa manjim razlikama u entitetima, uspostavljaju pravila objavljivanja, kako dokumenta ponude, tako i drugih informacija o društvu koje je predmet postupka preuzimanja, a koje su od značaja za preuzimanje. Značajniji efekti u osiguranju javnosti ponude bi se postigli objavljivanjem na nivou Bosne i Hercegovine, kao i u medijima koji su zastupljeni na području cijele Bosne i Hercegovine. U vezi obaveze za objavljivanjem određenih podataka, može se navesti i obaveza odbora da objavi mišljenje o ponudi, kao obaveza predviđena Direktivom. Objavljivanje mišljenja o ponudi za preuzimanje, koja bi se po svojoj prirodi mogla smatrati mjerom odbrane uprave i nadzornog odbora, nije na jednak, niti potpun način predviđena zakonima u Bosni i Hercegovini, a posebno u Federaciji BiH. Objavljivanje mišljenja treba predvidjeti kao obavezu, sa tačno utvrđenim elementima, uz obavezno uključivanje predstavnika zaposlenika na način predviđen Direktivom.

---

<sup>97</sup> Član 16. Direktive.

<sup>98</sup> Član 19. Zakona o preuzimanju akcionarskih društava u Republici Srpskoj.

<sup>99</sup> Član 10. Direktive.

5.10. U entitetskim zakonima je potrebno regulisati pitanje nadležnosti i mjerodavnog prava. Nadzornim tijelima, u skladu sa Direktivom, je potrebno dodijeliti sva potrebna ovlaštenja za izvršenje njihovih obaveza.

5.11. Pravilo neutralnosti, pravilo proboja ograničenja i pravilo reciprociteta u primjeni navedenih pravila spadaju u pravila koja su Direktivom uspostavljena, uz mogućnost izbora države članice u pogledu primjene. Iako i Direktiva pravilo neutralnosti uspostavlja na opcionalnoj osnovi, uz mogućnost odstupanja, pravilo neutralnosti odbora u entitetskim zakonima je provedeno bez provođenja načela odlučivanja dioničara. Organi emitenta su ograničeni u svom djelovanju. U cilju postizanja ravnoteže, ograničenje djelovanja odbora provođenjem pravila neutralnosti neophodno je uspostaviti uz pravilo odlučivanja dioničara, odnosno odlučivanja skupštine o mjerama odbrane, a uz mogućnost traženja alternativne ponude. Ograničavajući djelovanje svih organa društva u pogledu donošenja određenih, taksativno propisanih odluka, u znatnoj mjeri se blokira mogućnost da društvo putem svojih organa, u situaciji kada se preuzimanje od određenog ponudioca ocjeni štetnim, djeluje protiv ponude za preuzimanje. Kako rezultati implementacije pokazuju, pravilo neutralnosti je različito implementirano u državama članicama Evropske unije. Navedeno pravilo i u BiH se može implementirati, na neki od Direktivom predviđenih načina. Pravilo proboja ograničenja je također predviđeno na opcionalnoj osnovi. Postupak usklađivanja zakona sa Direktivom bi zahtijevao ozbiljnije razmatranje, prije svega o potrebi uvođenja pravila koje ima za cilj da olakša preuzimanje uklanjanjem nekih od predponudbenih i postponudbenih mjera. U tom smislu, bitno je opredjeljenje zakonodavca da li prihvatiti navedena pravila koja su Direktivom uspostavljena uz mogućnost odstupanja, čime bi se olakšalo provođenje preuzimanja i podstakle aktivnosti preuzimanja, posebno prekograničnih ili ne, da li uz primjenu pravila reciprociteta ili ne, odnosno na bilo koji od Direktivom predviđenih načina. Takva opredjeljenja bi imala dalekosežne posljedice u praksi preuzimanja i neophodno je da budu na jednak način uspostavljena na cijelom području Bosne i Hercegovine.

5.12. U Bosni i Hercegovini postoji pravni okvir preuzimanja dioničkih

društava, međutim zakoni koji uređuju preuzimanje dioničkih društava nisu u potpunosti usklađeni sa odredbama Direktive. Stepenn usklađenosti zakona u Federaciji BiH i zakona u Republici Srpskoj je različitt. Ispunjene su neophodne pretpostavke institucionalnog i pravnog okvira koje omogućuju dalji razvoj i dopune pravnog okvira preuzimanja dioničkih društava. Time je učinjen prvi korak i ispunjen prvi uslov za provođenje preuzimanja u transparentnom postupku uz minimalnu zaštitu dioničara, posebno manjinskih, a što se smatra ciljevima uređenja preuzimanja. U narednim fazama razvoja prava preuzimanja, odredbe zakona je potrebno prije svega uskladiti sa odredbama Direktive i izvršiti usklađivanje značajnijih odredbi entitetskih zakona. Različittost propisanih rješenja može da utiče i na različitt položaj učesnika u postupku preuzimanja i različite rezultate u praksi preuzimanja.<sup>100</sup>

Dalji razvoj, izmjene i dopune prava preuzimanja trebaju biti zasnovane na ocjeni efekata pravnih rješenja, odnosno ocjeni mogućih koristi i nedostataka u Bosni i Hercegovine. Za opredjeljenje Bosne i Hercegovine, odnosno entiteta na koji način će regulisati određena pitanja, bitan je odgovor na pitanje šta Bosna i Hercegovina želi od propisa koji regulišu preuzimanja dioničkih društava? Da li je cilj navedenih propisa da olakšaju i podstiču preuzimanja ili ne? Da li je cilj da se olakša preuzimanje domaćih kompanija pod svaku cijenu ili uz neke od mjera koje bi omogućile da se spriječe neželjena preuzimanja? Od odgovora na to pitanje zavisi i odluka o regulisanju svih značajnih pitanja prava preuzimanja.

## ZAKLJUČAK

Razvoj prava preuzimanja na nivou Evropske unije pokazuje koliko je teško, gotovo nemoguće postići harmonizaciju. Implementacija Direktive, sa velikom brojem opcioni h rješenja, je dovela u određenoj mjeri do harmonizacije prava preuzimanja, ali ne i do radikalnih promjena u pravnim sistemima država članica Evropske unije. U mnogim oblastima se ne mogu zanemariti pozitivni efekti harmonizacije. Međutim, efekti aktivnosti preuzimanja su jednim dijelom vezani za propise koji olakšavaju ili otežavaju preuzimanja,

---

<sup>100</sup> Podaci o preuzimanjima u poslovnoj praksi u BiH sa osnovnim karakteristikama u izvještajima o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije BiH (<http://www.komvp.gov.ba>) (22.02.2013.) i u izvještajima o radu i stanju na tržištu hartija od vrijednosti za Republiku Srpsku dostupni na (<http://www.sec.rs.gov.ba>) (22.02.2013.).

štite ili ne, kao i u kojoj mjeri, interese dioničara. Osim pravnog okvira, u kojem zakoni koji uređuju postupak preuzimanja čine samo jedan značajan segment, cjelokupno društveno i političko uređenje, razvoj tržišne privrede, institucionalna podrška i mnogi drugi faktori van pravnog sistema, imaju veliki uticaj da li će se aktivnosti preuzimanja odvijati, u kojoj mjeri, i sa kakvim efektima.

## TAKEOVER LAW IN EUROPEAN UNION

### SUMMARY

This paper aims to illustrate the development of the basic characteristics of takeover law in Europe, and in particular the harmonisation process of takeover law in the European Union, which has led to the adoption of the EU Directive on takeover bids. The paper suggests some Directive solutions and points current situation in the development and harmonization process of takeover law. Development of takeover law in Europe, with different legal systems in different countries and harmonization of activities in the European Union highlights the importance of the market for corporate control and the different national interests, which after many years of trying to harmonize led to the adoption of the Directive on takeover bids. The Directive establishes minimum requirements for Member States and leaves considerable room for variations which significantly affect the extent and effects of harmonization in the application.

**Key words:** Takeover, takeover law harmonization, the European Union Directive on Takeover Bids.