

PROTUPREUZIMATELJSKE MJERE I POLOŽAJ UPRAVE CILJNOG DRUŠTVA U POSTUPKU PREUZIMANJA DIONIČKOG DRUŠTVA

Dr. sc. Dionis Jurić, docent
Antonija Zubović, dipl. iur.,
znanstvena novakinja
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 347.725
Ur.: 30. listopada 2008.
Pr.: 8. siječnja 2009.
Izvorni znanstveni članak

Postupak preuzimanja ciljnog društva i obveza stjecatelja kontrolnog udjela dati obvezatnu ponudu za preuzimanje predstavlja sredstvo zaštite manjinskih dioničara u ciljnom društvu. Upravna i nadzorna tijela ciljnog društva u slučaju pojave neprijateljskog preuzimanja imaju obvezu štiti interese dioničara ciljnog društva. Iz tog razloga došlo je do razvoja pravila neutralnosti upravnih i nadzornih tijela ciljnog društva tijekom trajanja postupka preuzimanja u pogledu poduzimanja reaktivnih protupreuzimateljskih mjera. To uvjetuje pribavljanje suglasnosti dioničara ciljnog društva za poduzimanje mjera, koje mogu doprinijeti poboljšanju uvjeta iz ponude za preuzimanje. S druge strane, primjena pravila proboja osigurava preuzimatelju stjecanje i realizaciju kontrole nad ciljnim društvom tijekom i po okončanju postupka preuzimanja. Ovo pravilo dokida djelovanje preventivnih protupreuzimateljskih mjera predviđenih u statutu ciljnog društva, odnosno sporazumima dioničara ciljnog društva. Hrvatski zakonodavac je samo djelomično usvojio rješenja iz Trinaeste direktive, što uvjetuje potrebu izmjene i dopune Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2007. godine.

Ključne riječi: *protupreuzimateljske mjere, pravilo neutralnosti uprave ciljnog društva, pravilo proboja, poredbeno pravo.*

1. Uvod

Preuzimanjem dioničkih društava dolazi do promjena u unutarnjoj strukturi dioničkih društava, pri čemu određeni pravni subjekt stječe kontrolu nad donošenjem odluka na glavnoj skupštini društva, odnosno kontrolu nad upravnim tijelima društva.¹ Institut preuzimanja je nastao u angloameričkoj pravnoj

¹ Pod preuzimanjem u širem smislu podrazumijevamo niz radnji kojima određeni pravni subjekt stječe kontrolu nad imovinom određenog trgovačkog društva, bilo izravno postajući vlasnik te

tradiciji,² što je uvjetovano disperziranom strukturom dioničara u dioničkim društvima.³ Po uzoru na engleski *The City Code on Takeovers and Mergers* iz 1968. godine⁴ u europskim je državama ustanovljena obveza stjecatelja kontrolnog paketa dionica dati ponudu za preuzimanje preostalih dionica u dioničkom društvu, čime se štite interesi manjinskih dioničara. Tom obvezom omogućava se istupanje manjinskih dioničara iz dioničkog društva znatno ranije od trenutka kada nastupi uska povezanost između preuzimatelja i ciljnog društva, na temelju kontrolnog paketa dionica preuzimatelja u ciljnem društvu, pri čemu se manjinskim dioničarima jamči cijena koja ne smije biti niža od najviše cijene koju je za dionice ciljnog društva platio preuzimatelj.⁵

imovine, bilo posredno stječući nadzor nad upravom društva. Pod preuzimanjem u užem smislu podrazumijeva se stjecanje kontrole nad upravom dioničkog društva, na temelju stjecanja takvog udjela u temeljnom kapitalu društva koji osigurava pravo glasa s kojima stjecatelj udjela može lako utjecati na donošenje odluka u skupštini društva ili na vođenje i poslovanje dioničkog društva. Vidi u Kocbek, Marijan, *Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe*, *Pravnik*, let. 54 (1999), 6-8, str. 326., Petrović, Siniša, *Preuzimanje dioničkih društava*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 38, br. 2/1999., str. 208.

²U SAD-u je 1967. godine usvojen *Williams Act* na saveznoj razini koji je nadopunio *Securities Exchange Act* iz 1934. godine. Svrha *Williams Acta* bila je poboljšanje obaviještenosti ulagatelja o financijskim tijekovima u ciljnem društvu uz istovremeno zadržavanje neutralnosti, i prema preuzimatelju, i prema ciljnem društvu. Pored ovog saveznog propisa do 1982. godine 37 saveznih država donijelo je i svoje zakone o preuzimanju dioničkih društava. Komisija za vrijednosne papire (SEC), također donosi pravila koja reguliraju postupke preuzimanja te nadopunjuje i poboljšava postojeću zakonsku regulativu. Vidi u Bainbridge, Stephen M., *State Takeover And Tender Offer Regulations Post-Mite: The Maryland, Ohio And Pennsylvania Attempts*, *Dickinson Law Review*, Summer 1986, str. 732-734., 735-738., 743-744., Booth, Richard A., *Federalism And The Market For Corporate Control*, *Washington University Law Quarterly*, Spring, 1991, str. 412-421., Porobija, Boris, *Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava – Neke temeljne nedoumice*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 37, 1998., str. 501-503.

³ S druge strane, u državama u kojima prevladavaju većinski dioničari u dioničkim društvima (Njemačka) institut preuzimanja je teško primijeniti, budući da preuzimatelj mora neposredno pregovarati s većinskim dioničarima, što bitno otežava i poskupljuje postupak preuzimanja. Vidi u Porobija, B., op. cit., str. 501-503., Hopt, Klaus J., *Common Principles of Corporate Governance in Europe? – Some Thoughts on the Impact of the Securities Markets on Companies and Their Regulation*, *Conference on Company Law and Capital Market*, Siena, 2000., http://www.econ-pol.unisi.it/scdbanc/CONFERENZA/FILE_PDF/4a-Hopt.pdf, 6. lipnja 2001., str. 5., Hopt, Klaus, *Corporate Governance in Germany*, u knjizi Hopt, Klaus and Wymeersch, Eddy (editors), *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2003., str. 294-295., Kocbek, M., op. cit., str. 325., McCahery, Joseph A., Renneboog, Luc, Ritter, Peer, Haller, Sascha, *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, *CEPS Research Report*, 2003., str. 61-62.

⁴ *The City Code on Takeovers and Mergers* iz 1968. godine predstavlja autonomni kodeks koji uređuje postupak preuzimanja dioničkih društava. *City Code* je usvojio *The Panel on Takeovers and Mergers (Takeover Panel)* koji predstavlja autonomno regulatorno tijelo osnovano 1968. godine na poticaj guvernera Banke Engleske (*Bank of England*) i predsjednika Londonske burze. Vidi web stranice *Takeover Panel*, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>, 8. veljača 2005.

⁵ Valja ukazati na to da u pravu SAD-a dužnost davanja obvezatne ponude za preuzimanje nije zakonski propisana ni uobičajena, za razliku od Europe gdje obvezatna ponuda za preuzimanje predstavlja djelotvorno sredstvo zaštite manjinskih dioničara te je široko prihvaćena. Vidi u Hopt, K., *Common Principles of Corporate Governance in Europe?*, str. 7-8., Small, Marshall

Preuzimanjem dioničkog društva od novog većinskog dioničara bitno se mijenja položaj manjinskih dioničara i okolnosti koje su postojale u trenutku kada su oni stekli dionice. Stoga je nužno manjinskim dioničarima stvoriti mogućnost da otuđe dionice i pri tomu ne pretrpe nikakvu štetu.⁶ Ipak se mora voditi računa da preveliko favoriziranje dioničara koji imaju manjinski paket dionica može izazvati učinke da dioničko društvo gubi na atraktivnosti kao pravni oblik za ostvarivanje poduzetništva.⁷

Zbog svoje složenosti i skupoće postupci preuzimanja se rijetko pojavljuju, i u SAD-u, i Europi.⁸ Prednost postupka preuzimanja dioničkih društava očituje se u tomu što preuzimanjem ponuditelj ostvaruje kontrolu nad ciljnim dioničkim društvom koncentracijom upravljačkih (glasačkih) prava (engl. *voting rights*, pravo dioničara da biraju članove tijela dioničkog društva i daju suglasnost za pojedine odluke tih tijela) i imovinskih prava (engl. *cash-flow rights*, pravo dioničara na dividendu i druge novčane naknade), a da pritom zaobilazi upravna tijela ciljnog dioničkog društva. Pritom postoje određene razlike u SAD-u i europskim državama. U SAD-u se za stjecanja kontrolnih paketa dionica zahtijeva odobrenje upravnog odbora, a članovi upravnog odbora mogu primjenjivati protupreuzimateljske mjere (engl. *antitakeover devices*) bez pribavljanja posebne suglasnosti dioničara. U Velikoj Britaniji i ostalim europskim državama, dioničarima ciljnog društva pripada isključivo pravo prihvatiti ponudu za preuzimanje, a upravna su tijela dužna pribaviti prethodnu suglasnost dioničara za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera, čime se slabi položaj upravnih tijela pri donošenju odluka o preuzimanju.⁹

U Europi se najveći broj preuzimanja dioničkih društava javlja u Velikoj Britaniji, koju karakterizira disperzija dioničara u dioničkim društvima. Fenomen preuzimanja dioničkih društava u europskim državama je novijeg datuma.¹⁰ Naime, na europskom kontinentu u dioničkim društvima prevladavaju većinski

L., *Corporate Control Transactions*, Corporate Governance Institute, American Law Institute - American Bar Association Course of Study, December 2-3, 2004., str. 4-13.

⁶ Maurović, Ljiljana, *Zaštita manjinskih dioničara u postupku preuzimanja dioničkih društava prema hrvatskom pravu i pravu EU*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 21., br. 2 (2000), str. 741-742. Ledić, Dragutin, Zubović, Antonija, *Preuzimanje dioničkih društava u hrvatskom pravu*, *Pravo i porezi*, br. 5/2003., str. 9.

⁷ Barbić, Jakša, *Pravo društava*, Knjiga druga: *Društva kapitala*, Informator, Zagreb, 2000., str. 245.

⁸ Becht, Marco, Bolton, Patrick, Röell, Ailsa, *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance, 2002., str. 70-71., McCahery, J., Renneboog, L., Ritter, P., Haller, S., op. cit., str. 25-27., Monks, Robert A.G., Minnow, Nell, *Corporate Governance*, 2nd ed., Blackwell Publishers, 2001., str. 196-187.

⁹ Becht, M., Bolton, P., Röell, A., op. cit., str. 69.

¹⁰ U različitim pravnim porecima europskih država ponuda za preuzimanje nailazi na zapreke u primjeni koje se očituju u tomu da kontrola nad većinom dionica s pravom glasa ne znači i kontrolu nad upravljanjem dioničkim društvom, dionice koje glase na donositelja otežavaju identifikaciju konkretnog dioničara, nadzor nekolicine dioničara nad strukturom donošenja odluka u dioničkim društvima, odstupanje od načela „jedna dionica-jedan glas“ (izdavanje dionica bez prava glasa, odnosno dionica s dvostrukim ili višestrukim pravom glasa), poduzimanje protupreuzimateljskih

dioničari što otežava i poskupljuje postupak preuzimanja dioničkih društava. Većina europskih država ima propise koji uređuju preuzimanje dioničkih društava, bilo da su sadržani u zakonima ili autonomnim izvorima prava. Svi pravni poreci prihvaćaju načelo jednakog položaja dioničara ciljnog društva i preuzimatelja (ponuditelja) tijekom valjanosti ponude za preuzimanje te imaju obvezu davanja ponude za preuzimanje kada društvo preuzimatelj stekne određeni udio u temeljnom kapitalu ciljnog društva (engl. *mandatory bid*).¹¹ Od preuzimatelja se u postupku preuzimanja očekuje da postupa s dužnom pozornošću (engl. *due diligence*), budući da su slučajevi kada on može povući ponudu ograničeni. Potrebno je osigurati protok informacija između preuzimatelja i ciljnog društva, kako bi dioničari ciljnog društva mogli donijeti valjanu odluku o ponudi.¹² Mogućnost poduzimanja protupreuzimateljskih mjera je ograničena u svim europskim državama. U pravilu se za njihovo poduzimanje zahtijeva suglasnost dioničara ciljnog društva. Ipak, u pojedinim državama dopuštene su određene protupreuzimateljske mjere.¹³

2. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja

Odluka o pitanju tko drži dionice ciljnog društva u načelu ovisi o dioničarima i nije u ovlasti uprave. Međutim, transakcije se najčešće provode prijateljskim preuzimanjem kroz prešutni sporazum s upravom ciljnog društva. To se prije svega primjenjuje u slučajevima sporazumnih transakcija koje imaju za cilj joint-venture. S druge strane, postoje slučajevi u kojima trgovačka društva nastoje steći dionice drugog društva protiv njegove volje ili volje njegove uprave.¹⁴ Prema reakciji uprave na ponudu preuzimatelja, podržava li je ona i podupire te slijedom toga predlaže dioničarima da je usvoje ili joj se suprotstavlja,

mjera te postojanje kontrolnih paketa dionica koje drže većinski dioničari koji štite svoje pozicije. Vidi u *Public takeovers in Europe*, Freshfields Bruckhaus Deringer, Summer 2004, str. 3-4.

¹¹ Obveza na davanje ponude za preuzimanje potječe iz engleskog prava te je široko prihvaćena u ostalim europskim državama. U SAD-u to nije mehanizam zaštite dioničara ciljnog društva. Vidi u Small, M. L., op. cit., str. 12., Berglöf, Erik, Burkart, Mike C., *European Takeover Regulation*, <http://ssrn.com/abstract=405660>, 8. veljače 2005., str. 188.

¹² U opreci sa zahtjevom za preglednim postupkom preuzimanja je zahtjev za poštivanjem obveze čuvanja poslovnih tajni. U Njemačkoj i Nizozemskoj uprava ciljnog društva može priopćiti informacije potencijalnom preuzimatelju samo ako je to u interesu ciljnog društva. Neke države propisuju određene informacije koje moraju biti sadržane u ponudi za preuzimanje. Vidi u *Public takeovers in Europe*, str. 5.

¹³ U Nizozemskoj i Španjolskoj brojni statuti dioničkih društava predviđaju primjenu određenih obrambenih mjera (npr. svi članovi uprave moraju biti dioničari određeno vremensko razdoblje u ciljnog društva). U Njemačkoj zakonski propisi dopuštaju upravi ciljnog društva primjenu protupreuzimateljskih mjera prije i tijekom valjanosti ponude za preuzimanje. Vidi u *Public takeovers in Europe*, str. 6.

¹⁴ Picot, Gerhard, *The Implementation of Mergers and Acquisitions under Business Law Aspects: The Formation of the Transaction Agreement*, u knjizi *Handbook of International Mergers and Acquisitions – Preparation, Implementation and Integration*, Palgrave Macmillan, 2002., str. 97.

u praksi se razlikuju prijateljska preuzimanja (engl. *friendly takeovers*) i neprijateljska preuzimanja (engl. *hostile takeovers*).¹⁵

Kod prijateljskih se preuzimanja postupak stjecanja kontrole obavlja uz sporazum preuzimatelja i uprave ciljnog društva o uvjetima i načinu ostvarenja postupka preuzimanja. Prednost takvog preuzimanja je da preuzimatelj ima dostup nejavnim podacima o ciljnom društvu, što mu olakšava postupak pregovaranja o povezivanju s ciljnim društvom, ali i omogućava sprječavanje poduzimanja protupreuzimateljskih mjera. Cilj neprijateljskog preuzimanja je najčešće smjena dosadašnje uprave ciljnoga društva i postavljanje nove uprave koja će postići bolje poslovne rezultate.¹⁶ Pri neprijateljskom preuzimanju preuzimatelj daje javnu ponudu za otkup dionica ciljnog društva, ali bez prethodnog upozorenja ili dogovora s upravom ciljnog društva. Na taj način uprava nema vremena poduzeti protupreuzimateljske mjere i ne može utjecati na uvjete preuzimanja.¹⁷ U slučaju neprijateljskog preuzimanja postojeća uprava ciljnog društva poduzima određene protupreuzimateljske mjere kojima je cilj sprječavanje realizacije ponude za preuzimanje što može uzrokovati štetu manjinskim dioničarima u ciljnom društvu. S druge strane, neki autori smatraju da primjenom protupreuzimateljskih mjera uprava ciljnog društva može postići bolje uvjete za preuzimanje, osobito kada se radi o cijeni dionica koje nudi preuzimatelj.¹⁸ Tako članovi uprave ciljnog društva mogu spriječiti prodaju dionica njihovim povlačenjem s burze, smanjenjem njihove vrijednosti, izdavanjem novih dionica ili opcija za kupnju dionica, sniženjem temeljnog kapitala društva, primjenom, tzv. otrovnih pilula (engl. *poison pills*),¹⁹ uvođenjem kvalificirane većine za donošenje odluka u slučaju neprijateljskog preuzimanja, uvođenjem upravnih odbora koji parcijalno obnavljaju svoje članstvo (engl. *staggered boards*),²⁰ uvođenjem ponuda za preuzimanje u

¹⁵ Maurović, Ljiljana, Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava – razvoj regulative, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 54, br. 2 (2004), str. 385.

¹⁶ Neprijateljska su se preuzimanja osobito često pojavljivala u 80-im godinama 20. stoljeća u SAD-u. Vidi u Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, Vol. LII, No. 2, June 1997, str. 756-757., Becht, M., Bolton, P., Röell, A., op. cit., str. 69., Kocbek, M., op. cit., str. 329-331.

¹⁷ Kocbek, M., op. cit., str. 329-331.

¹⁸ Vidi u Monks, R.A.G., Minnow, N., op. cit., str. 199-203., Hopt, K., Common Principles of Corporate Governance in Europe?, str. 6-7., Becht, M., Bolton, P., Röell, A., op. cit., str. 25. i 73-78.

¹⁹ U praksi se vrlo često kombinira primjena *poison pill* i upravnih odbora koji parcijalno obnavljaju svoje članstvo (engl. *staggered boards*) kao učinkovita protupreuzimateljska mjera. Vidi u Bainbridge, Stephen M., Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections, UCLA, School of Law Research Paper No. 02-22, Stanford Law Review, Vol. 54, 2002., str. 24., Hopt, Klaus, The duties of directors of the target company in hostile takeovers – German and European perspectives, u knjizi Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy (urednici), Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation, Kluwer Law International, den Haag, London, New York, 2002., str. 407-425.

²⁰ Takvim upravnim odborima se produžava vrijeme u kojem će preuzimatelj ostvariti punu kontrolu nad upravnim odborom nakon okončanja postupka preuzimanja.

dva kruga,²¹ i drugo. U Europi uprava mora pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera,²² dok se u SAD-u dopušta upravnim odborima slobodna primjena protupreuzimateljskih mjera.

Pojmovi prijateljsko i neprijateljsko preuzimanje ne predstavljaju najbolje rješenje. Sam pojam neprijateljsko preuzimanje navodi na zaključak da se radi o štetnom preuzimanju i nosi u sebi negativan predznak. To bi bio neispravan zaključak jer je raspolaganje dionicama predmet autonomne odluke svakog dioničara. Zadaća uprave usmjerena je na obavještanje dioničara o pozitivnim i negativnim posljedicama usvajanja ponude za preuzimanje pri čemu se ona ne smije povoditi vlastitim interesima, već interesima dioničara. Stajalište uprave trebao bi biti rezultat njene savjesne ocjene svih aspekata ponude za otkup dionica, a napose koristi koje iz toga mogu imati društvo te dioničari. Dioničari prodajom svojih dionica u postupku preuzimanja mogu ostvariti dobit u odnosu prema onom što su inicijalno uložili u dioničko društvo, odnosno s obzirom na uvjete pod kojima su dionice prethodno stekli.²³

Preuzimatelj²⁴ može na različite načine poduzeti neprijateljsko preuzimanje. Tako se kao najčešći modaliteti za nastanak neprijateljskog preuzimanja pojavljuju u obliku objavljivanja namjere za davanje javne ponude za preuzimanje ciljnog društva (engl. *tender offer*) i nenajavljenim stjecanjem većinskog paketa dionica ciljnog društva (engl. *dawn raid*). Kod javne ponude za preuzimanje dolazi do objave ponude za preuzimanje dioničarima ciljnog društva, sukladno pravnim pravilima o postupku preuzimanja dioničkih društava čije su dionice uvrštene u službene kotacije na burzi. Za razliku od javne ponude, kod „dawn raid“, preuzimatelj nastoji prikriveno preuzeti kontrolu nad ciljnim društvom stjecanjem većinskog paketa dionica čime mijenja stajalište manjine u svoju korist.²⁵ U nekim se zemljama prevencija protiv ovakvog načina postupanja obavlja uvrštenjem dionica dioničkih društava u kotacije burze. U tom slučaju, ukoliko zbroj dionica koje daju pravo glasa u nekom društvu dosegne propisane pragove, stjecatelj tih dionica mora o tomu obavijestiti

²¹ Ponude za preuzimanje u dva kruga odlikuje određivanje veće cijene za dionice ciljnog društva koje se stječu u prvom krugu, u odnosu na cijenu dionica koje će se stjecati u drugom krugu. Takve su ponude za preuzimanje u SAD-u načelno zabranjene, ali ako to nije propisano zakonom, dionička društva to mogu odrediti u svojim statutima.

²² To vrijedi, i za Veliku Britaniju, i za države kontinentalne Europe, a takvo stajalište je opstalo i u Trinaestoj smjernici iz 2004. godine.

²³ U slučaju ako uprava ciljnog društva, na temelju svoje nepristrane ocjene prednosti i nedostataka ponude za otkup dionica, zauzme prema njoj negativno stajalište, dolazi do sukoba interesa između uprave ciljnog društva i preuzimatelja. Vidi u Petrović, S., op. cit., str. 213.

²⁴ Tako neki autori koriste pojam *aggressor*, čime se naglašava negativna konotacija neprijateljskog preuzimanja. Vidi u Picot, G., op. cit., str. 99.

²⁵ U segmentu neprijateljskih preuzimanja potrebno je voditi računa i o *insider tradingu*, što može znatno utjecati na cijenu dionice. O tome vidjeti više kod Meulbroek, L. K., Hart, C., The Effect of Illegal Insider Trading on Takeover Premia, *European Finance Review*, No. 1(1), 1997., str. 51-80.

nadležno regulatorno tijelo, kao i ciljno društvo.²⁶ Zbog navedene obveze izvješćivanja uobičajeno je da cijena dionica raste što dodatno otežava konkretno preuzimanje.²⁷ Kako bi se to izbjeglo, a posljedično i izigravanje uređenih javnih tržišta, veliki financijski investitori moraju simultano stjecati pakete dionica.²⁸

3. Položaj uprave i dioničara u postupku preuzimanja

Već smo ranije naveli da neprijateljsko preuzimanje može poslužiti kao značajan vanjski disciplinirajući mehanizam u odnosima uprave i dioničara u dioničkom društvu. Neprijateljsko preuzimanje omogućava smjenu neefikasne postojeće uprave ciljnog društva i imenovanje nove uprave, a s druge strane prijetnja od primjene neprijateljskog preuzimanja potiče članove uprava u drugim dioničkim društvima na vođenje poslova i zastupanje društva u skladu s interesima dioničara.²⁹ Kako dioničari imaju slobodu donijeti odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje, bez miješanja uprave ciljnog društva, to se institut preuzimanja smatra značajnim instrumentom u sustavu korporativnog upravljanja.

Uzimajući u obzir gore navedeno, javljaju se i dva alternativna pristupa primjeni protupreuzimateljskih mjera, tako da uspješno preuzimanje može dovesti do ostvarenja značajnijeg porasta cijene dionica ciljnog društva koje će ostvariti dioničari ciljnog društva nakon prihvaćanja ponude, ali se istodobno ugrožava i sigurnost položaja članova uprave ciljnog društva. Ako se primjena protupreuzimateljskih mjera promatra sa stajališta uprave ciljnog društva, onda se one poduzimaju od strane neefikasnih članova uprave ciljnog društva, kako bi oni očuvali svoj položaj, smanjujući mogućnost uspješnog okončanja

²⁶ O tome vidi detaljnije u Clausen, Nils Jul, Sørensen, Karsten Engsig, *Disclosure of Major Shareholdings: A comparative Analysis of Regulation in Europe*, *International And Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 4, Issue 3, 2002., str. 220-225. i Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, *Disclosure of Beneficial Ownership in Listed Companies – the EU Transparency Directive and Croatian Securities Markets Act*, u knjizi *Economic Integration Prospects And Dilemmas*, Ekonomski fakultet Ljubljana, Ekonomski fakultet Rijeka, CEDIMES, Ljubljana, 2007., str. 277-285. Tu obvezu predviđa i čl. 413. Zakona o tržištu kapitala, NN 88/08.

²⁷ Više o značenju kretanja cijene dionica ciljnog društva prije i nakon stavljanja ponude za preuzimanje vidjeti kod Gambarelli, Gianfranco, Pesce, Serena, *Takeover Prices and Portfolio Theory*, *Theory and Decision*, No. 56 (1-2), February, 2004., str. 193-203.

²⁸ U postupku preuzimanja osobito značajnu ulogu ima objavljivanje financijskih izvješća ciljnog društva. O tome više vidjeti kod Van Dijk, M., *The Influence of Publication of Financial Statements, Risk of Takeover and Financial Position of the Auditee on Public Auditors' Unethical Behaviour*, *Journal of Business Ethics*, No. 28(4), December, 2000., str. 297-305.

²⁹ S ekonomskog stajališta neprijateljsko preuzimanje dovodi do premještanja produktivnih sredstava iz opadajućih gospodarskih sektora u one gospodarske sektore koji jamče veće prihode. Vidi u Schoenberg, Richard, Thornton, Daniel, *The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions*, *European Management Journal*, Vol. 24, No. 2-3, April-June 2006., str. 143., Pearce, John A. II, Robinson, Richard B., Jr., *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*, *Business Horizons*, Vol. 47, No. 5, September-October 2004., str. 16-17.

postupka preuzimanja ciljnog društva. Na taj način protupreuzimateljske mjere djeluju protivno interesima dioničara ciljnog društva (engl. *management entrenchment perspective*).³⁰ S druge strane, uprava ciljnog društva može poduzimati protupreuzimateljske mjere kako bi došlo do porasta cijene dionica ciljnog društva u ponudi za preuzimanje i na taj način ostvaruju interese dioničara (engl. *shareholder interest perspective*). Stoga, otpor ponudi za preuzimanje može dovesti do toga da preuzimatelj povisi svoju prvotnu cijenu iz ponude za preuzimanje, kao i pojave konkurentske ponude za preuzimanje trećih preuzimatelja te se na taj način inicira aukcija.³¹

Kada se radi o položaju upravnih tijela ciljnog društva u postupku preuzimanja, već je ranije ukazano na postojanje bitnih razlika između SAD-a, Velike Britanije i drugih europskih država.³²

Tako u SAD-u, ni *Williams Act*, ni zakoni pojedinih saveznih država ne predviđaju primjenu obvezatne ponude za preuzimanje. Upravni odbor ciljnog društva ima na raspolaganju široku paletu protupreuzimateljskih mjera i potpunu slobodu u odabiru vrste protupreuzimateljske mjere i trenutka njezine primjene. Pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera od strane članova upravnog odbora ciljnog društva, zakonodavstva pojedinih saveznih država primjenjuju modificirano pravilo poslovne prosudbe, koje traži od članova upravnog odbora ciljnog društva da dokažu da su u dobroj vjeri i nakon razumnog ispitivanja (engl. *good faith and reasonable investigation*) uočili opasnosti za korporativnu politiku i učinkovitost ciljnog društva od neprijateljskog preuzimanja.³³ U predmetu *Unocal*³⁴ utvrđeni su kriteriji sudske kontrole poduzetih protupreuzimateljskih mjera: 1) ocjenjuje se jesu li direktori imali razumne osnove vjerovati da postoji prijetnja ciljnom društvu od ponude za preuzimanje,³⁵ te 2) ocjenjuje se jesu li primijenjene protupreuzimateljske mjere opravdane u odnosu na prijetnju od preuzimanja (engl. *proportionality test*).³⁶ Na taj način je u predmetu

³⁰ Tako su istraživanja u SAD-u pokazala da izmjene statuta dioničkih društava kojima se sprječava uspješno preuzimanje dovode do negativnih kretanja u cijeni dionica ciljnih društava. Vidi u Schoenberg, R., Thornton, D., op. cit., str. 143., Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 17.

³¹ Loc. cit.

³² Maurović, Ljiljana, *Mjere obrane od ponude za preuzimanje – rješenja u europskom pravu i pravu SAD-a*, Hrvatska pravna revija, vol. 4, br. 4/2004., str. 22., gdje daje usporedbu sustava obrane od preuzimanja u europskom pravu i pravu SAD-a.

³³ Predmet *Chef v. Mathes*, 199 A.2d 548 (1964).

³⁴ Predmet *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

³⁵ Teret dokaza je na direktorima ciljnog društva, a u prilog opravdanosti tom dokazivanju ide i suglasnost upravnog odbora koji je većinski sastavljen od vanjskih, nezavisnih direktora. Vidi u Kenyon-Slade, Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice*, Oxford University Press, Oxford, New York, 2004., str. 249.

³⁶ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 249., Kirchner, Christian, Painter, Richard W., *Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, Illinois Law and Economics Working Papers Series, Working Paper No. LE02-006, March 2002., http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract_id=311740, str. 1-2.

Unocal došlo do odstupanja od pravila poslovne prosudbe, gdje je teret dokaza prebačen na direktore ciljnog društva, i u pogledu ocjene karaktera ponude za preuzimanje, i adekvatnosti poduzetih protupreuzimateljskih mjera.³⁷ S druge strane, onda kada upravni odbor ciljnog društva zaključi da je preuzimanje neizbježno ili sam upravni odbor poduzme mjere za prodaju dionica ciljnog društva³⁸ mijenjaju se i obveze upravnog odbora ciljnog društva. Tada se primjenjuju kriteriji utvrđeni u predmetu *Revlon*.³⁹ Direktori imaju obvezu postići najvišu cijenu za dionice ciljnog društva u korist njegovih dioničara, budući da neprijateljska ponuda za preuzimanje više ne predstavlja prijetnju za poslovnu politiku i učinkovitost ciljnog društva. Direktori se iz „branitelja“ ciljnog društva pretvaraju u „dražbovatelja“ koji ima za cilj maksimiziranje vrijednosti dioničkog društva u korist njegovih dioničara.⁴⁰

Pravni režim u Velikoj Britaniji i drugim europskim državama u pogledu poduzimanja protupreuzimateljskih mjera ide u prilog dioničara ciljnog društva. Zakonodavstva europskih država u pravilu predviđaju primjenu obvezatne ponude za preuzimanje, uprava ciljnog društva ima na raspolaganju manji broj protupreuzimateljskih mjera te ima obvezu pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera. Takva su rješenja našla svoj odraz i u odredbama Trinaeste direktive o preuzimanju dioničkih društava,⁴¹ koja je nastala pod snažnim utjecajem engleskog *The City Codea*. Tako se u čl. 9. Trinaeste direktive primjenjuje pravilo neutralnosti uprave (engl. *board*

³⁷ Kod pravila poslovne prosudbe tužitelj mora dokazati da su ispunjene sve pretpostavke potrebne za utvrđivanje odgovornosti člana upravnog odbora za nastalu štetu društvu ili njegovim dioničarima. Te su pretpostavke da nije postupao u dobroj vjeri, nalazio se u sukobu interesa, nije bio dovoljno obaviješten, nije postupao u interesu društva. Vidi u Jurić, Dionis, *Pravo manjinskih dioničara na podnošenje tužbe u ime dioničkog društva protiv članova uprave i nadzornog odbora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 28, (br. 1/2007.), str. 548-550., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 250-251.

³⁸ Npr. pri fuziji s trećom prijateljskom stranom (engl. *white knight*) ili prodaji cjelokupne imovine ciljnog društva.

³⁹ Predmet *Revlon v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1985).

⁴⁰ U predmetima *Paramount Communications v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) i *Paramount Communications v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994) utvrđene su obrambene transakcije koje dovode do primjene kriterija iz predmeta *Revlon*. Općenito, transakcija koja ima za cilj promjenu kontrole u ciljnem društvu inicira obveze direktora ciljnog društva sukladno presudi u predmetu *Revlon*. Direktori koji imaju namjeru da kontrolni paket dionica ciljnog društva prodaju jednoj osobi ili trgovačkom društvu moraju te dionice prodati preuzimatelju koji daje najvišu ponudu, a ako direktori prodaju dionice koje ne čine kontrolni paket, prenose dionice trećoj prijateljskoj strani koju čine disperzirani dioničari ili uzimaju kredit za račun ciljnog društva za kupnju dionica drugog trgovačkog društva te imaju veću diskreciju sukladno presudi u predmetu *Unocal*. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 281-283., Kirchner, C., Painter, R. W., op. cit., str. 3.

⁴¹ *Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids*, OJ L 142 p. 0012-0023. O tijeku usvajanja Trinaeste direktive vidi u McCahery, J., et al., op. cit., str. 56-61.; web stranicu <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26012a.htm>; Porobija, B., op. cit., str. 508-509., *The Takeover Directive*, Freshfields Bruckhaus Deringer, January 2005, str. 1-2. i 13., *Public takeovers in Europe*, str. 2-3.

neutrality rule) pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera. Od trenutka objave ponude do trenutka objave uspješnog okončanja ponude za preuzimanje, odnosno njezinog neuspjeha, uprava ciljnog društva ne može poduzeti bilo koju mjeru koja bi mogla ugroziti realizaciju ponude za preuzimanje, osim ako prethodno za to pribavi suglasnost dioničara ciljnog društva (čl. 9. st. 2. i 3. Trinaeste direktive). U čl. 12. Trinaeste direktive određuje se da države članice mogu staviti rezerve na primjenu odredbi čl. 9. st. 2. i 3. Na taj način se državama članicama daje mogućnost osigurati primjenu protupreuzimateljskih mjera.⁴²

4. Protupreuzimateljske mjere

Protupreuzimateljske mjere moguće je podijeliti u dvije skupine: preventivne i reaktivne protupreuzimateljske mjere. Preventivne protupreuzimateljske mjere (engl. *preventive anti-takeover measures, pre-bid defences, anticipatory defensive measures*) predstavljaju one mjere koje uprava ciljnog društva primjenjuje prije pojave neprijateljskog preuzimanja, kojima se ciljno društvo čini manje atraktivnim za potencijalna preuzimanja. One predstavljaju dugoročne strateške mjere koje uprava ciljnog društva poduzima onda kada smatra da je društvo izloženo preuzimanju, zbog niske cijene dionica društva, uvjeta na tržištu kapitala ili financijske nužde. U pravilu, poduzimanje preventivnih protupreuzimateljskih mjera pretpostavlja pribavljanje prethodne suglasnosti dioničara ciljnog društva, a njihovo poduzimanje ukazuje na spremnost uprave ciljnog društva očuvati autonomiju društva u ostvarenju njegovih ciljeva. Reaktivne protupreuzimateljske mjere (engl. *reactive anti-takeover measures, post-bid defences, responsive defensive measures*) su one mjere koje uprava ciljnog društva poduzima onda kada je već uslijedila ponuda za preuzimanje koja ima karakter neprijateljskog preuzimanja i kada se želi eliminirati konkretni preuzimatelj. Ove mjere predstavljaju kratkoročne taktičke mjere uperene protiv postojeće neprijateljske ponude za preuzimanje, koje se primjenjuju na dan ili nakon objave ponude za preuzimanje. Reaktivne protupreuzimateljske mjere čine određene financijske odgovore na uvjete iz ponude za preuzimanje, lobiranja i medijske aktivnosti, žalbe regulatornim i političkim tijelima te pronalaženje potencijalnog alternativnog

⁴² Striktnu primjenu pravila neutralnosti uprave osobito je kritizirala Njemačka. Na taj način bi se isključila primjena gotovo svih protupreuzimateljskih mjera (npr. povećanje temeljnog kapitala, prodaja imovine društva, stjecanje nove imovine i sl.), osim ako se prethodno pribavi suglasnost glavne skupštine ciljnog društva koja se mora održati tijekom trajanja ponude za preuzimanje. Pribavljanje takve suglasnosti u praksi je gotovo nemoguće zbog toga što je rok za objavu i pripremu sjednice glavne skupštine predugačak (najčešće 30 dana od dana objave do dana održavanja glavne skupštine). Upravo zbog takvih prigovora u čl. 9. st. 4. Trinaeste direktive propisano je da države članice mogu usvojiti pravila koja omogućavaju sazivanje glavne skupštine ciljnog društva radi odobrenja primjene protupreuzimateljskih mjera u skraćenom roku, uz uvjet da se glavna skupština ne smije održati prije nego što proteknu 2 tjedna od objave poziva. Vidi u Kirchner, C., Painter, R. W., op. cit., str. 6-7.

preuzimatelja. Njihovom primjenom se ne postavljaju trajne prepreke neprijateljskim preuzimanjima, a dobrobit dioničara se nastoji ostvariti postizanjem najveće cijene za dionice ciljnog društva u postupku preuzimanja.⁴³

Valja naglasiti da upravnim odborima u ciljnim društvima u SAD-u stoje na raspolaganju različite i brojne protupreuzimateljske mjere, čija je primjena s druge strane isključena u Velikoj Britaniji i drugim europskim državama. Razlozi za to su pravne i praktičke naravi, pri čemu europske države karakterizira detaljno pravno uređenje postupka preuzimanja trgovačkih društava, a naglasak je dat na reaktivne protupreuzimateljske mjere za čije je poduzimanje potrebno pribaviti suglasnost dioničara.

4.1. Preventivne protupreuzimateljske mjere

4.1.1. Poison pills

Jedna od najčešćih protupreuzimateljskih mjera u SAD-u kojom se koristi upravni odbor ciljnog društva su tzv. otrovne pilule (engl. *poison pills*).⁴⁴ *Poison pill* predstavlja protupreuzimateljsku mjeru kod koje ciljno društvo nudi svojim dioničarima prodaju dionica, bilo ciljnog društva, bilo društva preuzimatelja po cijenama koje su niže od tržišne vrijednosti tih dionica onda kada dođe do uspješnog preuzimanja ciljnog društva. Na taj način dolazi do obezvrjeđivanja dionica ciljnog društva, kako bi preuzimatelj ostvario gubitke na svom ulaganju. *Poison pills* se primjenjuju u dva osnovna oblika: *flip-in* i *flip-over*.⁴⁵ Kod otrovnih pilula s *flip-in* pravima dolazi do dodjele prava na stjecanje dodatnih dionica ciljnog društva po bitno nižoj cijeni dioničarima ciljnog društva,⁴⁶ izuzev preuzimatelju. Ta se prava dodjeljuju onda kada preuzimatelj neželjeno stekne ranije utvrđeni postotak dionica ciljnog društva ili objavi svoju ponudu za preuzimanje, kojom bi mogao steći taj postotak (obično između 10 i 20%). Budući da to pravo na stjecanje dionica ciljnog društva po povoljnijoj cijeni nema preuzimatelj, on trpi smanjenje vrijednosti onih dionica koje je on stekao. Kod otrovnih pilula s *flip-over* pravima nakon fuzije ciljnog društva i preuzimatelja, odnosno prodaje značajnog dijela imovine ciljnog društva preuzimatelju, svaki dioničar, osim preuzimatelja, stječe pravo na stjecanje dionica preuzimatelja po bitno nižoj cijeni od njihove tržišne cijene. Na taj način, dioničari ciljnog društva stječu disproporcionalni udio u temeljnom kapitalu preuzimatelja, a preuzimatelj opet trpi gubitke.⁴⁷

⁴³ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 312., Schoenberg, R., Thornton, D., op. cit., str. 144., Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 18. i 20., Parać, Zoran, *Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 38, br. 4/1999., str. 596-597.

⁴⁴ *Poison pills* se javljaju sredinom 80-ih godina 20. stoljeća u SAD-u i pokazala su se kao jedno od najučinkovitijih sredstava za borbu protiv neprijateljskih preuzimanja.

⁴⁵ Subramanian, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, *Yale Law Journal*, Vol. 113., No. 3 (December), 2003., str. 5.

⁴⁶ Npr. po cijeni od 50 % tržišne vrijednosti dionica ciljnog društva.

⁴⁷ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 333-336., Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 18-19.

Upravo zbog činjenice da primjenom *poison pills* dolazi do obezvrjeđivanja ulaganja preuzimatelja, preuzimatelji se ustručavaju od probijanja pragova pri stjecanju udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva koji dovode do realizacije prava iz *poison pills*. Upravni odbor ciljnog društva tako stječe vrijeme za poduzimanje drugih protupreuzimateljskih mjera, ili za pronalaženje konkurentske ponude (engl. *white knight*), odnosno prodaju ciljnog društva na dražbi. Time osigurava maksimiziranje vrijednosti dionica ciljnog društva u korist njegovih dioničara. *Poison pills* ne dovode do smanjenja vrijednosti dionica ciljnog društva, pa ono i dalje ostaje atraktivno za potencijalno preuzimanje. Konačno, njihovom primjenom dolazi do povećanja vrijednosti dionica ciljnih društava koja su se opredijelila za njihovu primjenu.⁴⁸

Prednost *poison pills* očituje se i u činjenici da njezinu primjenu može usvojiti upravni odbor ciljnog društva bez posebne suglasnosti dioničara ciljnog društva, kao što upravni odbor može naknadno i izmijeniti prava iz *poison pills*. S obzirom na to da je *poison pill*, u formalnom smislu, dividenda koja se isplaćuje ovlaštenicima za kupnju dionica i upravni odbor ima isključivu ovlast za donošenje odluke o isplati dividende, *poison pill* može biti usvojena bez suglasnosti dioničara. Slijedom toga, svako društvo ima, tzv. skrivenu tabletu (engl. *shadow pill*) koju može aktivirati svaki put kada je to potrebno.⁴⁹ Konačno, dopustivost primjene *poison pills* i postupanje upravnog odbora ciljnog društva uvijek ocjenjuju sudovi.⁵⁰

Ovu vrlo uspješnu protupreuzimateljsku mjeru u SAD-u, uopće nije moguće primijeniti u Velikoj Britaniji i drugim europskim državama, stoga se ona ni ne pojavljuje u praksi preuzimanja dioničkih društava u tim državama.⁵¹

4.1.2. Dualistički sustav unutarnjeg ustrojstva dioničkog društva

U državama koje su prihvatile dualističko ustrojstvo dioničkog društva,⁵² gdje postoje uprava i nadzorni odbor, to ustrojstvo predstavlja najprirodniji način obrane od neprijateljskog preuzimanja.⁵³ Kako bi postigao stvarnu kontrolu nad ciljnim društvom, preuzimatelj mora identificirati članove uprave koje imenuje nadzorni odbor. Članovi uprave mogu biti opozvani i prije isteka

⁴⁸ Tako je istraživanje koje je proveo J.P. Morgan pokazalo da su od 1997. godine ona trgovačka društva koja su primijenila ovu protupreuzimateljsku mjeru prosječno ostvarila 4 % veću vrijednost svojih dionica pri preuzimanju, u odnosu na ona društva koja nisu primijenila ovu mjeru. Nju je uspješno primijenio Yahoo! te se obranio od neprijateljskog preuzimanja, zadržavši svoju nezavisnost u poslovanju. Vidi u Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 18.

⁴⁹ Subramanian, G., op. cit., str. 5., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 333-334. i 339-341.

⁵⁰ *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1351 (Del. 1985). Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 337-339., Gilson, Ronald, *The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure*, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper No. 20/2004., str. 9-10.

⁵¹ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 695-696., Maurović, Ljiljana, *Položaj uprave ciljnog društva nakon objave ponude za preuzimanje*, Hrvatska pravna revija, br. 11/2002., str. 34.

⁵² Npr., Njemačka, Austrija, Slovenija, Danska, Nizozemska te Hrvatska.

⁵³ Picot, G., op. cit., str. 100.

njihova mandata, kada za to postoji važan razlog. S druge strane, kod opoziva članova nadzornog odbora odluku o tomu donosi glavna skupština ciljnog društva, i to kvalificiranom većinom. Vodeći računa o obično petogodišnjem mandatu članova uprave i četverogodišnjem članova nadzornog odbora, preuzimatelj se može naći u položaju da je dužan čekati duži niz godina kako bi mu se ukazala mogućnost preuzimanja ciljnog društva. Dakle, u konkretnom slučaju preuzimatelj bi imao kvalificiranu većinu, ali bi mu preuzimanje bilo onemogućeno iz razloga protivljenja članova uprave i nadzornog odbora ciljnog društva.

U SAD-u je prisutna praksa ustanovljavanja, tzv. stupnjevanih odbora (engl. *staggered board*, *classified board*). Naime, u američkoj pravnoj i poslovnoj praksi dionička društva primjenjuju monistički sustav unutarnjeg ustrojstva, koji se očituje u postojanju upravnog odbora koji objedinjuje, i poslovodne, i nadzorne funkcije u društvu. Statutom dioničkog društva moguće je podijeliti upravni odbor u nekoliko različitih skupina direktora (najčešće 3 skupine), koje čine jednaki broj članova upravnog odbora. Direktori svake skupine mogu biti izabrani ili opozvani jednom u 3 godine te im mandat traje 3 godine. Na taj način se rotacijom svake godine imenuje druga skupina direktora u upravni odbor. Zbog takvog parcijalnog obnavljanja članstva u upravnom odboru, stupnjevani odbori predstavljaju učinkovito sredstvo za sprječavanja natjecanja u ovladavanju glasovima u ciljnom društvu (engl. *proxy contest*). Stupnjevani odbor može spriječiti i većinskog dioničara da imenuje većinu članova upravnog odbora, prije nego što se provedu dva uzastopna izbora direktora, zbog toga što se svake godine izabire i opoziva samo jedna trećina direktora.⁵⁴ U praksi se najčešće kombinira primjena otrovnih pilula i stupnjevanih upravnih odbora, što predstavlja učinkovitu zapreku za neprijateljska preuzimanja. Stupnjevani upravni odbori spadaju u tzv. strukturalne protupreuzimateljske mjere koje ciljno društvo predviđa odredbama svojeg statuta (engl. *shark repellents*).⁵⁵ Za

⁵⁴ Na taj način većinski dioničar i kada stekne većinu u temeljnom kapitalu ciljnog društva, može imati opoziciju u dvije trećine postojećih direktora u upravnom odboru ciljnog društva. Ipak, u praksi kada preuzimatelj koji provodi neprijateljsko preuzimanje stekne većinu glasova u glavnoj skupštini, preostali direktori obično daju ostavku na svoje funkcije. Najčešće se odredbe statuta ciljnog društva o stupnjevanom upravnom odboru nastoje ojačati propisivanjem kvalificirane većine ili uvođenjem suglasnosti postojećih direktora za izmjenu ili ukidanje odredbi statuta o stupnjevanom upravnom odboru, ili o povećavanju broja članova upravnog odbora. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 319-320.

⁵⁵ U tu skupinu spadaju i odredbe o kvalificiranoj većini za donošenje određenih odluka u glavnoj skupštini, odredbe o davanju pravične cijene za dionice manjinskih dioničara u slučaju njihovog isključenja iz ciljnog društva, odredbe o opozivu članova upravnog odbora samo ako postoji valjan razlog, odredbe o kumulativnom glasovanju (engl. *cumulative voting*) koje omogućavaju manjinskim dioničarima da koncentriraju svoje glasove i imenuju svoje predstavnike u upravnom odboru, odredbe o isključivom pravu postojećih direktora preuzeti upražnjena ili nova mjesta u članstvu upravnog odbora, odredbe koje uvjetuju sazivanje glavne skupštine (ograničenja pri sazivanju izvanredne skupštine, obveza prethodne objave poziva za glavnu skupštinu, pisana suglasnost za poduzimanje određenih radnji od strane dioničara). Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 316-325., Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 19.

poduzimanje ovih mjera potrebno je da upravni odbor pribavi suglasnost dioničara. Njihovom primjenom upravni odbor ciljnog društva dobiva više vremena za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera i pregovaranje u slučaju neprijateljskog preuzimanja te povećava njegov nadzor nad glasovanjem dioničara u ciljnom društvu. U pravilu, primjena takvih strukturalnih protupreuzimateljskih mjera nije dopuštena u europskim državama i Velikoj Britaniji, budući da su ta pitanja uređena zakonskim odredbama.⁵⁶

4.1.3. Izdavanje različitih vrsta dionica radi utjecaja na strukturu dioničara i njihovo pravo glasa

Jedna od mjera kojima se mogu sprječavati neprijateljska preuzimanja je i mogućnost izdavanja dionica uz isključenje prava prvenstva postojećih dioničara ili izdavanja zamjenjivih obveznica. Izdavanjem dionica uz isključenje prava prvenstva, uprava dobiva na raspolaganje dionice koje onda može dodijeliti onim dioničarima za koje je sigurna da neće prihvatiti ponudu za preuzimanje.⁵⁷ Tako se potencijalnom preuzimatelju onemogućava stjecanje tih dionica, a time i većinski udio u temeljnom kapitalu ciljnog društva. Konačno, to poskupljuje i sam postupak preuzimanja, budući da se ponuda mora odnositi na sve dionice ciljnog društva. Ovdje je temeljni problem pronaći dioničare od povjerenja koji će postupiti sukladno očekivanjima uprave ciljnog društva.⁵⁸

⁵⁶ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 313-316. i 695.

⁵⁷ To svoje pravo da uprava, uz suglasnost nadzornog odbora, donese odluku o povećanju temeljnog kapitala i izdavanju novih dionica, ostvaruje na temelju instituta odobrenog temeljnog kapitala (čl. 323.-327. ZTD). Ta je ovlast uprave vremenski ograničena na razdoblje od 5 godina od upisa društva u sudski registar, odnosno upisa izmjene statuta u sudski registar, te je ograničena kvantitativno na iznos od najviše polovine nominalnog iznosa temeljnog kapitala ciljnog društva u trenutku davanja ovlasti. Ako je ovlast za odobreni temeljni kapital dana upravi statutom, onda se može odrediti da uprava odlučuje i o isključenju prava prvenstva uz suglasnost nadzornog odbora (čl. 324. st. 2. i 325. st. 1. ZTD). Ako odluku o izmjeni statuta donosi glavna skupština i njome daje ovlast upravi društva da donese odluku o povećanju temeljnog kapitala, onda odluku o isključenju prava prvenstva donosi sama glavna skupština većinom od tri četvrtine glasova temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju te odluke. Uprava društva donosi odluku i o održavanju prava iz dionica i uvjetima za izdavanje dionica (čl. 325. st. 1. ZTD). Na taj način se izvorna ovlast glavne skupštine da odlučuje o povećanju temeljnog kapitala društva prenosi na upravu, koja na temelju toga može brzo i učinkovito reagirati na prilike koje se javljaju u poslovanju dioničkog društva. Sličnu ovlast moguće je dati upravi i u pogledu zamjenjivih obveznica (čl. 341. st. 2. i 4. ZTD). Vidi u Barbić, Jakša, *Pravo društava*, Knjiga druga: Društva kapitala, Organizator, Zagreb, 2005., str. 769-775., Gorenc, Vilim, Slakoper, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*, 3. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, RRIF, 2004., str. 466-475.

⁵⁸ Krause, Nils, *The New German Takeover Law: An Overview of the New Regime*, *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 4, Issue 4/2002., str. 361. U SAD-u i Velikoj Britaniji često se koristi izdavanje dionica, tzv. bijelim paževima (engl. *white squire*). Bijeli paž je treća osoba koja je poslovni partner ili pasivan financijski ulagatelj koji je spreman držati većinski udio u temeljnom kapitalu ciljnog društva u razdoblju od 5 do 10 godina. Pritom se obično izdaju nove dionice koje čine više od 20 % iznosa temeljnog kapitala ciljnog društva, a koje bijeli paž uplaćuje u gotovini, a koja potom služi za rekapitalizaciju, stjecanje vlastitih dionica ciljnog društva ili

Daljnja mogućnost je izdavanje dionica uz ograničenje prava glasa.⁵⁹ Tako se statutom dioničkog društva može ograničiti korištenje prava glasa.⁶⁰ Time se propisuje najveći broj glasova koje može imati dioničar i ograničava glasačka snaga većinskog dioničara, pa tako i preuzimatelja.⁶¹ No, ovo je ograničenje moguće primijeniti samo u odnosu na one dionice kojima se ne trguje na organiziranom tržištu vrijednosnih papira te se ono ne primjenjuje kod donošenja odluka za koje je zakonom ili statutom propisano da se donose posebnom većinom koja se određuje po temeljnom kapitalu društva.⁶² U SAD-u i u Velikoj Britaniji statutom društva se može odrediti i izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa, što imateljima takvih dionica daje veću glasačku snagu u odnosu na imatelje redovitih dionica. Takva je mogućnost isključena u njemačkom i hrvatskom pravu.⁶³

Dioničko društvo može odlučiti izdati i povlaštene dionice bez prava glasa. Izdavanje takvih dionica treba predvidjeti statutom društva, a njihova ukupna količina je ograničena na polovinu iznosa temeljnog kapitala dioničkog društva.⁶⁴ Izdavanjem tih dionica, dioničko društvo prikuplja kapital izvana, a da pritom ne zadire u postojeću strukturu dioničara u društvu i njihovo pravo glasa.⁶⁵ Na taj način uprava ciljnog društva može utjecati na strukturu dioničara.⁶⁶

kupnju druge imovine koja može otežati postupak preuzimanja. Od bijelog paža se traži postupanje sukladno sporazumu o mirovanju (engl. *standstill agreement*). Tim se sporazumom obvezuje da neće stjecati dodatne dionice u ciljnom društvu ili će ih stjecati do određenog iznosa, o načinu na koji će glasovati u glavnoj skupštini ciljnog društva, o pravu ciljnog društva na otkup dionica koje namjerava prodati bijeli paž i sl. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 378-380. i 727-737. Ova taktika podsjeća na planove Vlade RH i mađarskog MOL-a o zamjeni dionica INE i MOL-a, kako bi se otežalo eventualno preuzimanje INE, odnosno MOL-a od strane OMV-a.

⁵⁹ U hrvatskom pravu je to određeno u čl. 291. st. 1. ZTD.

⁶⁰ Ograničenje je moguće odrediti pri osnivanju društva, u statutu, ili naknadnom izmjenom statuta, koja zahtijeva odluku glavne skupštine tri četvrtinskom većinom temeljnoga kapitala zastupljenoga na glavnoj skupštini.

⁶¹ To se ograničenje može odrediti tako da svaki dioničar ima samo jedan glas, da svaki dioničar ima određeni najveći broj glasova sukladno određenom postotku sudjelovanja u temeljnom kapitalu ili stupnjevanjem tako da puno pravo glasa daje određeni broj dionica, a dionice nakon toga broja daju smanjeni broj glasova. Ograničenja se ne smiju propisati samo za pojedine dioničare, već za sve dioničare kako bi se ostvarilo načelo o jednakom položaju dioničara u društvu. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 373-374., Gorenc, V., Slakoper, Z., Filipović, V., Brkanić, V., op. cit., str. 418-419.

⁶² Tako npr. sve one odluke koje se donose kvalificiranom većinom (izmjene statuta, povećanje i smanjenje temeljnog kapitala, statusne promjene dioničkog društva i dr.).

⁶³ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 325-332. i 724-727.

⁶⁴ Čl. 169. st. 2. i čl. 296.-297. ZTD.

⁶⁵ Dioničko društvo izdaje povlaštene dionice onda kada ne može izdati obveznice ili pribaviti kredit. One služe za saniranje lošeg financijskog stanja u dioničkom društvu. O ukidanju povlaštenosti tih dionica odlučuje glavna skupština društva kvalificiranom većinom i uz posebnu suglasnost povlaštenih dioničara. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 94-97. i 381-384.

⁶⁶ Dioničari mogu između sebe sklopiti i ugovor o vezanju glasova. Na temelju takvog obveznopravnog ugovora mogu zauzimati zajednička stajališta o određenim pitanjima o kojima se glasuje na glavnoj skupštini društva te na taj način postići zatvorenost društva, odnosno spriječiti preuzimanje društva od strane treće osobe. Zakonom se zabranjuje ugovaranje naknade ili koristi na ime obveze o načinu glasanja na glavnoj skupštini iz ugovora o vezanju glasova (čl. 631. st. 1.

Statutom dioničkog društva moguće je propisati da je za prijenos dionica koje glase na ime⁶⁷ potrebno pribaviti suglasnost dioničkog društva.⁶⁸ Izdavanjem dionica na ime umjesto dionica na donositelja, uprava ima bolji uvid u strukturu dioničara te može unaprijed prepoznati namjeru preuzimanja i primijeniti odgovarajuće mjere.⁶⁹ Suglasnost za prijenos takvih dionica daje uprava te se statutom mogu propisati i razlozi za uskratu davanja takve suglasnosti.⁷⁰ U hrvatskom pravu vinkulacija se može uvesti samo glede dionica koje nisu izdane u nematerijaliziranom obliku.⁷¹ Time su iz mogućnosti primjene vinkulacije isključene one dionice koje su uvrštene na organiziranom tržištu vrijednosnih papira.⁷²

t. 8-9. ZTD). Takav ugovor ne može sklopiti onaj dioničar kojem je zabranjeno korištenje pravom glasa, tako da obveže drugog glasovati kako bi on htio (čl. 631. st. 1. t. 7. ZTD), niti se dioničar može obvezati da će glasovati sukladno uputama društva, članova uprave, nadzornog, odnosno upravnog odbora ili po uputama ovisnog društva, odnosno da će glasovati za svaki prijedlog uprave ili nadzornog, odnosno upravnog odbora (čl. 293. st. 2. ZTD). Takvi ugovori o vezanju glasova bili bi ništavi. Učinkovitost je takvih ugovora dvojbena, budući da ne postoje sankcije za dioničara koji glasuje suprotno ugovoru o vezanju glasova, a postoje i poteškoće u postupku ovrhe presude koja je donesena u povodu tužbe protiv takvog dioničara. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 384-387., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 333.

⁶⁷ Dionice na ime se moraju upisati u registar dionica koji vodi uprava dioničkog društva te se tim upisom dokazuje i svojstvo dioničara društva.

⁶⁸ Čl. 227. st. 2-4. ZTD.

⁶⁹ U hrvatskom pravu je izmjenama i dopunama ZTD-a iz 2007. godine propisana obveza izdavanja samo dionica koje glase na ime od dana stupanja na snagu Zakona o izmjenama i dopunama ZTD-a (1. travnja 2008. godine). Tako je u hrvatskom pravu *pro futuro* ukinuto razlikovanje dionica na ime i dionica na donositelja. Na taj način se želi osigurati preglednost strukture dioničara u dioničkim društvima.

⁷⁰ Statutom se može odrediti da tu suglasnost daju nadzorni, odnosno upravni odbor ili glavna skupština društva. Ako statutom nisu propisani razlozi uskrate suglasnosti, to može biti samo u interesu društva, a osobito ako bi se promjenom strukture dioničara ugrozio cilj društva ili njegova gospodarska opstojnost.

⁷¹ Nematerijalizirani vrijednosni papiri moraju se izdati u slučaju kada se radi o vrijednosnim papirima izdavatelja sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koji se izdaju ili nude javnom ponudom na području Republike Hrvatske. Kreditne institucije, investicijska društva osnovana kao dioničko društvo, društva za osiguranje i zatvoreni investicijski fondovi, dužni su izdati isključivo nematerijalizirane vrijednosne papire (čl. 490. st. 2. i 3. Zakona o tržištu kapitala, NN 88/08.).

⁷² To znači da je vinkulacija dopuštena u pogledu dionica koje glase na ime i za koje su izdane isprave o dionicama ili se vode u računalu, ali ne i na računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira u kompjutorskom sustavu središnjeg depozitorija koji vodi Središnje klirinško depozitarno društvo. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 275-284. U usporednom pravu se ovoj protupreuzimateljskoj mjeri prigovara neučinkovitost, budući da vinkulacija ne obvezuje dioničara da prenese svoje dionice na ciljno društvo, već se njome ograničava sloboda prenosivosti dionica. Druga ugovorna strana utječe na dioničara na temelju ugovora o kupoprodaji dionica te nije od značaja posjeduje li ta ugovorna strana izravno dionice ili ostvaruje pravo glasa iz tih dionica preko dioničara. Vidi u Krause, N., op. cit., str. 362., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 332.

4.1.4. Stjecanje vlastitih dionica

Stjecanjem vlastitih dionica ciljno društvo može povećati cijenu svojih dionica na burzi uslijed povećanja potražnje za dionicama ciljnog društva. Time je moguće otežati i povećati troškove preuzimanja ciljnog društva.⁷³ S obzirom na to da cijena dionica na burzi ovisi i o drugim čimbenicima, osim onih koji djeluju na tržištu, moguće je da ne dođe do željenog povećanja cijene dionica ciljnog društva. S druge strane, stjecanjem vlastitih dionica ciljno društvo smanjuje svoja likvidna sredstva te se optimizira kapitalna struktura. Ciljno društvo tako postaje manje atraktivno za preuzimanje, budući da preuzimatelj neće imati na raspolaganju ta likvidna sredstva. Ova bi sredstva preuzimatelju poslužila za pokriće obveza prema izvorima tuđeg kapitala koje bi angažirao radi realizacije potencijalne ponude za preuzimanje.⁷⁴ S druge strane, pozitivnim pravom postavljena su brojna ograničenja pri stjecanju vlastitih dionica.⁷⁵ Tako je ukupan iznos vlastitih dionica koje može steći i držati dioničko društvo ograničen na iznos od 10 % temeljnog kapitala društva, a to je u pravilu nedovoljno za sprječavanje neprijateljskog preuzimanja.⁷⁶ Ta su ograničenja postavljena jer se stjecanjem vlastitih dionica ugrožava temeljni kapital društva, a moguće su i zloporabe od strane uprave društva.⁷⁷ U pravilu, društvo može steći vlastite dionice samo na temelju odluke glavne skupštine kojom se daje ovlast upravi da stječe vlastite dionice. U točno određenim slučajevima uprava može i bez te odluke stjecati vlastite dionice. Na taj način je poduzimanje ove protupreuzimateljske mjere uvjetovano prethodnom suglasnošću dioničara ciljnog društva.⁷⁸

⁷³ Petrović, Siniša, Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva, Hrvatska pravna revija, vol. 2, br. 8/2002., str. 23-25., gdje ističe razloge zbog kojih se ponuda za preuzimanje ne bi smjela odnositi i na vlastite dionice ciljnog društva.

⁷⁴ Vlastite dionice uprava ciljnog društva može potom rasporediti prijateljskim dioničarima ili samim članovima uprave. Vlastite dionice mogu poslužiti i kao reaktivna protupreuzimateljska mjera, ali uz uvjet da preuzimatelj ima marginalni udio u ciljnom društvu. Vidi u Parać, Z., op. cit., str. 597-599.

⁷⁵ Stjecanje vlastitih dionica je ograničeno iz razloga zbog kojih se one mogu stjecati, ukupnog iznosa vlastitih dionica koje društvo može posjedovati, obveze formiranja rezervi za stjecanje vlastitih dionica te obveze da se one otuđe u određenom roku, odnosno da se povuku. Prava iz vlastitih dionica miruju. Vidi čl. 233., 235. i 236. ZTD.

⁷⁶ Krause, N., op. cit., str. 361.

⁷⁷ Tako je stjecanjem vlastitih dionica moguće zaobilazno, otkupom dionica, vratiti dioničarima ono što su unijeli u društvo, manipulirati cijenama dionica, smanjivati kapital društva, dovoditi dioničare u nejednaki položaj ili favorizirati dioničare koji su skloni upravi. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 404-408., Barbić, Jakša, Parać, Zoran, Petrović, Siniša, Markovinović, Hrvoje, Novela Zakona o trgovačkim društvima iz 2007., Novi informator, Zagreb, 2008., str. 16-21.

⁷⁸ Stjecanjem vlastitih dionica smanjuje se broj dionica koje može steći društvo-preuzimatelj, povećava se glasačka snaga onih većinskih dioničara koji se nisu odlučili na prodaju svojih dionica te se raspodjeljuju novčana sredstva koja posjeduje ciljno društvo. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 386-388. i 737-739.

4.1.5. *Crown jewels*

Rizična je protupreuzimateljska mjera prodaja vrijedne imovine društva (engl. *crown jewels*) koju preuzimatelj ima namjeru steći. Na taj način ciljno društvo postaje manje atraktivno za preuzimanje. Ovo se može poduzeti samo u ekstremnim situacijama budući da će ovakvo djelovanje u konačnici ići nauštrb samoga ciljnog društva. Iako ciljno društvo tako dolazi do gotovog novca,⁷⁹ može doći do pada tržišne vrijednosti dionica što bi olakšalo preuzimatelju stjecanje dionica ciljnog društva.⁸⁰ Ujedno, ovakvo ponašanje nije spojivo s obvezom neutralnosti članova uprave ciljnog društva i u konkretnom slučaju zahtijevat će se odobrenje glavne skupštine ciljnog društva.⁸¹

Sličnu protupreuzimateljsku mjeru predstavlja i kupnja nove imovine, odnosno drugog trgovačkog društva od strane ciljnog društva, koja može otežati postupak preuzimanja. Naime, u tom slučaju može doći do pojave nedopuštenih koncentracija na tržištu, što otežava ostvarenje postupka preuzimanja ciljnog društva.⁸²

4.2. *Reaktivne protupreuzimateljske mjere*

4.2.1. *Konkurentska ponuda*

U slučaju objave ponude za preuzimanje, uprava ciljnog društva može zauzeti negativno stajalište o ponudi i potražiti konkurentsku ponudu (engl. *white knight*), kako bi osigurala najveću moguću cijenu za dionice ciljnog

⁷⁹ Taj gotovi novac može se onda koristiti za rekapitalizaciju, stjecanje vlastitih dionica, stjecanje druge imovine što može dovesti do zabranjenih koncentracija na tržištu, koje također predstavljaju protupreuzimateljske mjere.

⁸⁰ Moguće je također prenijeti vrijednu imovinu ciljnog društva na društvo-kćer čiji je jedini dioničar ciljno društvo (engl. *spin-off transactions*), a dionice društva-kćeri se onda podijele dioničarima ciljnog društva na *pro rata* osnovi u obliku dividende. Na taj način, dioničari ciljnog društva zadržavaju svoje udjele u ciljnom društvu i stječu udjele u društvu-kćeri. Vidi u Krause, N., op. cit., str. 362., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 371-377.

⁸¹ Tako u hrvatskom pravu čl. 552. st. 1. ZTD određuje da u slučaju sklapanja ugovora kojim se društvo obvezuje prenijeti na drugoga cijelu svoju imovinu ili imovinu čija je vrijednost veća od jedne četvrtine iznosa temeljnog kapitala i to predstavlja značajnu strukturnu promjenu društva, potrebna je suglasnost glavne skupštine koja odluku donosi glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri odlučivanju. Statutom je moguće propisati i veću većinu te ispunjenje dodatnih pretpostavki. Vidi u Barbić, J., op. cit., str. 893-897., Gorenc, V., et al., op. cit., str. 949-950.

⁸² Na taj način, uslijed povrede odredaba o zaštiti tržišnog natjecanja, društvo-preuzimatelj ne može zadržati stečene dionice, već ih je dužno otuđiti. S druge strane, tako ciljno društvo angažira svoj višak gotovog novca za kupnju nove imovine te postaje manje atraktivno za preuzimanje. Ovdje valja spomenuti i posebne naknade koje se plaćaju članovima uprave u slučaju prestanka njihove funkcije u ciljnom društvu (engl. *golden parachutes*). Najčešće se ti iznosi pojavljuju u obliku gotovinskih isplata, što može predstavljati značajan trošak za preuzimatelja pri neprijateljskim preuzimanjima. Vidi u Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 19-20., Krause, N., op. cit., str. 362.

društva.⁸³ Uprava pribavlja ponudu od strane "prijateljskog" ponuditelja, kako bi na taj način osujetila prvotnu neprijateljsku ponudu za preuzimanje.⁸⁴ Mogućnost pribavljanja konkurentne ponude predviđa i Trinaesta direktiva, pa je tako ona predviđena u zakonodavstvima brojnih europskih država. Realizacija konkurentne ponude može biti u određenim slučajevima otežana. Tako npr., ako je za stjecanje udjela u određenom ciljnom društvu potrebno prethodno pribaviti suglasnost regulatornih tijela, konkurentski ponuditelj mora pribaviti tu suglasnost, kao i neprijateljski ponuditelj, a kako je konkurentski ponuditelj taj postupak otpočeo kasnije, pretrpjet će određene štete uzrokovane razlikom u vremenu stavljanja ponude. S druge strane, potraga članova uprave za konkurentskom ponudom može stvoriti predodžbu da je određeno ciljno društvo na prodaju.⁸⁵ Konkurentna ponuda predstavlja iznimku od pravila o neutralnosti uprave ciljnog društva u vremenu trajanja samog postupka za preuzimanje. Praksa pokazuje da se konkurentna ponuda primjenjuje često kao protupreuzimateljska mjera i da je vrlo učinkovita, u odnosu na ostale protupreuzimateljske mjere.⁸⁶

4.2.2. Mišljenje uprave ciljnog društva o ponudi za preuzimanje

Mogućnosti uprave ciljnog društva da nakon objave ponude za preuzimanje poduzme protupreuzimateljske mjere ograničena je u pravima europskih država. S druge strane, čl. 9. st. 5. Trinaeste direktive propisuje obvezu uprave ciljnog društva izraditi i objaviti svoje mišljenje o ponudi i navesti razloge na kojima se ono temelji. Sukladno tomu u pravnim propisima europskih država predviđena je takva obveza za upravu ciljnog društva.⁸⁷ Mišljenje uprave ciljnog društva predstavlja značajan instrument koji može odrediti sudbinu konkretne ponude za preuzimanje, pa ako se uprava ciljnog društva izjasni pozitivno o ponudi, dioničari ciljnog društva će takvu ponudu prihvatiti. S druge strane, uprava

⁸³ Članovi uprave ciljnog društva mogu dati i vlastitu konkurentnu ponudu koja je financirana od strane neke treće osobe (engl. *competitive management buy-out (MBO) offer*). Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 715-716.

⁸⁴ U stranoj literaturi koristi se pojam *friendly offeror* kako bi se istaknula suprotnost od neprijateljskog ponuditelja za kojega se koristi pojam *hostile offeror*.

⁸⁵ Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy, *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, The Hague/London/New York, 2002., str. 411.

⁸⁶ Krause, N., op. cit., str. 360., Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 713-714., Schoenberg, R., Thornton, D., op. cit., str. 149.

⁸⁷ Čl. 41. hrvatskog ZPDD, čl. 34. slovenskog Zakona o prevzemih (ZPre-1, Uradni list RS, br. 79/06), § 27 njemačkog Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG, BGBl. I S. 3822), Rule 25 engleskog City Code. Pritom valja ukazati da to mišljenje u njemačkom pravu zajedno usvajaju uprava i nadzorni odbor ciljnog društva. U hrvatskom pravu to mišljenje sastavlja uprava ciljnog društva, dok je u starom Zakonu o preuzimanju dioničkih društava iz 2002. godine to mišljenje sastavljao nadzorni odbor ciljnog društva. Slovenski zakonodavac koristi pojam poslovodstvo ciljnog društva, što obuhvaća upravu ili upravni odbor ciljnog društva kao nadležne za donošenje tog mišljenja.

ciljnog društva može dati i negativno mišljenje, te se na taj način ono pretvara u protupreuzimateljsku mjeru. Ovo mišljenje nije obvezujuće i konačnu odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje donose dioničari. Konačno, postoji odgovornost članova uprave ciljnog društva za točnost podataka sadržanih u njihovom mišljenju o ponudi.⁸⁸

4.2.3. *Obrambena rekapitalizacija*

Uprava ciljnog društva se u slučaju pojave neprijateljske ponude za preuzimanje može poslužiti i mjerama obrambene rekapitalizacije, pri čemu za njihovo poduzimanje mora uvijek pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva. Na taj način sami dioničari odlučuju prihvatiti ponudu za preuzimanje ili prihvatiti koristi iz mjera obrambene rekapitalizacije. Cilj je ovih mjera osigurati dioničarima ciljnog društva izravnu, kratkoročnu ekonomsku vrijednost i očuvati dioničarsku strukturu u ciljnom društvu, kao odgovor na ponudu za preuzimanje.⁸⁹ U okviru mjera obrambene rekapitalizacije uprava ciljnog društva može povećati opću razinu zaduženosti ciljnog društva (izdavanje dužničkih vrijednosnih papira, uzimanje kredita), izdavati nove redovne ili povlaštene dionice postojećim dioničarima ili trećim prijateljskim osobama, stjecati vlastite dionice radi vraćanja viška gotovine dioničarima, isplatiti uvećanu dividendu, kupovati novu imovinu za ciljno društvo i sl.⁹⁰ Kako smo to već ranije rekli, te mjere nakon objave ponude za preuzimanje uprava ciljnog društva ne može poduzeti jednostrano, već mora pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva.⁹¹

4.2.4. *Pacman*

Primjenom *pacman* protupreuzimateljske mjere uprava ciljnog društva nastoji spriječiti preuzimatelja u realizaciji ponude za preuzimanje istovremenim davanjem protuponude (engl. *counter offer*) za stjecanje dionica društva preuzimatelja. Primjena ove mjere je nepraktična, budući da zahtijeva pribavljanje dodatnih financijskih sredstava za realizaciju, a propisi o dioničkim društvima s uzajamnim udjelima ograničavaju mogućnost ostvarivanja prava iz takvih dionica.⁹² Posebno pitanje predstavlja odabir trenutka davanja i kvaliteta protuponude nakon objave neprijateljske ponude za preuzimanje ciljnog društva.

⁸⁸ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 660-663. i 708-712.

⁸⁹ Vrlo često se u praksi povećava opća razina dugova u ciljnom društvu te se povećava proporcionalni broj glasova kojima raspolažu članovi uprave ciljnog društva i njihovi saveznici, kao i radnici ciljnog društva.

⁹⁰ Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 712-713.

⁹¹ Ta obveza pribavljanja suglasnosti dioničara za mjere obrambene rekapitalizacije predviđena je, i nacionalnim propisima koji uređuju materiju postupka za preuzimanje dioničkog društva, i općim propisima prava društava.

⁹² Takvo ograničenje predviđa čl. 511. ZTD-a, koji propisuje da se ograničuje ostvarenje prava iz udjela društava s uzajamnim udjelima koja imaju udjele u veličini od 25 do 50 %, ako im je poznato takvo sudjelovanje, odnosno ako su obaviješteni o stjecanju takvog kvalificiranog udjela sukladno čl. 478. ZTD-a, najviše do 25 % svih udjela drugoga društva. To znači da ciljno

4.2.5. Greenmail

U SAD-u se kao protupreuzimateljska mjera primjenjuje *greenmail*.⁹³ Radi se o mjeri kod koje ciljno društvo stječe vlastite dionice po uvećanoj cijeni od dioničara koji ima namjeru pokrenuti postupak neprijateljskog preuzimanja (engl. *dissent shareholder, aggressor*). Zauzvrat taj dioničar odustaje od preuzimanja ciljnog društva. Svrha primjene *greenmaila* je izbjegavanje prisilnih ponuda za preuzimanje s niskom cijenom za dionice ciljnog društva i uklanjanje opasnosti od razarajućih natjecanja za stjecanje kontrole u ciljnom društvu. *Greenmail* se osobito često primjenjivao u 80-im i 90-im godinama 20. stoljeća, ali je doživio kritike te se uslijed zakonodavnih promjena koje su išle za njegovim ograničavanjem,⁹⁴ učinkovitosti *poison pillsa* i novog sustava oporezivanja takvih isplata primjenjuje sve rjeđe. Osnovne kritike primjene *greenmaila* usmjerene su na to da članovi upravnog odbora ciljnog društva koriste imovinu društva kako bi očuvali svoje pozicije, čime se povećavaju agencijski troškovi (engl. *agency costs*)⁹⁵ te su takve isplate nepravične jer koristi od njih ima samo pojedini dioničar, dok ostali dioničari trpe smanjenje vrijednosti svojih dionica.⁹⁶

U pravu europskih država primjena *greenmaila* je zabranjena.⁹⁷

4.2.6. Vođenje sudskih i upravnih postupaka kao protupreuzimateljska mjera

Pokretanje sudskih i upravnih postupaka protiv preuzimatelja predstavlja mjeru koja usporava postupak preuzimanja, no u pravilu nije učinkovita na duže

društvo ne može ostvarivati više od 25 % prava glasa u glavnoj skupštini društva-ponuditelja, ako društvo-ponuditelj drži više od 25 % dionica ciljnog društva i ako je izvijestilo ciljno društvo o takvom svom udjelu. Na taj način se želi očuvati temeljni kapital dioničkih društava te spriječiti osamostaljivanje uprava uzajamno povezanih dioničkih društava. Isto predviđaju i čl. 464. i 487. slovenskog ZGD-a i § 19 i 328 njemačkog AktG-a. Vidi u Krause, N., op. cit., str. 360-361., Jurić, Dionis, Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 27, br. 2/2006., str. 946-947., 950-951., 954-958.

⁹³ Ime ove mjere potječe od uvjerenja da potencijalni preuzimatelji iznuđuju takve isplate od uprave ciljnog društva kako bi odustali od svoje namjere preuzimanja ciljnog društva.

⁹⁴ Npr. zakoni pojedinih saveznih država SAD-a određuju obvezu pribavljanja suglasnosti dioničara za svaku *greenmail* isplatu bilo kojem dioničaru društva koji ima udio veći od 5 % iznosa temeljnog kapitala društva. Sličnu odredbu i samo ciljno društvo može uvrstiti u svoj statut.

⁹⁵ Imovina ciljnog društva koristi se za sprječavanje postojećih ili mogućih ponuda za preuzimanje koje bi mogle biti korisne za dioničare ciljnog društva te se sprječava alokacija resursa u ruke učinkovitijih imatelja kontrolnih udjela.

⁹⁶ Time se ugrožava načelo jednakog položaja dioničara. Primjena *greenmaila* otvara mogućnost njegove zlorabe kroz opetovanu pojavu dioničara koji prijete ciljnom društvu, kao i pojavu pseudo-ponuda za preuzimanje kako bi došlo do isplata. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 405-407., Pearce, J. A. II, Robinson, R. B., Jr., op. cit., str. 20-21. Zagovornici *greenmaila* smatraju da na takve isplate nemaju pravo svi dioničari na *pro rata* osnovi, da se njegovom primjenom povećava cijena koja se nudi za dionice ciljnog društva te promiče razvoj tržišta za korporativnu kontrolu (engl. *market for corporate control*) i smanjuje agencijske troškove. Vidi u Kenyon-Slade, S., op. cit., str. 408-412.

⁹⁷ Krause, N., op. cit., str. 362.

razdoblje. Svrha takvih postupaka jest pribavljanje sudskih ili upravnih odluka kojima se onemogućava preuzimatelja da stekne kontrolni paket dionica, a istovremeno ciljno društvo poduzima druge mjere kojima je cilj sprječavanje preuzimanja, odnosno pribavljanje povoljnijih ponuda za preuzimanje.

Ciljno društvo može pokrenuti odgovarajuće postupke protiv preuzimatelja u tri segmenta. Prvo, ciljno društvo može pokrenuti odgovarajući postupak pred nacionalnim regulatornim tijelom zbog povrede propisa o zaštiti tržišnog natjecanja, budući da u slučaju uspješnog okončanja postupka preuzimanja nastaje zabranjena koncentracija na tržištu.⁹⁸ Drugo, ciljno društvo može pokrenuti postupak pred nacionalnim regulatornim tijelom zbog nedovoljnog objavljivanja podataka na temelju kojih dioničari ciljnog društva donose odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje.⁹⁹ Konačno, posljednja mogućnost je pokretanje sudskog postupka zbog prijevare koju je počinio preuzimatelj u postupku preuzimanja, no ovakva se tužba u praksi rijetko primjenjuje zbog teškoća u dokazivanju.

Prednost vođenja ovakvih postupaka očituje se u dobivanju vremena u postupku pregovaranja o ponudi za preuzimanje i njezinom poboljšanju, što doprinosi uspješnosti okončanja postupka preuzimanja.

5. Položaj uprave ciljnog društva kod neprijateljskog preuzimanja u poredbenom pravu

5.1. Trinaesta direktiva

Trinaesta direktiva o preuzimanju dioničkih društava iz 2004. godine¹⁰⁰ predstavlja pravni okvir za harmonizaciju nacionalnih prava država članica Europske unije, koje su je obvezne implementirati u svoje nacionalno zakonodavstvo do 20. svibnja 2006. godine te izvijestiti Komisiju EU o tomu (čl. 21. Trinaeste direktive).¹⁰¹ Nacionalni propisi o preuzimanju dioničkih društava u državama članicama EU će se razlikovati i nakon implementacije Trinaeste

⁹⁸ U Republici Hrvatskoj pokreće se upravni postupak pred Agencijom za zaštitu tržišnog natjecanja, koja svojim rješenjem ocjenjuje dopuštenost koncentracije i nalaže poduzimanje odgovarajućih mjera. O tome više vidjeti kod Petrović, Siniša, *Novo hrvatsko pravo tržišnog natjecanja*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 43, br. 4/2004., str. 256-257., gdje se osvrće i na otvorena pitanja kontrole odluka tijela za zaštitu tržišnog natjecanja i predlaže rješenja *de lege ferenda*.

⁹⁹ U Republici Hrvatskoj postupak preuzimanja nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Ponuditelj ima obvezu dostaviti obavijest o nastanku obveze objave ponude za preuzimanje HANFI, ciljnom društvu, burzi i uredenom javnom tržištu na kojem je odobreno trgovanje dionicama ciljnog društva te istu bez odgode objaviti. U slučaju ako HANFA utvrdi nepravilnosti ili nezakonitosti, rješenjem nalaže poduzimanje radnji koje pridonose uspostavljanju zakonitosti, odnosno izriče odgovarajuću mjeru. Protiv rješenja HANFE nezadovoljna stranka može pokrenuti upravni spor.

¹⁰⁰ *Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids*, OJ L 142 p. 0012-0023.

¹⁰¹ *New Takeover Directive – Third Time Lucky*, dostupno na www.lkshields.ie/htmldocs/publications/pub164.htm, *Takeover Directive: Finally agreed*, dostupno na www.corporate.practicallaw.com/5-102-6520.

direktive, što proizlazi iz čl. 3. st. 2. Direktive gdje se ističe da države članice moraju poštivati temeljna načela Direktive kao minimum postavljenih zahtjeva, ali mogu propisati i dodatne uvjete i odredbe pored onih koje zahtijeva Direktiva. Nadalje, čl. 12. ostavlja mogućnost državama članicama stavljanja rezervi na primjenu čl. 9. i 11. Direktive, a koji uređuju načelo neutralnosti uprave ciljnog društva tijekom valjanosti ponude za preuzimanje te primjenu pravila proboja.¹⁰²

Kada se radi o položaju uprave ciljnog društva u postupku neprijateljskog preuzimanja relevantne su odredbe čl. 9., 11. i 12. Trinaeste direktive. Te su odredbe bile izvor prijepora između različitih država članica EU, što je i dovelo do dugotrajnog postupka utvrđivanja konačnog teksta Direktive.¹⁰³

Valja naglasiti da i točka 16. Preambule Trinaeste direktive naglašava ograničene mogućnosti uprave ciljnog društva u poduzimanju aktivnosti koje bi osujetile ponudu za preuzimanje. Ujedno kao jedno od općih načela Direktive ističe se da uprava ciljnog društva mora djelovati u interesu društva kao cjeline i ne smije imateljje vrijednosnih papira ciljnog društva onemogućiti u odlučivanju o ponudi za preuzimanje (čl. 3. st. 1. t. c Trinaeste direktive).

Člankom 9. Trinaeste direktive, koji nosi naslov *Obligations of the board of the offeree company* određena je zabrana poduzimanja protupreuzimateljskih mjera tijekom razdoblja valjanosti ponude za preuzimanje.

Prije upuštanja u daljnja obrazloženja potrebno je definirati pojam *board*, odnosno postavlja se pitanje radi li se u konkretnom slučaju o upravi i/ili nadzornom odboru. Zbog mogućnosti različitog tumačenja u st. 6. navedenog članka izričito se propisuje da ukoliko društvo ima, i upravu, i nadzorni odbor (dualistički ustroj) pojam *board* obuhvaća oba tijela. Dakle, u konkretnom slučaju obveze su nametnute, i upravi, i nadzornom odboru ciljnog društva. To ograničenje postupanja odnosi se samo na poduzimanje reaktivnih protupreuzimateljskih mjera.

Članak 9. st. 2. Direktive izričito zabranjuje upravi i nadzornom odboru, odnosno upravnom odboru ciljnog društva poduzimati bilo kakvu djelatnost, osim traženja alternativne (konkurentne) ponude, koja može rezultirati osujećenjem ponude za preuzimanje. Uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva imaju obvezu pribaviti prethodno odobrenje glavne skupštine za

¹⁰² Trinaesta direktiva u čl. 5. ne određuje ni postotak glasova u ciljnog društva koji stekne stjecatelj, a koji dovodi do nastanka njegove obveze objave ponude za preuzimanje, već je to prepušteno državama članicama u kojima ciljno društvo ima registrirano sjedište.

¹⁰³ Tako su Komisija EU i Velika Britanija predlagali uporabu Trinaeste direktive kao sredstva koje će omogućiti izlazak dioničkih društava na tržište koje će vršiti kontrolu nad poduzimanjem protupreuzimateljskih mjera, s ciljem stvaranja liberalnog oblika kapitalizma koji privilegira manjinske dioničare i radnike. S druge strane, Europski parlament i mnoge kontinentalne države članice borile su se protiv tog prijedloga, smatrajući da bi neprijateljska preuzimanja potkopala djelovanje netržišnih instrumenata koje podupiru kompetitivnost industrije u odnosu na postojeći koordinirani oblik kapitalizma. Tako je došlo do sukoba tržišno orijentiranih stajališta i protekcionističkih stajališta o mogućnosti preuzimanja europskih dioničkih društava od strane inozemnih preuzimatelja. Vidi u Nilsen, André, *The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry*, www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/.

poduzimanje mjera koje bi mogle ugroziti realizaciju ponude za preuzimanje, a osobito prije izdavanja dionica koje mogu predstavljati dugotrajnu zapreku ponuditelju za stjecanje kontrole nad ciljnim društvom. Pribavljanje navedenog odobrenja bit će obvezatno od trenutka kada uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva prime obavijest o objavi ponude za preuzimanje do objavljivanja rezultata ponude ili njenog neuspjeha (čl. 9. st. 2. t. 2. Trinaeste direktive).¹⁰⁴ Međutim, države članice mogu zahtijevati navedeno odobrenje u ranijoj fazi, npr. od trenutka kada su uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva postali svjesni da je ponuda za preuzimanje neizbježna.¹⁰⁵ Za svaku odluku koja je donesena prije razdoblja od objave ponude do objave njezinih rezultata, a koja još nije u cijelosti ili djelomično provedena, zahtijeva se odobrenje dioničara ukoliko ona prelazi redovite okvire poslovanja i ukoliko bi njeno provođenje moglo rezultirati osujećenjem ponude (čl. 9. st. 3. Trinaeste direktive). Navedeni uvjeti postavljeni su kumulativno.¹⁰⁶ Kako bi se omogućilo pravodobno pribavljanje suglasnosti dioničara ciljnog društva za poduzimanje protupreuzimateljske mjere, a radi dužine vremena potrebnog za sazivanje i održavanje glavne skupštine u odnosu na rok valjanosti ponude za preuzimanje,¹⁰⁷ države članice mogu donijeti pravila koja dopuštaju sazivanje glavne skupštine u kraćem razdoblju od uobičajenog, pri čemu vrijeme od sazivanja glavne skupštine do njezinog održavanja ne smije biti kraće od 2 tjedna (čl. 9. st. 4. Trinaeste direktive).¹⁰⁸

Sukladno čl. 9. st. 5. Direktive, uprava ciljnog društva dužna je izraditi i objaviti svoje mišljenje o stavljenoj ponudi za preuzimanje te ga obrazložiti. U navedenom mišljenju treba se osvrnuti na učinke koji će izazvati prihvaćanje ponude na svim područjima od interesa za društvo, uključujući radne odnose radnika te na strateške planove ponuditelja u odnosu na ciljno društvo, a osobito njihov učinak na radne odnose radnika i sjedište poslovanja ciljnog društva.¹⁰⁹

¹⁰⁴ Odmah po objavi ponude za preuzimanje uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva i ponuditelja imaju obvezu obavijestiti o ponudi predstavnike svojih radnika, odnosno same radnike (čl. 6. st. 1. Trinaeste direktive).

¹⁰⁵ Vidi u The Takeover Directive, Freshfields Bruckhaus Deringer, www.freshfields.com/takeoverdirective.

¹⁰⁶ Na ovaj način se traži suglasnost glavne skupštine i za pendentne protupreuzimateljske mjere koje uprava ciljnog društva namjerava poduzeti, a odluka o njihovom poduzimanju je donesena prije same objave ponude za preuzimanje, a koje bi mogle onemogućiti realizaciju ponude za preuzimanje.

¹⁰⁷ Čl. 7. st. 1. Trinaeste direktive propisuje da rok za prihvatanje ponude za preuzimanje ne smije biti kraći od 2 tjedna niti duži od 10 tjedana od objave ponude za preuzimanje.

¹⁰⁸ Inače se pri sazivanju, tzv. redovitih glavnih skupština najčešće traži da to razdoblje od sazivanja do održavanja glavne skupštine ne smije biti kraće od 30 dana. Tako i čl. 279. hrvatskog ZTD-a.

¹⁰⁹ U ispravi o ponudi za preuzimanje, ponuditelj mora navesti svoje namjere vezane uz buduće poslovanje ciljnog društva, a ako ponuda utječe i na poslovanje ponuditelja, onda i namjere u pogledu njegovog budućeg poslovanja. Isprava o ponudi za preuzimanje mora sadržavati i namjere ponuditelja u pogledu očuvanja radnih mjesta radnika i uprave ciljnog društva, uključujući svaku značajniju promjenu uvjeta zapošljavanja te osobito ponuditeljeve strateške planove za oba društva i moguće posljedice na zapošljavanje i sjedišta poslovanja društava (čl. 6. st. 3. t. i. Trinaeste direktive).

Ovo mišljenje uprava ciljnog društva mora bez odgode dostaviti predstavnicima svojih radnika ili samim radnicima.¹¹⁰ Na taj način se žele zaštititi i interesi radnika u ciljnog društvu, kako bi bili pravodobno obaviješteni o učincima preuzimanja na radne odnose.¹¹¹

Na ovaj način su se tijela EU opredijelila za primjenu pravila neutralnosti uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora ciljnog društva u razdoblju valjanosti ponude za preuzimanje po uzoru na engleski *City Code*. Ipak, ovakav položaj upravnih tijela ciljnog društva nije apsolutan, već se njima ostavlja mogućnost traženja konkurentne ponude, odnosno poduzimanje protupreuzimateljskih mjera uz suglasnost dioničara ciljnog društva.¹¹² Konačno, uprava ciljnog društva i svojim mišljenjem o ponudi za preuzimanje može utjecati na njezinu sudbinu. Odluku o prihvatanju ponude i dalje donose dioničari ciljnog društva, ali se upravnim tijelima društva otvara mogućnost poboljšati uvjete iz ponude, a osobito cijenu za dionice ciljnog društva.¹¹³ Tek po objavi ponude za preuzimanje, dioničari ciljnog društva mogu ocijeniti sve relevantne podatke i donijeti odluku o prihvatanju ili odbijanju ponude za preuzimanje, odnosno poduzimanju protupreuzimateljskih mjera. Stoga se isključuje mogućnost da dioničari unaprijed odobre upravi i nadzornom odboru, odnosno upravnom odboru ciljnog društva poduzimanje određenih protupreuzimateljskih mjera u slučaju pojave ponude za preuzimanje.¹¹⁴

U čl. 11. Trinaeste direktive predviđena je primjena pravila proboja (engl. *breakthrough rule*), koja je u nacrt Direktive bila unesena na prijedlog Visoke skupine stručnjaka za pravo društava. Svrha je ovog pravila uklanjanje svih pravnih zapreka koje onemogućavaju ponuditelju ostvariti kontrolu u ciljnog društvu nakon što je uspješno okončao postupak preuzimanja i stekao nominalno kontrolni paket dionica u ciljnog društvu. Njegovom primjenom ostvaruje se sloboda kretanja kapitala kao jedna od temeljnih sloboda koja doprinosi uspostavi unutarnjeg tržišta EU.¹¹⁵ Pritom se krenulo od činjenice da u državama članicama EU postoje značajne razlike, i u nacionalnim pravilima prava društava koja uređuju različite mehanizme i strukture, i u kapitalnim i kontrolnim strukturama dioničkih društava iz različitih država članica. Radi omogućavanja prekograničnih preuzimanja Visoka skupina je predložila primjenu dva temeljna načela: načelo

¹¹⁰ Uprava ciljnog društva dužna je svojem mišljenju priložiti i odvojeno mišljenje predstavnika radnika o utjecaju ponude na zapošljavanje, ako ga pravodobno zaprimi.

¹¹¹ Ipak, ovdje je položaj radnika ciljnog društva ograničen na savjetodavnu ulogu.

¹¹² Ovi izuzeci od pravila neutralnosti nastali su pod utjecajem njemačkog prava. Vidi u Mülberty, Peter O., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, Law Working Paper No. 13/2003, August 2003, www.ecgi.org/wp, str. 11-12.

¹¹³ Mülberty, P.O., op. cit., str. 12-13.

¹¹⁴ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 10 January 2002, str. 20-21. i 27-28., Mülberty, P.O., op. cit., str. 6-7. i 11-16.

¹¹⁵ Wooldridge, Frank, *The Recent Directive on Takeover-Bids*, *European Business Law Review*, No. 15(2), April, 2004., str. 153.

odlučivanja dioničara i načelo proporcionalnosti.¹¹⁶ Ostvarenje ovih načela je moguće samo uz primjenu pravila proboja kojima se uklanjaju sve zapreke ponuditelju u realizaciji kontrole nad ciljnim društvom po okončanju postupka preuzimanja.

Sukladno čl. 11. Trinaeste direktive države članice u slučaju objave ponude za preuzimanje dionica dioničkih društava koje su uvrštene na organizirano tržište imaju obvezu primijeniti odgovarajuća pravila. Prvo, svako ograničenje prijenosa dionica predviđeno u statutu ciljnog društva ne primjenjuje se na ponuditelja u roku za prihvaćanje ponude za preuzimanje (čl. 11. st. 2. Trinaeste direktive).¹¹⁷ Drugo, ograničenja prava glasa iz statuta ciljnog društva ne vrijede na glavnoj skupštini dioničara na kojoj se odlučuje o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera (čl. 11. st. 3. Trinaeste direktive).¹¹⁸ Na ovaj način se želi osigurati uspješna realizacija ponude za preuzimanje te participacija svih dioničara ciljnog društva pri odlučivanju o rezultatu ponude za preuzimanje uz primjenu načela "jedna dionica – jedan glas". Onog trenutka kada ponuditelj nakon okončanja ponude za preuzimanje stekne udio od 75 % ili više u temeljnom kapitalu ciljnog društva, a koje dionice daju pravo glasa, ne primjenjuju se nikakva ograničenja prijenosa dionica ili ograničenja prava glasa iz tih dionica, kao niti izvanredna prava dioničara na imenovanje ili opoziv članova uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora ciljnog društva koja su predviđena statutom ciljnog društva (čl. 11. st. 4. Trinaeste direktive). Dionice s višestrukim pravom glasa daju pravo na samo jedan glas na prvoj glavnoj skupštini dioničara po isteku ponude, a koja je sazvana od strane ponuditelja radi odlučivanja o izmjeni statuta ili imenovanju, odnosno opozivu članova uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora ciljnog društva.¹¹⁹

¹¹⁶ Načelo proporcionalnosti između rizika i kontrole znači da svi imatelji rizičnog kapitala, a to znači imatelji prava na dobit i imovinu društva, imaju ovlast sudjelovati u donošenju odluka koje se odnose na ponudu za preuzimanje. Oni imaju pravo glasa, i pri odlučivanju o ishodu ponude za preuzimanje (odobrenje reaktivnih protupreuzimateljskih mjera), neprimjeni ograničenja za prijenos dionica ciljnog društva, i pri održavanju glavne skupštine ciljnog društva koju je sazvaio ponuditelj nakon uspješnog okončanja postupka preuzimanja. Nadalje se ovo načelo manifestira u zahtjevu da svi imatelji rizičnog kapitala imaju ovlast ostvarivati pravo glasa proporcionalno njihovim udjelima u rizičnom kapitalu (primjena načela jedna dionica - jedan glas). To znači da pravo glasa imaju i imatelji povlaštenih dionica bez prava glasa, ne primjenjuju se statutarna ograničenja ukupnog broja glasova pojedinih dioničara niti se primjenjuju prava iz dionica s dvostrukim ili višestrukim pravom glasa pri odlučivanju o pitanjima preuzimanja dioničkog društva. Vidi u Report of the High Level Group, str. 21-22. i 28-29., Mülbart, P.O., op. cit., str. 7. i 16-17.

¹¹⁷ Također se ne primjenjuju ni ograničenja prijenosa dionica iz ugovornih sporazuma (engl. *contractual agreements*) između ciljnog društva i imatelja njihovih dionica ili ugovornih sporazuma između imatelja dionica ciljnog društva, koji su bili usvojeni nakon usvajanja Trinaeste direktive, na ponuditelja u roku za prihvaćanje ponude za preuzimanje.

¹¹⁸ Ne primjenjuju se ni ograničenja prava glasa iz ugovornih sporazuma između ciljnog društva i imatelja njihovih dionica ili ugovornih sporazuma između imatelja dionica ciljnog društva, koji su bili usvojeni nakon usvajanja Trinaeste direktive. Dionice s višestrukim pravom glasa daju na glavnoj skupštini ciljnog društva pravo na samo jedan glas pri davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera.

¹¹⁹ Ponuditelj ima pravo sazvati takvu glavnu skupštinu ciljnog društva u kraćem roku, uz uvjet da se glavna skupština održi po proteku najmanje 2 tjedna od sazivanja.

Ponuditelju se time želi osigurati realizacija njegove kontrole nad ciljnim društvom po okončanju postupka za preuzimanje kada dosegne navedeni prag, i to ukidanjem određenih preventivnih protupreuzimateljskih mjera sadržanih u statutu ciljnog društva.¹²⁰

U slučaju ukidanja spomenutih prava, mora se predvidjeti pravična naknada za gubitak koji pretrpe imatelji takvih prava (čl. 11. st. 5. Trinaeste direktive).¹²¹ Odredbe Direktive o neprimjeni ograničenja prava glasa na glavnoj skupštini ciljnog društva koja odlučuje o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera i odredbe Direktive o neprimjeni ograničenja prava glasa u slučaju stjecanja kvalificiranog udjela od strane ponuditelja ne primjenjuju se u pogledu onih dionica kod kojih je ograničenje prava glasa nadomješteno specifičnim novčanim prednostima (npr. povlaštene dionice) (čl. 11. st. 6. Trinaeste direktive).¹²² Odredbe čl. 11. Trinaeste direktive ne primjenjuju se u pogledu onih dionica ciljnog društva koje drže same države članice, a koje im daju posebna prava (tzv. zlatne dionice), a koje su u skladu s Ugovorom o EZ, nacionalnim pravima država članica koja su u skladu s Ugovorom o EZ ili u slučaju zadruga (čl. 11. st. 7. Trinaeste direktive). Državna tijela zlatnim dionicama nastoje osigurati svoj utjecaj u javnim poduzećima¹²³ koja su ušla u postupak privatizacije zadržavajući za sebe određena posebna prava, koja daju pravo veta na donošenje određenih odluka u glavnoj skupštini dioničkog društva. Ta posebna prava, koje ima država kao dioničar u privatiziranom dioničkom društvu, dijelimo na izravna i posredna investicijska ograničenja.¹²⁴ Problem dopustivosti primjene zlatnih dionica osobito je značajan za EU, budući da je njihova primjena u protivnosti s temeljnom slobodom kretanja kapitala

¹²⁰ To znači da ponuditelj nakon što stekne spomenuti udio ima ovlast izmijeniti statut ciljnog društva, odnosno ukinuti dionice s dvostrukim ili višestrukim pravom glasa, ukinuti ograničenja ukupnog broja glasova, zamijeniti povlaštene dionice bez prava glasa za redovne dionice, odnosno ukinuti prava pojedinih dioničara na imenovanje, odnosno opoziv članova uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora ciljnog društva. Vidi u Report of the High Level Group, str. 32-35. i 28-29., Mülbart, P.O., op. cit., str. 17-18.

¹²¹ Svaka država članica određuje uvjete za određivanje i način isplate pravične naknade.

¹²² To znači da povlaštene dionice bez prava glasa neće davati pravo glasa pri odlučivanju o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera ili odlučivanju o izmjeni statuta ciljnog društva, odnosno imenovanju ili opozivu članova njegovih upravnih tijela nakon stjecanja 75 % dionica ciljnog društva od strane ponuditelja.

¹²³ Javna poduzeća (engl. *public utilities*, njem. *öffentliche Versorgungsbetriebe*, franc. *service public*) moguće je odrediti kao trgovačka društva koja se nalaze pod nadzorom vladinih (državnih) tijela, koji se ostvaruje, određivanjem opće poslovne politike javnog poduzeća i izbora članova uprave javnog poduzeća. Javna poduzeća se najčešće osnivaju u području elektroprivrede, opskrbe plinom i vodnom gospodarstvu, željeznici i lokalnom javnom prijevozu, poštanskim uslugama i telekomunikacijama. Vidi u Jurić, Dionis, Oblici sudjelovanja države u obavljanju javnih službi, Pravo i porezi, God. XVII., br. 1/2008., str. 9.

¹²⁴ Investicijska ograničenja daju državi ovlast kontrolirati promjene u strukturi dioničara, a time i mogućnost utjecaja na odluke koje donosi uprava društva. Izravna investicijska ograničenja štite trgovačko društvo od neprijateljskih preuzimanja. Vidi u Special rights of public authorities in privatised EU companies: the microeconomic impact, Report prepared for the European Commission, Oxera, November 2005., str. 1-2.

između država članica EU. S druge strane, njihova primjena je dopuštena ako je utemeljena na opravdanim razlozima (javni poredak i javna sigurnost) ili na zahtjevu za ostvarenjem općeg interesa koji nije diskriminirajući i koji zadovoljava načelo proporcionalnosti i pravne sigurnosti.¹²⁵ Europski je sud u svojim presudama utvrdio pretpostavke za dopustivost primjene zlatnih dionica.¹²⁶

Članak 12. st. 1. Trinaeste direktive daje pravo državama članicama da ne primjenjuju odredbe čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. na ona uvrštena dionička društva koja imaju registrirano sjedište na njihovom državnom području. Tako se pojedina država članica može opredijeliti da uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva imaju veću slobodu u poduzimanju protupreuzimateljskih mjera nakon objave ponude za preuzimanje, odnosno neprimjenu pravila proboja. Na taj način se otvara mogućnost zaštite domaćih dioničkih društava od preuzimanja gdje se kao ponuditelj pojavljuje inozemno trgovačko društvo. Ipak, države članice i u slučaju kada stave rezerve na primjenu spomenutih članaka, moraju dati domaćim dioničkim društvima mogućnost primjene čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Direktive, koju je moguće opozvati (čl. 12. st. 2. Trinaeste direktive).¹²⁷ Na taj način se domaćim dioničkim društvima omogućava uvrštenje dionica na organizirana tržišta drugih država članica uz primjenu općeg režima koji je predviđen Trinaestom direktivom, te se omogućava njihov ravnopravni položaj s onim dioničkim društvima koja dolaze iz država članica koje nisu primijenile rezervu na primjenu čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Trinaeste direktive. Države članice mogu, pod uvjetima koji su određeni nacionalnim pravom, dionička društva koja primjenjuju čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Direktive

¹²⁵ Mjere koje se poduzimaju moraju se temeljiti na objektivnom, nediskriminirajućem kriteriju koji je unaprijed poznat (pravna sigurnost), njihova je primjena vremenski ograničena, protiv njih je moguće uložiti pravni lijek pred višom instancom i zadovoljavaju načelo proporcionalnosti.

¹²⁶ Problemom zlatnih dionica bavio se i Europski sud u tri predmeta koji su se vodili protiv Belgije (predmet C-503/99, *Commission v. Belgium*), Francuske (predmet C-483/99, *Commission v. France*) i Portugala (predmet C-367/98, *Commission v. Portugal*). Ovdje još valja navesti predmet koji se vodi protiv Njemačke i zlatnih dionica u dioničkom društvu Volkswagen (predmet C-112/05) i presuda Europskog suda protiv Nizozemske i zlatnih dionica u poštanskom operatoru TNT iz 2006. godine. Europski sud u svojim presudama nije odredio da su zlatne dionice protivne pravu EU, već je utvrdio da one moraju ispunjavati tri uvjeta da bi bile u skladu s regulativom EU: 1) zlatnim dionicama treba težiti postizanju određenog izvorno legitimnog cilja, ali i biti u skladu s načelom slobode kretanja kapitala u EU, 2) Europski sud je utvrdio i određene proceduralne uvjete koji osiguravaju pravnu sigurnost i izvjesnost potencijalnih ulagatelja i 3) ograničenje prijenosa dionica mora biti krajnje ograničavajuće sredstvo za postizanje legitimnog cilja (načelo proporcionalnosti). Vidi u Bär-Bouyssière, Bertold, *A lifeline for golden shares?*, *The Global Competition*, 2002, http://www.coudert.com/publications/articles/020920_shares_gc.pdf, 23. lipnja 2005., str. 19-20., Soal, Jeff, *The Legality of Golden Shares in the EU*, Gibson, Dunn & Crutcher, www.gibsondunn.com/practices/publications/detail/id/766, str. 1-8.

¹²⁷ Dioničko društvo tada može donijeti odluku o primjeni čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Direktive odlukom glavne skupštine, u skladu s propisima države članice u kojoj društvo ima registrirano sjedište i u skladu s pravilima o izmjeni statuta društva. Odluka se potom priopćava nacionalnom regulatornom tijelu države članice u kojoj društvo ima registrirano sjedište, kao i svim regulatornim tijelima država članica na čijim organiziranim tržištima su uvrštene dionice navedenog društva ili je društvo podnijelo zahtjev za uvrštenje dionica.

osloboditi primjene tih članaka u slučaju ako ta društva postanu cilj ponude za preuzimanje koju daje društvo koje ne primjenjuje navedene članke, ili društva koje izravno, ili neizravno kontrolira potonje društvo (čl. 12. st. 3. Trinaeste direktive).¹²⁸ Države članice imaju obvezu objaviti bez odgode pravila koja se primjenjuju na pojedina društva (čl. 12. st. 4. Trinaeste direktive).

5.2. Njemačka

U njemačkom je pravu postupak preuzimanja dioničkih društava uređen Zakonom o stjecanju vrijednosnih papira i preuzimanju (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*)¹²⁹ iz 2001. godine.¹³⁰ Kada se radi o položaju uprave i nadzornog odbora ciljnog društva u postupku preuzimanja relevantan je § 33 WpÜG.¹³¹ U § 33 st. 1. WpÜG određuje se da uprava i nadzorni odbor ciljnog društva u razdoblju od objave odluke o davanju ponude do objave rezultata ponude ne smije poduzimati bilo koju radnju koja bi mogla osujetiti uspjeh ponude. To se ne odnosi na one radnje koje bi poduzeo uredan i savjestan član uprave nekog društva koje nije izloženo ponudi za preuzimanje, pri pronalaženju konkurentne ponude,¹³² odnosno za one radnje za čije je poduzimanje sugla-

¹²⁸ Time se želi osigurati ravnopravni položaj uvrštenih dioničkih društava na unutarnjem tržištu EU kroz primjenu načela reciprociteta. Ipak, ovo se pravilo neće primjenjivati u slučaju ako je ponuditelj fizička osoba, trgovačko društvo čije dionice nisu uvrštene na organizirano tržište unutar EU ili trgovačko društvo osnovano u državi koja nije članica EU. Ovo posljednje izuzeće je osobito iznenađujuće jer se uvođenjem čl. 12. Direktive želio osigurati ravnopravni položaj europskih i američkih dioničkih društava. Postoji bojazan da će odredba čl. 12. Direktive poticati protekcionizam i spriječiti uspostavu jedinstvenih pravila za preuzimanje dioničkih društava u EU. Vidi u *The Takeover Directive*, Freshfield Bruckhaus Deringer, January 2005, str. 11-12. Svaka mjera uporabljena sukladno st. 3. mora biti odobrena na glavnoj skupštini ciljnog društva najmanje 18 mjeseci prije javne objave ponude za preuzimanje (čl. 12. st. 5. Trinaeste direktive).

¹²⁹ *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822)*, zuletz geändert durch Artikel 3a des Gesetzes vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3089).

¹³⁰ Ledić, Dragutin, Zubović, Antonija, *Preuzimanje dioničkih društava u Europskoj uniji i usporednom pravu*, Pravo i porezi, vol. 12, br. 6/2003., str. 23.

¹³¹ U Njemačkoj je val neprijateljskih preuzimanja pokrenut krajem 1999. godine kada je britanska grupacija za mobilnu telefoniju Vodafone Airtouch objavila ponudu za preuzimanje njemačke telekomunikacijske grupacije Mannesmann AG zamjenom dionica između dviju grupacija. Ovaj postupak neprijateljskog preuzimanja je potom potakao donošenje Zakona o stjecanju vrijednosnih papira i preuzimanju. Pri njegovom donošenju analizirala se učinkovitost usvajanja regulative o postupku preuzimanja i postojećih pravila o povezanim društvima u njemačkom pravu. S obzirom na strukturu dioničara u njemačkim dioničkim društvima, pravila o povezanim društvima su značajnija u njemačkoj pravnoj i poslovnoj praksi. Vidi u Baum, Harald, *Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, University of Tokyo Journal of Law and Politics, Vol. 3, Spring 2006., str. 60-72., kao i na web stranicama www.eurofound.europa.eu/eiro/1999/11/feature/de9911220f.htm, 22. rujna 2008., www.eurofound.europa.eu/eiro/2000/03/inbrief/de0003248n.htm, 1. listopada 2008.

¹³² Konkurentna je ponuda uređena § 22 WpÜG. Konkurentna ponuda je svaka ponuda koju je dala treća osoba tijekom roka za prihvatanje ponude za preuzimanje koju je objavio ponuditelj (§ 22 st. 1. WpÜG).

snost dao nadzorni odbor ciljnog društva.¹³³ Na taj način njemački zakonodavac prihvaća pravilo neutralnosti uprave i nadzornog odbora ciljnog društva nakon objave ponude za preuzimanje. U slučaju, ako je prije objave odluke o davanju ponude, glavna skupština ciljnog društva odobrila upravi poduzeti radnje, koje se inače nalaze u njezinoj nadležnosti, a njima se sprječava uspjeh ponude za preuzimanje, one se moraju točno odrediti u samoj odluci glavne skupštine (§ 33 st. 2. WpÜG). Takvo odobrenje može vrijediti najviše 18 mjeseci od dana donošenja odluke, a odluka se donosi većinom od tri četvrtine glasova zastupljenih na glavnoj skupštini.¹³⁴ Uprava ciljnog društva može poduzimati radnje na temelju delegacije ovlasti glavne skupštine samo uz prethodnu suglasnost nadzornog odbora ciljnog društva. Tako je omogućeno poduzimanje određenih mjera koje mogu utjecati na sudbinu ponude za preuzimanje, čime se odstupa od pravila neutralnosti.¹³⁵

Kada se radi o primjeni čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Trinaeste direktive, njemački zakonodavac opredijelio se za neprimjenu tih odredbi. S druge strane, sukladno čl. 12. st. 2. Trinaeste direktive, njemačka uvrštena dionička društva mogu odlučiti primijeniti spomenute odredbe. U tu svrhu ciljno društvo može izmijeniti svoj statut, donoseći odluku većinom od tri četvrtine glasova zastupljenih na glavnoj skupštini društva i primijeniti čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Trinaeste direktive (§ 33a st. 1. i § 33b st. 1. WpÜG). U slučaju odluke o primjeni odredbi Trinaeste direktive, uprava ciljnog društva ima obvezu bez odgode o tomu obavijestiti njemačku Saveznu agenciju za nadzor financijskih usluga (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), kao i nadležna nacionalna regulatorna tijela država članica Europskog gospodarskog prostora, na čijim je organiziranim tržištima ciljno društvo uvrstilo svoje dionice (§ 33a st. 3. i § 33b st. 3. WpÜG). I u jednom, i u drugom slučaju dopuštena je primjena načela reciprociteta, o čemu odlučuje glavna skupština ciljnog društva (§ 33c st. 1. i 2. WpÜG). Odluka glavne skupštine ciljnog društva o neprimjeni odredbi statuta o primjeni § 33a st. 2. i § 33b st. 2. WpÜG vrijedi najduže 18 mjeseci.¹³⁶

¹³³ Vagts, V., Detlev, Conard, F., Alfred, Codetermination, Stakeholder Rights, and Hostile Takeovers: A Reevaluation of The Evidence From Abroad, *Harvard International Law Journal*, vol. 38., 1997., str. 547-548.

¹³⁴ Statutom se može odrediti i veća većina i ispunjenje dodatnih pretpostavki.

¹³⁵ U praksi se pritom najčešće primjenjuju radnje koje bi poduzeo, i uredan, i savjestan član uprave nekog društva koje nije izloženo ponudi za preuzimanje te konkurentska ponuda, dok se poduzimanje radnji uz odobrenje nadzornog odbora ili na temelju delegacije ovlasti glavne skupštine ciljnog društva rijetko poduzimaju. Vidi u *The Takeover Directive: implementation in Germany*, Freshfields Bruckhaus Deringer, July 2006, str. 1-2., Wooldridge, Frank, *The New German Takeover Act*, *European Business Law Review*, 14(1), 2003., str. 79., Krause, N., op. cit., str. 359-360.

¹³⁶ Tako glavna skupština ciljnog društva može odlučiti da se neće primijeniti odredbe § 33a st. 2., odnosno da se neće primijeniti odredbe § 33b st. 2. WpÜG, u slučaju ako ponuditelj ili njegovo vladajuće društvo ne primjenjuje pravni režim predviđen čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Trinaeste direktive, bez obzira ima li ponuditelj ili vladajuće društvo sjedište na Europskom gospodarskom prostoru ili izvan njega. Odluka o neprimjeni § 33a st. 2. i § 33b st. 2. WpÜG može biti donijeta i u jedinstvenoj odluci. Uprava ciljnog društva ima obvezu da o takvoj odluci glavne skupštine bez odgode

Tako ciljno društvo svojim statutom može odstupiti od primjene odredbi § 33 WpÜG o poduzimanju protupreuzimateljskih mjera i primijeniti restriktivnije odredbe § 33a st. 2. WpÜG. Sukladno § 33a st. 2. WpÜG nakon objave odluke o davanju ponude za preuzimanje i sve do trenutka objave rezultata postupka preuzimanja, uprava i nadzorni odbor ciljnog društva ne smiju poduzimati radnje kojima bi osujetili uspjeh ponude za preuzimanje, s izuzetkom poduzimanja sljedećih radnji: a) radnje koje je odobrila glavna skupština nakon objave odluke o davanju ponude za preuzimanje, b) radnje koje čine dio redovitih poslovnih radnji ciljnog društva, c) radnje koje ne predstavljaju redovite poslovne radnje, uz uvjet da se te radnje poduzimaju radi provedbe odluka koje su donijete prije objave odluke o davanju ponude za preuzimanje i koje su djelomično provedene te d) pri traženju konkurentske ponude. Pritom postoje primjedbe da odredbe čl. 9. Trinaeste direktive nisu u potpunosti implementirane u § 33a st. 2. WpÜG.¹³⁷ Nadalje, opći izuzetak za radnje koje čine dio redovitih poslovnih radnji ciljnog društva ide preko onoga što je dopušteno Direktivom.¹³⁸ Za očekivati je da njemačka uvrštena društva neće biti voljna prihvatiti restriktivnije odredbe § 33a, kako bi očuvale širi spektar protupreuzimateljskih mjera koji im daje § 33 WpÜG.

Kada se radi o primjeni pravila proboja, § 33b st. 2. WpÜG ostavlja mogućnost uvrštenom društvu primjenu sljedećeg: a) tijekom roka za prihvatanje ponude za preuzimanje, ograničenja prijenosa dionica predviđena statutom ciljnog društva, sporazumom ciljnog društva i njegovih dioničara te sporazumom između dioničara ciljnog društva neće se primijeniti na ponuditelja, ako su određena nakon 21. travnja 2004. godine, b) tijekom roka za prihvatanje ponude za preuzimanje, ograničenja prava glasa predviđena ugovornim sporazumima (*engl. contractual agreements*) sklopljenim nakon 21. travnja 2004. godine se ne primjenjuju, a dionice s višestrukim pravom glasa daju samo jedan glas svaka na glavnoj skupštini koja odlučuje o poduzimanju protupreuzimateljskih mjera te c) ako nakon okončanja postupka preuzimanja, ponuditelj drži udio od najmanje 75 % glasova u ciljnom društvu, ograničenja prava glasa sadržana u ugovorima¹³⁹ i izvanredna prava na imenovanje, odnosno opoziv članova poslovnih tijela društva neće se primijeniti, a dionice s višestrukim pravom glasa davat će samo

obavijesti Saveznu agenciju za nadzor financijskih usluga, kao i nadležna nacionalna regulatorna tijela država članica Europskog gospodarskog prostora, na čijim je organiziranim tržištima ciljno društvo uvrstilo svoje dionice, te takvu odluku bez odgode objavi na internet stranicama ciljnog društva (§ 33c st. 3. WpÜG). Na taj način, ciljno društvo može odstupiti od svojih statutarne odredbi o primjeni pravnog režima iz čl. 9. st. 2. i 3. i čl. 11. Trinaeste direktive, ako taj režim ne primjenjuje ponuditelj. Vidi u *The Takeover Directive: implementation in Germany*, str. 3.

¹³⁷ Smatra se da je sadržaj pojma redovitih poslovnih radnji (njem. *Geschäftsbetrieb*), koji koristi njemački zakonodavac, širi od sadržaja pojma redovitog tijeka poslovanja (njem. *Geschäftsverlauf*) kojeg koristi Trinaesta direktiva. Vidi u *The Takeover Directive: implementation in Germany*, str. 2., Baum, H., op. cit., str. 12-13.

¹³⁸ Stoga se to izuzeće ima tumačiti u skladu s Trinaestom direktivom te da se ono odnosi samo na radnje koje čine redovite poslovne radnje i koje služe provedbi odluka koje su donesene prije objave odluke o davanju ponude za preuzimanje. Loc. cit.

¹³⁹ To su ugovori o vezanju prava glasa (njem. *Stimmbindungsvertrag*).

jedan glas svaka na prvoj glavnoj skupštini koju sazove ponuditelj radi izmjene odredbi statuta ili imenovanja, odnosno opoziva članova poslovnih tijela ciljnog društva. Čak i u slučaju, ako njemačko društvo odluči primijeniti pravilo proboja, ono se neće primjenjivati na povlaštene dionice bez prava glasa, budući da je kod njih ograničenje prava glasa kompenzirano povlaštenim imovinskim pravima. Dionice s višestrukim pravom glasa i dionice s ograničenim ukupnim brojem glasova već su od ranije zabranjene u njemačkom pravu za uvrštena dionička društva. Na taj način se pravilo proboja ima primjenjivati samo na vinkulirane dionice na ime i na ugovore o ograničenju prava glasa (ugovori o vezanju prava glasa).¹⁴⁰ U slučaju uskrate navedenih prava dioničara ciljnog društva, a zbog primjene pravila proboja, ti dioničari imaju pravo na primjerenu novčanu naknadu, uz uvjet da su ta prava bila utvrđena prije objave ponude za preuzimanje i da su bila poznata ciljnom društvu (§ 33a st. 5. WpÜG).¹⁴¹

5.3. Hrvatska

Hrvatski Zakon o preuzimanju dioničkih društava iz 2007. godine,¹⁴² uređuje položaj uprave i nadzornog odbora ciljnog društva pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera u čl. 42.¹⁴³ Tako uprava i nadzorni odbor ciljnog društva, u razdoblju od zaprimanja obavijesti o nastanku obveze objave ponude za preuzimanje, odnosno njihove objave, ako uprava nije zaprimila te obavijesti, do objave izvješća o preuzimanju, ne smije bez odobrenja glavne skupštine ciljnog društva poduzimati sljedeće radnje: a) povećati temeljni kapital, b) sklapati poslove izvan redovitog poslovanja ciljnog društva, c) djelovati na način koji bi mogao ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva ili sklapati poslove koji bi mogli ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva, d) odlučiti o stjecanju i

¹⁴⁰ Nadalje, ne određuje se opseg pojma ograničenja prijenosa dionica, pa je nejasno ima li se pravilo proboja primijeniti i na situacije prijenosa dionica koje su uvjetovane ispunjenjem uvjeta prije objave ponude za preuzimanje. Vidi u *The Takeover Directive: implementation in Germany*, str. 2-3.

¹⁴¹ Novčanu naknadu plaća ponuditelj. Zahtjev za isplatom novčane naknade dioničar ciljnog društva može postaviti nadležnom sudu u roku od 2 mjeseca od uskrate njegovog prava, ako tu naknadu ne dade ponuditelj. Njemački zakonodavac ne određuje uvjete za određivanje novčane naknade ni načine njezine isplate. Vidi u *The Takeover Directive: implementation in Germany*, str. 3.

¹⁴² NN br. 109/07.

¹⁴³ Hrvatski Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje samo postupak preuzimanja dionica javnih dioničkih društava i dioničkih društava sa sjedištem u drugoj državi Europskoga gospodarskog prostora čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u državi Europskog gospodarskog prostora (čl. 2. t. 1. ZPDD). Na taj način su odredbe hrvatskog prava u pogledu postupka preuzimanja domaćih dioničkih društava uže negoli što je to slučaj u pravima drugih europskih država. Stoga bi valjalo izmijeniti odredbe ZPDD-a u pravcu propisivanja obveze davanja ponude za preuzimanje za sva uvrštena dionička društva, tim više što novi Zakon o tržištu kapitala (ZTK) više ne poznaje pojam javnog dioničkog društva, a koji je uveo Zakon o tržištu vrijednosnih papira (čl. 114. ZTVP). Konačno, čl. 592. st. 6. ZTK-a propisuje da se vrijednosni papiri uvršteni u kotaciju za javna dionička društva i kotaciju za zatvorene investicijske fondove na temelju ZTVP-a, od dana stupanja na snagu ZTK-a, smatraju uvrštenim na redovito tržište u skladu s odredbama ZTK. ZTK stupa na snagu od 1. siječnja 2009. godine.

otpuštanju vlastitih dionica ciljnog društva ili vrijednosnih papira koji daju pravo na te dionice te e) djelovati na način koji bi imao za cilj ometanje ili onemogućavanje ponude za preuzimanje (čl. 42. st. 1. ZPDD).¹⁴⁴ Na taj način se prihvaća načelo neutralnosti uprave i nadzornog odbora ciljnog društva za vrijeme trajanja postupka preuzimanja¹⁴⁵ te se određuju protupreuzimateljske mjere koje je moguće poduzeti samo uz odobrenje dioničara ciljnog društva, sukladno Trinaestoj direktivi. S druge strane, u njemačkom pravu je mogućnost poduzimanja protupreuzimateljskih mjera daleko šira nego u hrvatskom pravu.¹⁴⁶ Ukoliko se radi o odlukama uprave ili nadzornog odbora ciljnog društva o poduzimanju navedenih radnji, koje su donesene prije zaprimanja obavijesti ili objave obveze o davanju ponude za preuzimanje, a te odluke nisu u cijelosti provedene, mora se prije provedbe pribaviti dodatno odobrenje glavne skupštine, osim ako se radi o odlukama koje spadaju u redovito poslovanje ciljnog društva, a njihova provedba ne bi mogla ometati ili onemogućiti ponudu za preuzimanje (čl. 42. st. 2. ZPDD).¹⁴⁷ Zakon daje mogućnost sazivanja glavne skupštine ciljnog društva, radi donošenja odluke o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera u roku od 14 dana prije dana održavanja glavne skupštine, čime se skraćuju ti rokovi određeni ZTD-om (čl. 42. st. 3. ZPDD).¹⁴⁸ Glavna skupština donosi svoju odluku o davanju odobrenja za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke (čl. 42. st. 5. ZPDD). Odluke uprave i nadzornog odbora ciljnog društva o poduzimanju protupreuzimateljskih mjera, donijete u razdoblju od zaprimanja obavijesti o nastanku obveze objave ponude za preuzimanje, odnosno njihove objave, do objave izvješća o preuzimanju, ništave su, u slučaju ako nije pribavljena suglasnost glavne skupštine ciljnog društva (čl. 42. st. 6. ZPDD).¹⁴⁹ Uprava i nadzorni odbor ciljnog društva mogu tražiti konkurentsku ponudu bez posebnog odobrenja glavne skupštine (čl. 42. st. 7. ZPDD).¹⁵⁰

¹⁴⁴ S obzirom na mogućnost izbora monističkog ustroja dioničkog društva ove odredbe se imaju primijeniti i na upravni odbor ciljnog društva te bi shodno tomu trebalo dopuniti odredbe ZPDD.

¹⁴⁵ Parać, Z., Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, *Pravo u gospodarstvu*, br. 4/2003., str. 52., gdje ističe da sve do zaprimanja navedenih obavijesti uprava može slobodno poduzimati radnje u svrhu osujećivanja preuzimanja društva.

¹⁴⁶ Valja imati na umu da je njemački zakonodavac stavio rezerve na primjenu odredbi čl. 9. st. 2. i 3. Trinaeste direktive. Hrvatska dionička društva tako su ranjivija za preuzimanje od strane inozemnih ponuditelja.

¹⁴⁷ Na taj način je u hrvatski ZPDD implementirana odredba čl. 9. st. 3. Trinaeste direktive.

¹⁴⁸ ZPDD pojednostavljuje i ubrzava postupak pripreme i održavanja glavne skupštine ciljnog društva u tom slučaju u odnosu na odredbe ZTD-a.

¹⁴⁹ To vrijedi i za odluke uprave ili nadzornog odbora ciljnog društva o poduzimanju protupreuzimateljskih mjera, koje su donesene prije zaprimanja obavijesti ili objave obveze o davanju ponude za preuzimanje, ako te odluke nisu u cijelosti provedene.

¹⁵⁰ Konkurentska ponuda je ponuda za preuzimanje koju, sukladno odredbama ZPDD-a, treća osoba može objaviti samo za vrijeme trajanja ponude za preuzimanje i koja se odnosi na iste dionice ciljnog društva kao i ponuda za preuzimanje (čl. 30. st. 1. ZPDD). U hrvatskoj je praksi konkurentska ponuda bila primijenjena u postupku preuzimanja Plive d.d. Zagreb od strane američkog društva Barr Pharmaceuticals Inc. krajem 2006. godine. U postupak preuzimanja bilo je uključeno i islandsko društvo Actavis. Primjenom konkurentске ponude cijena je dionice

Kada se radi o primjeni pravila proboja, hrvatski se zakonodavac opredijelio ne primijeniti to pravilo iz Trinaeste direktive, odnosno prepustiti samom ciljnom društvu odluku o primjeni.¹⁵¹ U tu svrhu glavna skupština ciljnog društva donosi odluku o primjeni pravila proboja iz čl. 44. ZPDD-a (čl. 43. st. 1. ZPDD). Glavna skupština tu odluku donosi većinom glasova koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri odlučivanju.¹⁵² U slučaju donošenja takve odluke, uprava ciljnog društva ima obvezu bez odgode obavijestiti HANFU i nadzorna tijela država članica u kojima je odobreno trgovanje dionicama ciljnog društva na uređenom tržištu o primjeni, odnosno neprimjeni pravila proboja (čl. 43. st. 2. ZPDD).

ZPDD određuje da se pravilo proboja primjenjuje nakon objave ponude za preuzimanje, ako je to pravilo proboja glavna skupština ciljnog društva unijela u statut društva (čl. 44. st. 1. ZPDD).¹⁵³ Pritom se razlikuju one odredbe o pravilu proboja koje se primjenjuju tijekom samog trajanja postupka preuzimanja i one odredbe koje se primjenjuju po okončanju postupka preuzimanja. Tako se u roku trajanja ponude za preuzimanje ne primjenjuju ograničenja prijenosa dionica ciljnog društva, koja su predviđena statutom ciljnog društva, sporazumom između ciljnog društva i dioničara ciljnog društva, kao i sporazumom između dioničara ciljnog društva, na prijenos dionica ciljnog društva ponuditelju (čl. 44. st. 2. ZPDD). Tako se omogućava realizacija ponude za preuzimanje i stjecanje kontrole nad ciljnim društvom od strane ponuditelja.¹⁵⁴ U čl. 44. st. 3. ZPDD

Plive na Zagrebačkoj burzi s iznosa od 90 USD povećana na 140 USD za dionicu. Time su se ostvarili interesi dioničara ciljnog društva, no ostaje pitanje kakvi će biti učinci ovog preuzimanja za buduće poslovanje Plive. Već ranije je Pliva prodala svoj istraživački centar, čime je ukazala na odustanak od razvojne strategije pronalaska novih lijekova i nastavak s proizvodnjom svojih postojećih lijekova. Vidi web stranicu <http://www.setimes.com/cocoon/setimes/xhtml/hr/features/setimes/features/2006/10/17/feature-03>, 7. listopada 2008. Slična pitanja se pojavljuju i u pogledu privatizacije INA d.d. i stjecanju većinskog udjela od strane mađarskog MOL Hungarian Oil and Gas PLC u recentnom postupku preuzimanja.

¹⁵¹ Tako predviđa i slovenski zakonodavac u čl. 48. Zakona o preuzimanjima (Zakon o prevzemih (ZPre-1), Uradni list RS, br. 79/06.).

¹⁵² Statutom se može odrediti i veća većina, odnosno ispunjenje dodatnih uvjeta. Na sazivanje i vođenje glavne skupštine na odgovarajući način se primjenjuju odredbe čl. 42. st. 3., 4. i 5. ZPDD-a, čime se pojednostavljuje i ubrzava taj postupak (čl. 43. st. 3. ZPDD).

¹⁵³ Odredbe o primjeni pravila proboja ne vrijede za ograničenja prijenosa dionica i ograničenja glasačkih prava koja su određena sporazumom između ciljnog društva i dioničara ciljnog društva te sporazumom između dioničara ciljnog društva, ako su ta ograničenja dogovorena, odnosno sporazumi sklopljeni prije donošenja ZPDD-a (čl. 44. st. 5. ZPDD). Time se primjena pravila proboja predviđa samo za buduće slučajeve, ako glavna skupština ciljnog društva donese odluku o primjeni pravila proboja, čime se sužava mogućnost primjene tog pravila.

¹⁵⁴ Takva ograničenja bi mogla biti sadržana u statutu u vidu obveze vinkulacije za prijenos dionica koje nisu izdane u nematerijaliziranom obliku (čl. 227. st. 2. ZTD). Kako pri izdavanju dionica, koje se izdaju ili nude javnom ponudom na području Republike Hrvatske, one moraju biti izdane, odnosno ponuđene kao nematerijalizirane dionice (čl. 490. st. 2. i 3. ZTK), praktični domašaj odredbi o vinkulaciji dionica je malen sa stajališta postupka preuzimanja. Drugi oblici ograničenja prijenosa dionica bili bi, primjerice ispunjenje nekih posebnih uvjeta, obveza prijenosa dionica na određene dioničare, pravo prvokupa, što može biti sadržano u ugovornim sporazumima između dioničara, odnosno između ciljnog društva i dioničara.

određuje se da na glavnoj skupštini ciljnog društva na kojoj se odlučuje o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera nema primjene ograničenja glasačkih prava koja su određena statutom društva, sporazumom između ciljnog društva i njegovih dioničara, odnosno sporazumom između dioničara ciljnog društva.¹⁵⁵ Time se omogućava sudjelovanje svih dioničara ciljnog društva u donošenju odluke o sudbini ponude za preuzimanje. Nakon što, po isteku ponude za preuzimanje, ponuditelj stekne 75 % dionica s pravom glasa ciljnog društva, na prvoj glavnoj skupštini, koja je sazvana na zahtjev ponuditelja radi izmjene statuta i/ili imenovanja, odnosno opoziva članova nadzornog odobra ne primjenjuju se: a) ograničenja prijenosa dionica i ograničenja glasačkih prava koja su određena statutom ciljnog društva, sporazumom između ciljnog društva i dioničara ciljnog društva te sporazumom između dioničara ciljnog društva, i b) posebna prava dioničara na imenovanje ili opoziv članova nadzornog odbora određena statutom ciljnog društva (čl. 44. st. 4. t. 1. i 2. ZPDD). Ponuditelj ima pravo, neovisno o rokovima za sazivanje glavne skupštine određenim Zakonom o trgovačkim društvima, tražiti da glavna skupština ciljnog društva bude sazvana najkasnije 14 dana prije održavanja glavne skupštine (čl. 44. st. 4. t. 3. ZPDD). Na ovaj način se ponuditelju nastoji omogućiti uspješna realizacija kontrole nad ciljnim društvom kada stekne kvalificirani udio u postupku preuzimanja i olakšava sazivanje glavne skupštine ciljnog društva. Ukoliko dolazi do oduzimanja određenih prava dioničarima ciljnog društva, na temelju primjene pravila proboja, ponuditelj ima obvezu isplatiti primjereno obeštećenje u novcu. Pravo na obeštećenje dioničar ciljnog društva može sudskim putem zatražiti samo u roku od 2 mjeseca od oduzimanja prava (čl. 44. st. 6. ZPDD). Hrvatski zakonodavac je propustio urediti primjenu načela uzajamnosti u slučaju ako se kao ponuditelj pojavljuje trgovačko društvo, koje ne primjenjuje načelo neutralnosti uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora i pravilo proboja. Stoga je potrebno da se hrvatski ZPDD izmijeni u tom pravcu.¹⁵⁶

6. Zaključak

Hrvatski je zakonodavac pri donošenju Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2007. godine samo djelomično prihvatio rješenja iz Trinaeste direktive. Time je izložio domaća dionička društva potencijalnim preuzimanjima od strane inozemnih trgovačkih društava i fizičkih osoba, koji se pojavljuju kao

¹⁵⁵ Ta se ograničenja ne primjenjuju pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera tijekom razdoblja od zaprimanja obavijesti o nastanku obveze objave ponude za preuzimanje, odnosno njihove objave, ako uprava nije zaprimila te obavijesti, do objave izvješća o preuzimanju, kao i pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera koje su usvojene prije ovog razdoblja, uz uvjet da nisu u cijelosti provedene.

¹⁵⁶ Time će se osigurati ravnopravan položaj hrvatskih uvrštenih društava s inozemnim trgovačkim društvima i na unutarnjem tržištu EU, ali i u razdoblju prije pristupanja RH u punopravno članstvo EU.

ponuditelji, bez mogućnosti poduzimanja odgovarajućih protupreuzimateljskih mjera. Kada se radi o primjeni načela neutralnosti uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora ciljnog društva prihvaćena je struktura odredbi Trinaeste direktive. Kada se radi o primjeni pravila proboja, tu se zakonodavac opredijelio za neprimjenu odredbi Trinaeste direktive, ostavljajući dioničarima ciljnog društva donošenje odluke o primjeni tog pravila. Ipak, pritom nije predviđena primjena načela uzajamnosti (reciprociteta) kojom se ciljnom društvu omogućuje odustajanje od primjene pravila proboja, ukoliko pod taj pravni režim ne potpada i ponuditelj. Konačno, Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje samo postupak preuzimanja dionica javnih dioničkih društava. Stoga bi valjalo izmijeniti odredbe ZPDD-a u pravcu propisivanja obveze davanja ponude za preuzimanje za sva uvrštena dionička društva, tim više što novi Zakon o tržištu kapitala više ne poznaje pojam javnog dioničkog društva, a koji je uveo Zakon o tržištu vrijednosnih papira. S druge strane, kada se radi o njemačkom pravu, tamošnji je zakonodavac domaćim uvrštenim društvima omogućio široku primjenu protupreuzimateljskih mjera tijekom trajanja postupka preuzimanja, uz mogućnost ciljnog društva da donese odluku o primjeni liberalnijeg režima iz Trinaeste direktive. Uzimajući u obzir financijsku krizu na globalnoj razini, javlja se potreba usklađivanja hrvatskog ZPDD-a sukladno navedenim primjedbama, ali i uz mogućnost primjene određenih zaštitnih mehanizama za domaća uvrštena društva.

Literatura

1. Bainbridge, Stephen M., Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections, UCLA, School of Law Research Paper No. 02-22, Stanford Law Review, Vol. 54, 2002.
2. Bainbridge, Stephen M., State Takeover And Tender Offer Regulations Post-Mite: The Maryland, Ohio And Pennsylvania Attempts, Dickinson Law Review, Summer 1986.
3. Barbić, Jakša, Parać, Zoran, Petrović, Siniša, Markovinović, Hrvoje, Novela Zakona o trgovačkim društvima iz 2007., Novi informator, Zagreb, 2008.
4. Barbić, Jakša, Pravo društava, Društva kapitala, knjiga druga, Informator, Zagreb, 2000.
5. Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga: Društva kapitala, 3. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, Organizator, 2005.
6. Bär-Bouyssière, Bertold, A lifeline for golden shares?, The Global Competition, 2002, http://www.coudert.com/publications/articles/020920_shares_gc.pdf
7. Baum, Harald, Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model, University of Tokyo Journal of Law and Politics, Vol. 3, Spring 2006.
8. Becht, Marco, Bolton, Patrick, Röell, Ailsa, Corporate Governance and Control, ECGI Working Paper Series in Finance, 2002.
9. Berglöf, Erik, Burkart, Mike C., European Takeover Regulation, <http://ssrn.com/abstract=405660>

10. Booth, Richard A., *Federalism And The Market For Corporate Control*, Washington University Law Quarterly, Vol. 69, Spring 1991.
11. Clausen, Nils Jul, Sørensen, Karsten Engsig, *Disclosure of Major Shareholdings: A comparative Analysis o Regulation in Europe*, International And Comparative Corporate Law Journal, Vol. 4, Issue 3, 2002.
12. Čulinović-Herc, Edita, Jurić, Dionis, *Disclosure of Beneficial Ownership in Listed Companies – the EU Transparency Directive and Croatian Securities Markets Act*, u knjizi *Economic Integration Prospects And Dilemmas*, Ekonomski fakultet Ljubljana, Ekonomski fakultet Rijeka, CEDIMES, Ljubljana, 2007.
13. Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy, *Capital Markets in the Age of the Euro–Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, The Hague/London/New York, 2002.
14. Gambarelli, Gianfranco, Pesce, Serena, *Takeover Prices and Portafolio Theory, Theory and Decision*, No. 56 (1-2), February, 2004.
15. Gilson, Ronald, *The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure*, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper No. 20/2004.
16. Gorenc, Vilim, Slakoper, Zvonimir, Filipović, Vladimir, Brkanić, Vlado, *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*, 3. izmijenjeno i dopunjeno izd., Zagreb, RRIF, 2004.
17. Hopt, Klaus J., *Common Principles of Corporate Governance in Europe? – Some Toughts on the Impact of the Securities Markets on Companies and Their Regulation*, Conference on Company Law and Capital Market, Siena, 2000.
18. Hopt, Klaus, *Corporate Governance in Germany*, u knjizi Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy (editors), *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2003.
19. Hopt, Klaus, *The duties of directors of the target company in hostile takeovers – German and European perspectives*, u knjizi Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy (urednici), *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross- Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, Den Haag, London, New York, 2002.
20. Jurić, Dionis, *Oblici sudjelovanja države u obavljanju javnih službi, Pravo i porezi*, God. XVII., br. 1/2008.
21. Jurić, Dionis, *Pravo manjinskih dioničara na podnošenje tužbe u ime dioničkog društva protiv članova uprave i nadzornog odbora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 28, (br. 1/2007.)
22. Jurić, Dionis, *Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 27, (br. 2/2006.)
23. Kenyon-Slade, Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice*, Oxford University Press, Oxford, New York, 2004.
24. Kirchner, Christian, Painter, Richard W., *Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, Illinois Law and Economics Working Papers Series, Working Paper No. LE02-006, March 2002, http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract_id=311740,
25. Kocbek, Marijan, *Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe*, Pravnik, let. 54 (1999), 6-8.

26. Krause, Nils, The New German Takeover Law: An Overview of the New Regime, *International and Comparative Corporate Law journal*, Vol. 4, Issue 4/2002.
27. Ledić, Dragutin, Zubović, Antonija, Preuzimanje dioničkih društava u Europskoj uniji i usporednom pravu, *Pravo i porezi*, vol. 12, br. 6/2003.
28. Ledić, Dragutin, Zubović, Antonija, Preuzimanje dioničkih društava u hrvatskom pravu, *Pravo i porezi*, vol. 12, br. 5/2003.
29. Maurović, Ljiljana, Mjere obrane od ponude za preuzimanje – rješenja u europskom pravu i pravu SAD-a, *Hrvatska pravna revija*, vol. 4, br. 4/2004.
30. Maurović, Ljiljana, Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava – razvoj regulative, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, vol. 54, br. 2 (2004.)
31. Maurović, Ljiljana, Položaj uprave ciljnog društva nakon objave ponude za preuzimanje, *Hrvatska pravna revija*, vol. 2, br. 11/2002.
32. Maurović, Ljiljana, Zaštita manjinskih dioničara u postupku preuzimanja dioničkih društava prema hrvatskom pravu i pravu EU, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, vol. 21, br. 2 (2000.)
33. McCahery, Joseph A., Renneboog, Luc, Ritter, Peer, Haller, Sascha, *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, CEPS Research Report, 2003.
34. Meulbroek, L. K., Hart, C., *The Effect of Illegal Insider Trading on Takeover Premia*, *European Finance Review*, No. 1(1), 1997.
35. Monks, Robert A.G., Minnow, Nell, *Corporate Governance*, 2nd ed., Blackwell Publishers, 2001.
36. Mülbart, Peter O., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, Law Working Paper No. 13/2003, August 2003, www.ecgi.org/wp
37. *New Takeover Directive – Third Time Lucky* dostupno na www.lkshields.ie/html-docs/publications/pub164.htm
38. Nilsen, André, *The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry*, www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/.
39. Parać, Zoran, Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 42, br. 4/2003.
40. Parać, Zoran, Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 38, br. 4/1999.
41. Pearce, John A. II, Robinson, Richard B., Jr., *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*, *Business Horizons*, Vol. 47, No. 5, September-October 2004.
42. Petrović, Siniša, Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva, *Hrvatska pravna revija*, vol. 2, br. 8/2002.
43. Petrović, Siniša, *Novo hrvatsko pravo tržišnog natjecanja*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 43, br. 4/2004.
44. Petrović, Siniša, *Preuzimanje dioničkih društava*, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 38, br. 2/1999.
45. Picot, Gerhard, *The Implementation of Mergers and Acquisitions under Business Law Aspects: The Formation of the Transaction Agreement*, u knjizi *Handbook of International Mergers and Acquisitions – Preparation, Implementation and Integration*, Palgrave Macmillan, 2002.

46. Porobija, Boris, Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava – Neke temeljne nedoumice, *Pravo u gospodarstvu*, vol. 37, 1998.
47. Public takeovers in Europe, Freshfields Bruckhaus Deringer, Summer 2004.
48. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 10 January 2002.
49. Schoenberg, Richard, Thornton, Daniel, The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions, *European Management Journal*, Vol. 24, No. 2-3, April-June 2006.
50. Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, June 1997.
51. Small, Marshall L., Corporate Control Transactions, Corporate Governance Institute, American Law Institute - American Bar Association Course of Study, December 2-3, 2004.
52. Soal, Jeff, The Legality of Golden Shares in the EU, Gibson, Dunn & Crutcher, www.gibsondunn.com/practices/publications/detail/id/766
53. Special rights of public authorities in privatised EU companies: the microeconomic impact, Report prepared for the European Commission, Oxera, November 2005.
54. Subramanian, Guhan, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, *Yale Law Journal*, Vol. 113, No. 3 (December) 2003.
55. Takeover Directive: Finally agreed dostupno na www.corporate.practicallaw.com/5-102-6520
56. The Takeover Directive, Freshfields Bruckhaus Deringer, January 2005.
57. The Takeover Directive: implementation in Germany, Freshfields Bruckhaus Deringer, July 2006.
58. Vagts, V., Detlev, Conard, F., Alfred, Codetermination, Stakeholder Rights, and Hostile Takeovers: A Reevaluation of The Evidence From Abroad, *Harvard International Law Journal*, Vol. 38, 1997.
59. Van Dijk, M., The Influence of Publication of Financial Statements, Risk of Takeover and Financial Position of the Auditee on Public Auditors' Unethical Behaviour, *Journal of Business Ethics*, No. 28(4), December, 2000.
60. Wooldridge, Frank, The New German Takeover Act, *European Business Law Review*, 14 (1), 2003.
61. Wooldridge, Frank, The Recent Directive on Takeover-Bids, *European Business Law Review*, No. 15(2), April, 2004.

Summary

ANTI-TAKEOVER MEASURES AND POSITION OF THE TARGET COMPANY BORD IN TAKEOVER PROCEDURES

A takeover procedure and obligation of person who acquires controlling stake in target company to make a mandatory bid represent a protective tool for minority shareholders in the target company. Management and supervisory board of the target company are obliged to protect interests of minority shareholders in case of a hostile takeover. Board neutrality rule is a consequence of management and supervisory board position described above during the takeover procedure. This rule means that the management and supervisory board have to obtain a prior authorization of target company shareholders before taking reactive anti-takeover measures. These measures can improve terms in the mandatory bid. On the other hand, application of the breakthrough rule guarantees to offeror acquisition and realization of control in the target company during and after termination of the takeover procedure. This rule eliminates preventive anti-takeover measures provided in the target company articles of associations and contractual agreements between the target company shareholders. Croatian legislator has partially accepted solutions of the Thirteen Directive on Takeover Bids, and therefore, the 2007 Takeover Act has to be further amended and supplemented.

Key words: *anti-takeover measures, board neutrality rule, breakthrough rule, comparative law.*

Riassunto

**LE MISURE DIFENSIVE E LA POSIZIONE DELLA SOCIETÀ
BERSAGLIO NELLA PROCEDURA DI ACQUISIZIONE
DELLA SOCIETÀ PER AZIONI**

Il procedimento di acquisizione della società bersaglio e l'obbligo dell'acquirente del pacchetto di controllo di dare un'offerta obbligatoria per l'acquisizione rappresentano uno strumento di tutela degli azionisti di minoranza nella società bersaglio. Gli organi di amministrazione e di controllo della società bersaglio nel caso di un'acquisizione sfavorevole hanno l'obbligo di proteggere gli interessi degli azionisti della società bersaglio. Per questa ragione s'è giunti allo sviluppo delle regole di neutralità degli organi di amministrazione e controllo delle società bersaglio durante la procedura di acquisizione con riguardo alla messa in atto di misure difensive, che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta. Ciò richiede il consenso degli azionisti della società bersaglio alla realizzazione di queste misure, le quali possono contribuire a migliorare le condizioni dell'offerta per l'acquisizione. D'altra parte, l'applicazione della regola di neutralizzazione assicura all'acquirente l'acquisizione e la realizzazione del controllo sulla società bersaglio nel corso ed al termine della procedura. Questa regola annulla l'efficacia delle misure difensive, previste nello statuto della società bersaglio, ovvero negli accordi degli azionisti della società bersaglio. Il legislatore croato ha recepito solo in parte le soluzioni della tredicesima direttiva, sicché si rende necessario modificare ed integrare la legge di acquisizione delle società per azioni del 2007.

Parole chiave: *misure difensive, regola della neutralità degli organi di amministrazione e controllo, regola di neutralizzazione, diritto comparato.*

