

# MODALITETI PRODAJE DIONICA IZ PORTFELJA REPUBLIKE HRVATSKE - AKTUALNOSTI U PRIMJENI

---

Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2015, 36, 71 - 108**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:118:932311>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-21**

**PRAVI**

Pravni fakultet Faculty of Law



Sveučilište u Rijeci  
University of Rijeka

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Law](#)  
[- Repository University of Rijeka, Faculty of Law](#)

**uniri** DIGITALNA  
KNJIŽNICA

  
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

## MODALITETI PRODAJE DIONICA IZ PORTFELJA REPUBLIKE HRVATSKE – AKTUALNOSTI U PRIMJENI<sup>1</sup>

Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, redovita profesorica

Dr. sc. Antonija Zubović, viša asistentica

Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 336.761

Ur.: 2 veljače 2015.

Pr.: 4. ožujka 2015.

Izvorni znanstveni rad

### **Sažetak**

*Suvremeni trendovi u državama članicama Europske unije i u Republici Hrvatskoj ukazuju na trend prodaje dionica iz državnog portfelja. U provedbi prodaje pojavljuju se različita pitanja: od odabira prikladnog modaliteta prodaje do postizanja najbolje prodajne cijene. Kako EU pod povećalom prati odabire li država modalitet prodaje u skladu s pravom o državnim potporama i slobodom kretanja kapitala, pred autorice se postavilo pitanje na koji način zaštititi nacionalne interese prilikom prodaje, pogotovo ako se radi o društvima od strateškog interesa za Republiku Hrvatsku. Autorice su ustanovile da je u hrvatskom pravu predviđeno sedam modaliteta prodaje, od kojih neki dozvoljavaju daljnje modeliranje uvjeta. Pri izboru pojedinog modaliteta, potrebno je voditi računa o Vodiču kojega je donijela Komisija, odnosno ponašati se u skladu s načelom Market Economy Vendor Principle. U protivnom se država izlaže opasnosti da navedena prodaja bude smatrana nedopuštenom državnom potporom te bi bio naređen njen povrat. U kontekstu potrebe zaštite nacionalnih interesa, autorice ukazuju na mogućnost da se o njima povede računa pozivom na izuzeća od slobode kretanja kapitala, kada se provode postupci privatizacije. U radu se daje prikaz recentne akvizicije Alstoma od strane General Electrica kojom prigodom je Republika Francuska, donošenjem posebnog propisa, uspjela zaštititi svoje nacionalne interese. Iako je usvojeno rješenje još uvijek „u sustavu praćenja Komisije“ postavlja se pitanje treba li i Republika Hrvatska ići tim putem.*

**Ključne riječi:** *privatizacija, društva u državnom „vlasništvu“, modaliteti prodaje dionica, privatizacija prodajom dionica na tržištu kapitala, zaštita državnih interesa, državna potpora, sloboda kretanja kapitala, Market Economy Vendor Principle, dekret Alstom*

<sup>1</sup> Ovaj rad je financiralo/sufinanciralo Sveučilište u Rijeci projektom broj 13.08.1.2.01 pod nazivom „Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga“.

## 1. UVOD

Država kao najveći institucionalni investitor itekako utječe na upravljanje dioničkim društvima. U današnje vrijeme država je u postupku dezinvestiranja, odnosno u provedbi postupaka prodaje dionica iz državnog portfelja. Trend povećanja postupaka privatizacije zamijećen je u svim državama članicama EU-a. Privatizacija se može provesti na različite načine.<sup>2</sup> Vezano uz modalitete privatizacije istraživanja pokazuju da se je najčešće koristila privatizacija prodajom dionica iz državnog portfelja<sup>3</sup> i to kroz modalitet prodaje na tržištu kapitala putem javne ponude (IPO).<sup>4</sup> Glavni razlog koji se ističe u prilog ovog oblika prodaje je njegova transparentnost.<sup>5</sup> Ujedno, podatci pokazuju da je najveći broj postupaka privatizacije bio u Francuskoj.<sup>6</sup>

Pitanja s kojima se susreću Vlade kod prodaje dionica iz svog portfelja su treba

- 2 U doktrini se ističu različiti načini privatizacije društava u državnom vlasništvu. Vuylsteke, Charles, *Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises*, Volume 1, Methods and Implementation, The World Bank, Washington D.C., 1995., str. 8., kao oblike privatizacije navode privatizaciju: javnom ponudom dionica, neposrednom prodajom dionica, prodajom imovine društva u državnom vlasništvu (SOE), restrukturiranjem kroz statusnu promjenu, otkupom dionica od strane uprave ili zaposlenika, sklapanjem, tzv. *leases and management contracts*. Dewenter, Kathryn, Malatesta, Paul, *Public Offerings of State-Owned And Privately-Owned Enterprises: An International Comparison*, The Journal of Finance, vol. LII, no. 4, 1997, str. 1661., ističu da se svi oblici privatizacije mogu obuhvatiti u tri skupine. Prva skupina obuhvaća transakcije prijenosa imovine društva, druga skupina odnosi se na promjenu pravnog režima, dok treća skupina obuhvaća ugovorne transakcije prijenosa usluga na privatne pružatelje.
- 3 Godine 2012. najviše postupaka privatizacije (79,3 %) ostvareno je upravo prodajom dionica. Megginson, William L., *Privatization Trends and Major Deals in 2012 and 1H2013*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2311798> (posjećeno 20.01.2015.).
- 4 D'Souza, Juliet, Nash, Robert C., Megginson, William L., *The Effects of Changes in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=904284>, str. 9. (posjećeno 15.01.2015.), Chiesa, Gabriella, Nicodano, Giovanna, *Privatization and Financial Market Development: Theoretical Issues*, FEEM Working Paper No. 1/2003, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=383460> (posjećeno 10.01.2015.), ističe da je jedan od razloga za prihvaćanje ovoga modela privatizacije povećanje prometa na tržištu kapitala čime se značajno pridonosi njegovom razvoju.
- 5 Zaremba, Adam, Żmudziński, Radosław, *IPO Underpricing Puzzle: The Election Gimmick Hypothesis*, *Copernican Journal of Finance & Accounting*, vol. 3., br. 2., 2014., str. 170.
- 6 Uspoređujući podatke o postupcima privatizacije u državama članicama Europske unije iz 2010. godine, uočava se da je najviše postupaka privatizacije bilo u Francuskoj, zatim u Poljskoj, Velikoj Britaniji, Njemačkoj i Italiji. Vidi više kod Megginson, William L., Bortolotti, Bernardo, *Privatization Trends and Major Deals in 2010 and 1H2011*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2136780>, str. 3. (posjećeno 15.1.2015.). Najveća transakcija prodaje dionica iz državnoga portfelja putem javne ponude (IPO), bila je ponuda 29,3 % dionica u talijanskom Enel Green Power SpA u studenom 2010. godine. Detaljnije o prodaji dionica u Enel Green Power SpA vidjeti kod Maloney, Liam, *Enel Green Power Flat in Debut*, *Wall Street Journal Europe*, 4.11.2010., Pfeifer, Sylvia, *Enel's IPO falls short of target*, *Financial Times*, 29.10.2010. Za razliku od 2010. godine, u 2012. godini najviše postupaka privatizacije bilo je u Portugalu, zatim slijede Italija, Velika Britanija, Poljska i Njemačka. Podatci su izneseni u Megginson, William L., *Privatization Trends and Major Deals in 2012 and 1H2013*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2311798>, str. 3. (posjećeno 20.01.2015.).

li prodati sve dionice ili samo dio dionica koje drži u portfelju, a što će onda utjecati na ostvarivanje kontrole nad društvom čije dionice prodaje,<sup>7</sup> zatim pitanje po kojoj cijeni prodati dionice kao i pitanje kome prodati dionice, odnosno može li odlukom o prodaji dionica utjecati na kupca tih dionica.<sup>8</sup> U velikom broju slučajeva država je dioničar u dioničkim društvima koja se bave djelatnostima koje su vitalne za nacionalni interes, pa u tim postupcima prodaje država se nalazi u procjepu između nastojanja da zadrži kontrolu, odnosno da je prepusti samo poznatom i sigurnom investitoru i potrebe da se otuđenje dionica izvrši na komercijalno najisplativiji način, koji možda neće biti sukladan „nacionalnim“ interesima. Pri donošenju odluke o izboru modaliteta prodaje potrebno je voditi računa i o troškovima postupka, dužini trajanja postupka, kao i mogućnosti postavljanja uvjeta za kupnju dionica, primjerice zadržavanje određenoga postotka zaposlenika, postizanje ili zadržavanje određenoga stupnja proizvodnje i dr.

U traženju najboljega ponuditelja suprotstavljaju se dvije teorije: teorija aukcije (*auction theory*) i teorija pregovaranja (*bargaining theory*). Istraživanja pokazuju da ako u postupku stjecanja dionica sudjeluju najmanje dva „ozbiljna“ potencijalna ponuditelja svakako treba odabrati aukciju na koji će se način postići veće koristi, nego da se pregovara sa samo jednim potencijalnim kupcem.<sup>9</sup>

Također u postupcima privatizacije treba voditi računa i o nužnosti postojanja ekonomskih i političkih preduvjeta za uspješno provođenje postupka privatizacije. Navode se četiri primarna ekonomska uvjeta koja moraju biti ispunjena. Prvi je uvjet „zdrav“ privatni sektor, drugi je uvjet postojanje učinkovite regulatorne strukture, kao treći uvjet se traži makroekonomska stabilnost, dok je četvrti uvjet nepostojanje korupcije.<sup>10</sup> Vezano za postojanje političkih preduvjeta naglašava se nužnost postojanja političke volje i mogućnost izvedivosti privatizacije.

Na brojna otvorena pitanja u postupcima privatizacije ukazuje i novopokrenuti postupak revizije Smjernica korporativnog upravljanja u javnom sektoru OECD-a, koje su donesene 2005. godine (*The OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2005*)<sup>11</sup> i koji je trenutno u tijeku.<sup>12</sup>

7 Petrović, Siniša, Širola, Nina, Država i trgovačko društvo, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, vol. 60., br. 3-4, 2010., str. 666., gdje ističu: „Ako država nije većinski dioničar, neće imati mogućnost samostalnog donošenja odluka na glavnoj skupštini te će njezin utjecaj i kontrola nad dioničkim društvom biti ograničeni.“

8 Megginson, William L., Privatization and Finance, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1544889>, str. 9. (posjećeno 19.01.2015.).

9 Schmidt, Klaus M., Schnitzer, Monika, Methods of Privatization: Auctions, Bargaining, and Give-Aways, CEPR Discussion Paper Series No. 1541, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=4790> (posjećeno 15.1.2015.).

10 Smith, Andrew D., Trebilcock, Michael J., State-Owned Enterprises in Less Developed Countries: Privatization and Alternative Reform Strategies, European Journal of Law and Economics, vol. 12, 2001., str. 233. Chang, Ha-Joon, State-owned Enterprise Reform, National Development Strategies, Policy Notes, dostupno na: [http://esa.un.org/techcoop/documents/PN\\_SOERreformNote.pdf](http://esa.un.org/techcoop/documents/PN_SOERreformNote.pdf), str. 21. (posjećeno 13.01.2015.).

11 The OECD Guidelines on Corporate Governance of State – Owned Enterprises, dostupno na: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/34803211.pdf> (posjećeno 05.01.2015.).

12 Postupak revizije koji je pokrenut 2014. godine nadzire OECD Corporate Governance Committee's Working Party on State Ownership and Privatisation Practices. O detaljnijem

## 2. REGULATORNI OKVIR – RH

Smjernice za upravljanje imovinom u vlasništvu RH određene su Strategijom upravljanja i raspolaganja imovinom u vlasništvu RH za razdoblje od 2013. do 2017. godine,<sup>13</sup> gdje se u uvodu izričito navodi da je cilj Strategije osigurati da imovina RH bude u službi gospodarskog rasta te zaštite nacionalnih interesa. Vezano uz položaj države kao člana dioničkog društva, Strategijom je propisana dužnost države doprinositi dugoročnom rastu i razvoju trgovačkih društava u kojima ima dionice. Strategijom su definirana i načela upravljanja državnom imovinom. Tako je izričito propisano da je država dužna pridržavati se načela javnosti,<sup>14</sup> načela predvidljivosti,<sup>15</sup> načela učinkovitosti<sup>16</sup> te načela odgovornosti.<sup>17</sup>

Sukladno Strategiji postojeći portfelj trgovačkih društava u kojima država ima udjele ili dionice, organiziran je u sljedeće grupe: a) trgovačka društva od strateškog i razvojnog značenja u kojima RH drži 50 % i više dionica, unutar kojih se razlikuju strateška trgovačka društva i pravne osobe koje prihode ostvaruju upotrebom javnih ovlasti te u kojima država sudjeluje u određivanju cijene proizvoda i usluga te trgovačka društva od razvojnog značenja u kojima RH ima većinski udio, b) trgovačka društva čije dionice kotiraju na uređenom tržištu kapitala, a u kojima RH drži manje od 50 % dionica te c) ostala trgovačka društva u kojima država ima manje od 20 % dionica. Vezano uz privatizaciju, valja istaknuti da se za trgovačka društva

---

hodogramu revizije Smjernica vidjeti više na: <http://www.oecd.org/corporate/ca/revisionoftheocdguidelinesoncorporategovernanceofstate-ownedenterprises.htm> (posjećeno 19.01.2015.).

- 13 Strategija upravljanja i raspolaganja imovinom u vlasništvu RH za razdoblje od 2013. do 2017. godine, Narodne novine, br. 76/13.
- 14 Načelo javnosti upravljanja imovinom RH osigurava se propisivanjem preglednih pravila i kriterija upravljanja imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske u propisima i drugim aktima koji se donose na temelju Zakona o upravljanju državnom imovinom, te njihovom javnom objavom u Planu upravljanja državnom imovinom, javnom objavom najvažnijih odluka o upravljanju imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske i javnosti dostupnom Središnjem registru imovine u vlasništvu Republike Hrvatske. Vidi i čl. 6. Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.
- 15 Upravljanje imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske mora biti predvidljivo za korisnike nekretnina i drugih stvarnih prava, za uprave, dioničare i članove trgovačkih društava (u kojim a država ima dionice i poslovne udjele). Predvidljivost upravljanja imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske ostvaruje se načelno jednakim postupanjem u istim ili sličnim slučajevima. Vidi i čl. 7. Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.
- 16 Imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske upravlja se učinkovito radi ostvarivanja gospodarskih, infrastrukturnih i drugih ciljeva. Temeljni je cilj učinkovito upravljati svim oblicima imovine u vlasništvu Republike Hrvatske prema načelu “dobroga gospodara”, doprinositi fiskalnoj konsolidaciji i dugoročnoj stabilnosti javnih financija i kvalitetnog pružanja javnih usluga. Pri tome se moraju ostvarivati načela mjerljivosti rezultata. Vidi i čl. 8. Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.
- 17 Načelo odgovornosti osigurava se propisivanjem ovlasti i dužnosti pojedinih nositelja funkcija upravljanja imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske, nadzorom nad upravljanjem imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske, izvještavanjem o postignutim ciljevima i učincima upravljanja imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske i poduzimanjem mjera protiv onih koji ne postupaju sukladno propisima. Vidi i čl. 9. Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.

od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima većinski udio, Strategijom predviđa restrukturiranje, privatizacija ili prodaja te izlazak na tržište kapitala. Za trgovačka društva od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima vlasništvo manje od 50 % i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu kapitala, Strategijom je predviđena moguća i daljnja prodaja, ali i eventualno kupnja od trećih. U pogledu društava u kojima RH ima više od 10 % dionica, a dionice kotiraju na burzi i društvo posluje s dobiti, predviđeno je uvrštenje u skupinu društava od razvojnog značenja u kojima RH ima većinski udio. Za dionice ostalih trgovačkih društava predviđena je prodaja, darovanje ili uvrštenje u fond rizičnoga kapitala u roku od dvije godine. Iznimku predstavljaju strateška trgovačka društva i pravne osobe koje prihode ostvaruju upotrebom javnih ovlasti te u kojima država sudjeluje u određivanju cijene proizvoda i usluga, za koje privatizacija nije predviđena, osim ako bi to bilo propisano posebnim zakonom.

Strategija se poziva na smjernice korporativnog upravljanja u javnom sektoru OECD-a (*The OECD Guidelines on Corporate Governance of State – Owned Enterprises, 2005*) koje govore o postupanju prema načelu dobrog gospodarstva.

Za razliku od Strategije kojom se određuju srednjoročni ciljevi i smjernice upravljanja i raspolaganja državnom imovinom, Planom upravljanja imovinom u vlasništvu RH određuju se kratkoročni ciljevi i smjernice upravljanja državnom imovinom.<sup>18</sup> Planom upravljanja imovinom u vlasništvu RH za 2015. godinu<sup>19</sup> predviđen je daljnji nastavak privatizacije trgovačkih društava, osim dijela trgovačkih društava koja su od strateškog značenja, čime se planiraju dovršiti nedovršeni procesi privatizacije.

Upravljanje i raspolaganje dionicama koji čine državnu imovinu uređeno je Zakonom o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH.<sup>20</sup> Temeljem odredbe čl. 44. Zakona, Vlada RH je donijela Uredbu o načinu prodaje dionica i poslovnih udjela<sup>21</sup> kojom se približe uređuje način prodaje dionica i poslovnih udjela, način određivanja početne cijene dionica i poslovnih udjela pri prodaji te postupak prodaje i uvjeti odabira ponuda u postupcima prodaje dionica i poslovnih udjela trgovačkih društava u vlasništvu RH i dionica i poslovnih udjela trgovačkih društava čiji su imatelj pravne osobe kojima je osnivač RH.

### **3. MODALITETI PRODAJE DIONICA IZ PORTFELJA RH**

Sukladno odredbi čl. 40. Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH te odredbi čl. 2. Uredbe, prodaju dionica iz portfelja RH može se provesti na sedam načina: javnom ponudom, javnim nadmetanjem, javnim prikupljanjem ponuda, ponudom dionica na uređenom tržištu kapitala, prihvatom ponude u postupku

18 Plan upravljanja na prijedlog DUUDI-ja donosi Vlada RH za razdoblje od godine dana.

19 Plan upravljanja imovinom u vlasništvu RH za 2015. godinu objavljen je u Narodnim novinama, br. 142/14 od 2. prosinca 2014. godine.

20 Zakon o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH, Narodne novine, br. 94/13.

21 Uredba o načinu prodaje dionica i poslovnih udjela, Narodne novine, br. 129/13, 66/14. Izmjene i dopune Uredbe o načinu prodaje dionica i poslovnih udjela stupile su na snagu 31. svibnja 2014. godine.

preuzimanja dioničkih društava, istiskivanjem manjinskih dioničara te neposrednom prodajom.<sup>22</sup> Prodaju je ujedno izričito dopušteno provesti i kombinacijom više navedenih načina prodaje (čl. 40. st. 17. Zakona i čl. 2. st. 2. Uredbe).

Bez obzira na odabrani modalitet prodaje dionica, prije samoga raspolaganja dionicama, CERP je dužan izvršiti procjenu vrijednosti trgovačkog društva. On to iznimno neće morati učiniti ako se dionicama trgovačkog društva trgovalo na uređenom tržištu u posljednjih 12 mjeseci koji prethode donošenju odluke o prodaji (čl. 4. st. 3. Uredbe). Međutim, već daljnja odredba određuje da CERP može koristiti navedenu iznimku samo ako volumen trgovanja na uređenom tržištu u navedenom periodu iznosi minimalno 5 % ukupno izdanih dionica trgovačkog društva. U tom slučaju početna cijena dionica je prosječna cijena ponderirana volumenom trgovanja, ostvarena na uređenom tržištu u zadnjih šest mjeseci koji prethode donošenju odluke o prodaji, s iznimkom određivanja cijene kod prodaje dionica na uređenom tržištu kapitala kada se ona određuje prema posebnim odredbama.

Kada CERP nije u mogućnosti procijeniti vrijednost trgovačkog društva, primjerice zbog nedostatka relevantne dokumentacije, početna cijena za prodaju dionica bit će jednaka nominalnoj vrijednosti dionica (čl. 6. st. 3. Uredbe).

### **3.1. Prodaja dionica iz portfelja RH javnom ponudom**

Javna ponuda dionica provodi se kao javni poziv na kupnju upućen neodređenom ili određenom krugu osoba, prema unaprijed objavljenim uvjetima u skladu s odredbama ZTK-a, a koje se odnose na ponudu vrijednosnih papira javnosti (čl. 40. st. 2. Zakona i čl. 8. Uredbe).

ZTK u čl. 343. st. 1. t. 5. definira javnu ponudu kao svaku obavijest koja je dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim vrijednosnim papirima na način da se ulagatelj može odlučiti na kupnju odnosno upis tih vrijednosnih papira.

Sukladno odredbi čl. 9. Uredbe, a koja je u skladu s odredbom čl. 348. ZTK, CERP je dužan za provedbu javne ponude angažirati ovlaštenu osobu koja mora imati ovlaštenje HANFE za obavljanje investicijskih usluga provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu ili bez obveze otkupa. Međutim, temeljem

22 U stranoj doktrini se ističu tri oblika prodaje dionica iz državnog portfelja: prodaja dionica javnom ponudom (*fixed-price share sales*), prodaja dionica javnim prikupljanjem ponuda (*tender*) te prodaja dionica odabranom društvu ili povezanim društvima (*private placement*). Dewenter, Kathryn, Malatesta, Paul, op. cit., str. 1661., Smith, D., Andrew, Trebilcock, Michael J., op. cit., str. 237., kao oblike prodaje dionica iz državnog portfelja navode: javnu ponudu (*public offering*), management buy-out (*MBO*), prodaja određenom kupcu (*private placement*) i djelomičnu privatizaciju (*partial privatization*). Parker, David, Saal, David S., International Handbook on Privatization, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 33.-34., razlikuje privatizaciju prodajom dionica (*share issue privatization – SIP*) i tzv. *voucher privatizacije* koju vezuje za bivše komunističke zemlje. Takvu podjelu prave i Megginson, William L., Privatization and Finance, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1544889>, str. 7. (posjećeno 19.01.2015.), Girmens, Guillaume, Privatization, International Asset Trade and Financial Markets, FEEM Working Paper No. 114/2002, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=363901> (posjećeno 18.01.2015.).

izričite odredbe Uredbe, CERP može u izboru ovlaštene osobe za provođenje javne ponude dati prednost ovlaštenoj osobi koja je radila procjenu vrijednosti odnosno analizu financijskog, pravnog i organizacijskog položaja društva, pod uvjetom da udovoljava uvjetima za obavljanje investicijskih usluga provedbe ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata (čl. 9. st. 2. Uredbe).

Kao posebno pitanje na koje se valja osvrnuti u postupku izbora modaliteta prodaje dionica je pitanje ponudbene cijene dionica. Sukladno čl. 10. Uredbe, Plan provedbe javne ponude mora sadržavati, između ostaloga, i podatak o ponudbenoj cijeni dionica bilo u vidu cjenovnog raspona ili jedinstvene cijene. CERP temeljem Plana provedbe javne ponude donosi odluku o javnoj ponudi u kojoj će biti određeni parametri javne ponude uključujući i ponudbenu cijenu dionica.<sup>23</sup>

ZTK izričito obvezuje ponuditelja na objavu prospekta kao uvjet dopuštenosti javne ponude (čl. 349. ZTK-a), a koji se može objaviti tek po odobrenju HANFE.<sup>24</sup> Uloga prospekta sastoji se u tome da temeljem cjelovite i točne informacije potencijalni ulagatelj može objektivno procijeniti izgled i rizike ulaganja te na temelju toga donijeti odluku o ulaganju svoga kapitala u dioničko društvo.<sup>25</sup> Obveza izrade prospekta društva čije se dionice prodaju javnom ponudom nametnuta je ovlaštenoj osobi koju je izabrao CERP, a koja je osim prospekta dužna izraditi i Plan provedbe javne ponude na temelju kojega CERP donosi odluku o javnoj ponudi kojom će biti određeni svi parametri javne ponude.<sup>26</sup> Zahtjev za odobrenje prospekta može podnijeti izdavatelj, odnosno ponuditelj (čl. 369. ZTK-a). HANFA je dužna u roku od deset radnih dana od zaprimanja urednog zahtjeva donijeti odluku i o odluci izvijestiti podnositelja zahtjeva.<sup>27</sup> Prospekt je valjan dvanaest mjeseci od dana njegova odobrenja, pod uvjetom da je dopunjen novim informacijama o izdavatelju i vrijednosnim papirima koji će biti ponuđeni javnosti. Prospekt se mora objaviti najkasnije do početka ponude na način određen čl. 374. ZTK-a.<sup>28</sup> Valja istaknuti da izdavatelj ili osoba odgovorna

23 Znanstvena istraživanja pokazuju da je ponudbena cijena dionica, u pravilu, niža kada se javnom ponudom prodaju dionice iz državnog portfelja. Dewenter, Kathryn, Malatesta, Paul, op. cit., str. 1659.-1660., Megginson, William L., Netter, Jeffrey M., From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization, *Journal of Economic Literature*, vol. 39., br. 2., 2001., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=262311>, str. 37.-38. (posjećeno 15.01.2015.), gdje iznose podatak da je ta cijena niža čak za do 30%. Zaremba, Adam, Žmudziński, Radosław, op. cit., str. 170.

24 Iznimke od obveze objavljivanja prospekta propisane su u čl. 351. ZTK-a.

25 U europskom pravu prospekt je uređen Direktivom Europskog parlamenta i Vijeća 2003/71/EC izmijenjena Direktivom 2008/11/EC, Direktivom 2010/73/EU i Direktivom 2010/78/EU, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345, 31.12.2003., p. 64-89., amended by Directive 2008/11/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008, OJ L 76, 19.3.2008., Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, OJ L 327, 11.12.2010., Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, OJ L 331, 15.12.2010.

26 Sadržaj prospekta propisan je čl. 355. ZTK-a, dok je sadržaj Plana provedbe javne ponude propisan čl. 10. Uredbe.

27 Ako HANFA ne donese odluku u propisanom roku smatrat će se da prospekt nije odobren.

28 Čl. 374. ZTK-a propisuje da se prospekt objavljuje na jedan od sljedećih načina: 1. objavom



za izradu prospekta koja objavljuje prospekt mora prospekt objaviti i u elektroničkom obliku.<sup>29</sup> Ujedno, svaki oglas u vezi s javnom ponudom mora sadržavati naznaku da je prospekt objavljen ili da će biti objavljen te naznaku mjesta i načina na koji ulagatelji mogu pribaviti prospekt (čl. 378. st. 2. ZTK-a).<sup>30</sup>

Zasebno pitanje koje se pojavljuje je nastanak novih činjenica nakon odobrenja prospekta. Riječ je o činjenicama koje mogu utjecati na procjenu vrijednosnih papira i donošenje odluke o njihovoj kupnji. Ovo pitanje uređeno je čl. 16. Direktive o prospektu<sup>31</sup> koji je prenesen u hrvatsko zakonodavstvo odredbom čl. 379. ZTK-a.<sup>32</sup>

Kod prodaje dionica iz portfelja RH javnom ponudom posebno se valja osvrnuti na pitanje odgovornosti iz prospekta. Čl. 359. ZTK-a izričito nabraja osobe koje su

- 
- u jednim ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežitom području Republike Hrvatske, 2. objavom u jednim ili više dnevnih novina koje se prodaju na cijelom ili pretežitom području druge države članice u kojoj će vrijednosni papiri biti ponudeni javnosti ili u kojoj će biti podnesen zahtjev za uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište te države članice, 3. u tiskanom obliku, besplatno stavljen javnosti na raspolaganje u službenim prostorijama u kojima posluje uređeno tržište na koje će vrijednosni papiri biti uvršteni ili u službenim prostorijama u sjedištu izdavatelja i svim poslovnica financijskih posrednika koji obavljaju poslove u svezi provedbe upisa, odnosno prodaje vrijednosnih papira, uključujući i platne agente, 4. u elektroničkom obliku na internetskim stranicama izdavatelja ili na internetskim stranicama financijskih posrednika, ako su uključeni u postupak ponude vrijednosnih papira javnosti, 5. u elektroničkom obliku na internetskim stranicama uređenog tržišta na koje se traži uvrštenje, 6. u elektroničkom obliku na internetskim stranicama HANFE, ako HANFA pruža ovakvu uslugu.
- 29 Sukladno odredbi čl. 377. ZTK-a kad je prospekt objavljen u elektroničkom obliku izdavatelj odnosno ponuditelj obvezni su na zahtjev ulagatelja besplatno dostaviti tiskani prospekt ulagatelju. Kad je prospekt objavljen u elektroničkom obliku, a prodaja vrijednosnih papira javnosti odvija se putem financijskog posrednika, pored tih osoba i financijski posrednik obavezan je na zahtjev ulagatelja besplatno dostaviti tiskani prospekt ulagatelju. Ove su odredbe u skladu s čl. 14. st. 7. Direktive 2003/71/EC. O e-prospektu i njegovim prednostima vidi više kod Maurović, Ljiljana, E-prospekt – pravo vrijednosnih papira Europske unije i Zakon o tržištu vrijednosnih papira Republike Hrvatske, Hrvatska pravna revija, br. 2, 2003., str. 49.-56.
- 30 U europskom pravu donesena je 29.4.2009. godine Uredba Komisije (EZ-a) broj 809/2004 kojom se uređuje pitanje minimuma informacija u prospektu, formatu prospekta, objavi prospekta kao i oglasa u svezi s prospektom. Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, OJ L 149, 30.04.2004., p. 1-187.
- 31 Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345, 31.12.2003., p. 64-89., amended by Directive 2008/11/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008, OJ L 76, 19.3.2008., Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, OJ L 327, 11.12.2010., Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, OJ L 331, 15.12.2010.
- 32 O značenju nastanka novih činjenica koje mogu utjecati na procjenu vrijednosnih papira vidjeti više kod Čulinović Herc, Edita, Zubović, Antonija, Prospekt i odgovornost iz prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u hrvatskom i usporednom pravu, Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse, br. 7, 2009., str. 170.-171., gdje se posebno osvrću na predmet Dionik AE koji je rješavan pred Europskim sudom.

odgovorne za točnost i potpunost informacija u prospektu. To su izdavatelj i njegovi članovi uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora. Kako se pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u pravilu pojavljuju i druge osobe osim izdavatelja, zakonodavac propisuje i njihovu odgovornost. To su osobe koje javnu ponudu plasiraju u javnosti, dakle ponuditelj ili podnositelj zahtjeva za uvrštenje. Zatim kao odgovorna osoba pojavljuje se jamac u svezi s izdavanjem, kad je to primjenjivo. Ujedno, odgovarat će i osobe koje preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija u prospektu ili dijelovima prospekta. To mogu biti stručnjaci raznih profila, primjerice revizori, odvjetnici i sl.<sup>33</sup> Dakle, kod korištenja ovog modaliteta prodaje dionica iz portfelja RH za potpunost i točnost informacija sadržanih u prospektu odgovarat će i ovlaštena osoba koju je izabrao CERP, a koja je izradila prospekt.

Po završetku provedbe javne ponude ovlaštena osoba je dužna u roku od 30 dana od završetka, izraditi izvještaj o provedenoj javnoj ponudi koji će sadržavati opis provedenog postupka, troškovnik, analizu potražnje dionica i alokaciju dionica.

Ukoliko javna ponuda ne bi uspjela, donosi se odluka o novoj javnoj ponudi odnosno promjeni načina raspolaganja.

### **3.2. Prodaja dionica iz portfelja RH javnim nadmetanjem**

Vezano uz prodaju dionica javnim nadmetanjem valja istaknuti da u Zakonu i Uredbi izričito stoji da se kroz ovaj modalitet prodaje prodaju dionice trgovačkih društava koje u temeljnom kapitalu društva predstavljaju udio manji od 50 % i kojima se nije trgovalo na uređenom tržištu kapitala u posljednja 24 mjeseca prije donošenja odluke o prodaji (čl. 40. st. 3. Zakona i čl. 14. Uredbe). Međutim, ako bi država držala dionice trgovačkih društava koje u temeljnom kapitalu predstavljaju udio iznad 50 % i takve bi se dionice mogle prodavati javnim nadmetanjem ako ta društva imaju temeljni kapital manji od 750.000,00 kn i pod uvjetom da se dionicama društva nije trgovalo na uređenom tržištu kapitala u posljednja 24 mjeseca prije donošenja odluke o prodaji.

Javno nadmetanje organizira i provodi CERP, koji je ovlašten radi određivanja početne cijene za prodaju dionica angažirati ovlaštenu osobu.<sup>34</sup>

Prodaja dionica iz portfelja RH javnim nadmetanjem provodi se u dva kruga, gdje se u prvom krugu utvrđuje interes za kupnju dionica,<sup>35</sup> dok se u drugom krugu pozivaju na kupnju i nadmetanje samo osobe koje su CERP-u u prvom krugu iskazale interes za kupnju dionica i dostavile pismo namjere za kupnju (čl. 16. st. 2. i 3.

33 Za pregled uređenja odgovornosti iz prospekta u usporednom pravi vidjeti više kod Čulinović Herc, Edita, Zubović, Antonija, op. cit., str. 174.-176.

34 Ako se ukaže potreba za time CERP je ovlašten angažirati i pravnog savjetnika i revizorsko društvo.

35 Prvi krug javnog nadmetanja započinje objavom javnog poziva za iskazivanje interesa za kupnju dionica čiji je minimalni sadržaj propisan Uredbom.

Uredbe).<sup>36 37</sup>

Nadležnost za donošenje odluke o početnoj cijeni, uvjetima i načinu organizacije postupka javnog nadmetanja<sup>38</sup> ovisi o nominalnoj vrijednosti dionica. Ako je nominalna vrijednost dionica do jedan milijun kuna odluku je nadležan donijeti ravnatelj CERP-a. Međutim, ako je nominalna vrijednost dionica veća od jedan milijun kuna odluku donosi upravno vijeće CERP-a, na prijedlog ravnatelja CERP-a. Ako se prodaju dionice društva od posebnog interesa za RH odluku donosi Vlada RH na prijedlog DUUDI-ja (čl. 7. Uredbe). U potonjem slučaju nije relevantna nominalna vrijednost dionica kao kriterij za utvrđivanje nadležnosti za donošenje navedene odluke.

Uredba izričito propisuje da se ugovor o prodaji i prijenosu dionica sklapa s najboljim ponuditeljem, a to je onaj ponuditelj koji u nadmetanju prihvati najvišu isključnu cijenu. Najbolji je ponuditelj dužan sklopiti ugovor o prodaji i prijenosu dionica u roku od osam dana od dana održavanja javnog nadmetanja. Ako bi najbolji ponuditelj odustao od sklapanja ugovora ili ako ne bi platio ugovorenu kupovnu cijenu u roku, najboljim ponuditeljem smatrat će se ponuditelj koji je prihvatio sljedeću najvišu isključnu cijenu. Ako bi i on odustao od sklapanja ugovora ili ne bi platio ugovorenu kupovnu cijenu u roku, organizirat će se novo javno nadmetanje.

Ako nije iskazan interes za dionice ponuđene na javnom nadmetanju, Uredba predviđa mogućnost organiziranja novog javnog nadmetanja po diskontiranoj cijeni ili donošenje odluka o promjeni načina raspolaganja (čl. 29. Uredbe).

### **3.3. Prodaja dionica iz portfelja RH javnim prikupljanjem ponuda**

Prodaja dionica iz portfelja RH javnim prikupljanjem ponuda kao modalitet prodaje dopuštena je za dionice društva koje u temeljnom kapitalu društva predstavljaju udio veći od 50 % i za društva kod kojih je taj udio manji od 50 %. Međutim, u potonjem slučaju traži se da je riječ o društvu od posebnog i strateškog interesa za RH.<sup>39</sup>

36 Osobama koje namjeravaju sudjelovati u javnom nadmetanju propisana je obveza uplate jamčevine u iznosu od 10 % početne cijene koja mora biti evidentirana na računu CERP-a najkasnije 3 dana prije održavanja javnog nadmetanja. Ta će im se jamčevina vratiti, odnosno uračunati u kupovnu cijenu ukoliko se s njima sklopi ugovor o prijenosu i prodaji dionica.

37 Postupak javnog nadmetanja detaljnije je propisan Uputama za provedbu postupka javnog nadmetanja kao načina prodaje dionica i poslovnih udjela koje su donesene 17. veljače 2014. godine. Dostupno na: <http://server62.globaldizajn.hr/cerp.hr/UserDocsImages/Upute%20za%20provedbu%20postupka%20javnog%20nadmetanja%20kao%20na%C4%8Dina%20prodaje%20dionica%20i%20poslovnih%20udjela.pdf> (posjećeno 10.12.2014.). Javno nadmetanje provodi Povjerenstvo za provedbu javnog nadmetanja koje imenuje ravnatelj CERP-a. Članovi Povjerenstva su zaposlenici CERP-a.

38 Uredba u čl. 19. izričito propisuje sadržaj odluke o početnoj cijeni, uvjetima i načinu organizacije postupka javnog nadmetanja. Ujedno se izričito propisuje minimalni cjenovni korak nadmetanja.

39 Društva od strateškog i posebnog interesa za RH utvrđena su Odlukom Vlade o utvrđivanju popisa trgovačkih društava i drugih pravnih osoba od strateškog i posebnog interesa za Republiku Hrvatsku, Narodne novine, br. 120/13.

Kao i kod postupka prodaje javnim nadmetanjem, postupak javnog prikupljanja ponuda organizira i provodi CERP, koji je ovlašten radi određivanja početne cijene za prodaju dionica angažirati ovlaštenu osobu.<sup>40</sup>

Javno prikupljanje ponuda provodi se u dva kruga, na način da se u prvom krugu utvrđuje interes za kupnju dionica, dok se u drugom krugu pozivaju na kupnju samo one osobe koje su iskazale interes za kupnju dionica i dostavile pismo namjere za kupnju (čl. 32. Uredbe).

Postupak javnog prikupljanja ponuda započinje objavom poziva za iskazivanje interesa za kupnju dionica<sup>41</sup> nakon čega se utvrđuje lista svih pristiglih pisama namjere te se donosi odluka o početnoj cijeni i provedbi postupka javnog prikupljanja obvezujućih ponuda za potencijalne ponuditelje koji su dostavili pismo namjere za kupnju dionica.<sup>42</sup> Potencijalni investitori pozivaju se na dostavu obvezujuće ponude za kupnju dionica pisanim putem u roku od 15 dana od dana donošenja odluke o prodaji dionica društva javnim prikupljanjem ponuda.<sup>43</sup> Uredba sadrži odredbe o obvezi prilaganja ponudbenog jamstva koje može biti u vidu ponudbene bankarske garancije na iznos određen odlukom o početnoj cijeni ili uplate novčanog iznosa na račun CERP-a.<sup>44</sup>

40 Ako se ukaže potreba za time CERP je ovlašten angažirati i pravnog savjetnika i revizorsko društvo.

41 Uredbom je propisan sadržaj poziva za iskazivanje interesa. Poziv se objavljuje u najmanje jednom od visokotiražnih domaćih dnevnih listova, te na web stranici CERP-a.

42 Nadležnost za donošenje odluke o početnoj cijeni i provedbi postupka javnog prikupljanja obvezujućih ponuda donosi isto tijelo kao i kod prodaje dionica iz portfelja RH javnim nadmetanjem. Dakle, mjerodavan je kriterij nominalne vrijednosti dionica, odnosno radi li se o dionicama društva od posebnog interesa za RH (čl. 7. Uredbe). Temeljem odredbe čl. 35. Uredbe u odluci o početnoj cijeni i provedbi postupka javnog prikupljanja obvezujućih ponuda utvrđuje se: naziv i sjedište trgovačkog društva čije se dionice prodaju, količina i početna cijena dionica koje su predmet javnog prikupljanja ponuda te postotak udjela ponudnog paketa dionica u temeljnom kapitalu društva, obvezni uvjeti javnog prikupljanja ponuda, dodatni uvjeti javnog poziva za prikupljanje ponuda, odredba o obveznom otkupu ponudbene dokumentacije, rok za podnošenje ponuda za kupnju dionica, visina ponudbenog jamstva (bankarska garancija poznate domaće ili strane banke odnosno uplata jamčevine na račun CERP-a), odredba o pravu prodavatelja da ne mora prihvatiti niti jednu pristiglu ponudu za kupnju.

43 Uredbom je propisan sadržaj pisanog poziva za dostavu obvezujuće ponude. Pisani poziv za dostavu obvezujuće ponude sadrži: podatke iz odluke o početnoj cijeni, kratki opis društva s osnovnim podacima o društvu (*teaser*), cijenu, način i rok za otkup ponudbene dokumentacije, odredbu o obvezi potpisivanja Izjave o povjerljivosti podataka u slučaju otkupa ponudbene dokumentacije, način preuzimanja ponudbene dokumentacije, pravo ponuditelja izvršiti dubinsko snimanje društva čije se dionice prodaju (*due dilligence*) nakon otkupa ponudbene dokumentacije, popis dokumentacije koju ponuditelj mora priložiti svojoj ponudi, visinu i način uplate ponudbenog jamstva, odredbu da se danom predaje ponude smatra dan zaprimanja ponude u Centru, odredbu da se nepotpune ponude i ponude podnesene izvan roka neće razmatrati, odredbu da se nakon donošenja odluke o odabiru ponuditelja, svim ostalim ponuditeljima vraća ponudbeno jamstvo u roku od 15 dana od dana donošenja odluke o odabiru ponuditelja u postupku, odredbu o pravu prodavatelja da ne mora prihvatiti niti jednu pristiglu ponudu za kupnju.

44 Ponudbeno jamstvo utvrđuje se u visini od 2 % početne cijene dionica, ali ne manje od 500.000,00 kuna (čl. 37. st. 2. Uredbe).

Valja istaknuti da potencijalni investitori u postupku prodaje dionica javnim prikupljanjem ponuda imaju pravo izvršiti dubinsko snimanje društva čije se dionice prodaju (*due diligence*). Oni to mogu učiniti tek nakon otkupa ponudbene dokumentacije. Cijena, način i rok za otkup ponudbene dokumentacije određuju se u pisanom pozivu za dostavu obvezujuće ponude. Kako bi se sačuvala povjerljivost podataka o društvu čije se dionice prodaju u postupku javnog prikupljanja ponuda, ponuditelj je dužan potpisati Izjavu o povjerljivosti podataka.

Ugovor o prodaji i prijenosu dionica sklapa se s najboljim ponuditeljem, a kojim se prema izričitoj odredbi Uredbe smatra onaj ponuditelj koji je ponudio najvišu cijenu i ispunio ostale uvjete natječaja (čl. 39. st. 1. Uredbe). Ugovor se sklapa najkasnije u roku od 60 dana od dana donošenja odluke o odabiru najboljeg ponuditelja koji je onda dužan u roku od 30 dana od dana sklapanja ugovora platiti kupovnu cijenu jednokratno. Ako bi najbolji ponuditelj odustao od svoje ponude ili ako ne bi uplatio kupovnu cijenu u ugovorenom roku, naplatit će mu se ponudbeno jamstvo.

Ukoliko nije iskazan interes za kupnju dionica ponuđenih javnim pozivom, Uredba predviđa mogućnost raspisivanja novog javnog poziva ili donošenje odluka o promjeni načina raspolaganja (čl. 42. Uredbe).

### ***3.4. Prodaja dionica iz portfelja RH ponudom dionica na uređenom tržištu kapitala***

Prodaja dionica ponudom na uređenom tržištu kapitala može se koristiti kao modalitet prodaje i kada država drži manje, ali i više od 50 % udjela u temeljnom kapitalu dioničkog društva. Međutim, potrebno je razlikovati uvjete koji se primjenjuju kod prodaje dionica ponudom na uređenom tržištu kapitala kada država drži manje od 50 % dionica, od onih koji se primjenjuju kada država drži više od 50 % dionica društva. U prvom slučaju, dakle kada država drži dionice na koje otpada manje od 50 % udjela u temeljnom kapitalu za primjenu ovoga modaliteta propisan je samo jedan uvjet, a to je da se dionicama toga društva trgovalo na uređenom tržištu u posljednja 24 mjeseca prije donošenja odluke o prodaji. U drugom slučaju, dakle kada država drži više od 50 % udjela u temeljnom kapitalu društva, uvjeti su puno strože propisani. U tom slučaju, za korištenje ovoga modaliteta prodaje traži se da se dionicama toga društva trgovalo na uređenom tržištu kapitala posljednja tri mjeseca prije donošenja odluke o prodaji te da se tom prodajom udio RH u temeljnom kapitalu društva ne smanji ispod praga od 50 %, odnosno 75 %. Dakle, u ovom su slučaju propisana dva uvjeta. Prvi je uvjet vezan za trgovanje dionicama na uređenom tržištu kapitala, dok se drugim uvjetom zadire u postotak dionica koje RH može prodati korištenjem ovoga modaliteta prodaje.

Novelom Uredbe<sup>45</sup> koja je stupila na snagu 31. svibnja 2014. godine definirani su načini na koje CERP može prodavati dionice na uređenom tržištu. On to može učiniti na dva načina: putem trgovine unutar knjige ponuda, u modalitetu redovite trgovine i/ili u modalitetu dražbe te putem trgovine izvan knjige ponuda, kroz blok-

45 Uredba o izmjeni i dopuni Uredbe o načinu prodaje dionica i poslovnih udjela, Narodne novine, br. 66/14

transakcije ili putem javne dražbe. Ti oblici prodaje uređeni su Pravilima Zagrebačke burze (u daljnjem tekstu: Pravila ZSE),<sup>46</sup> s obzirom na to da je Zagrebačka burza dužna i ovlaštena urediti „vrste i načine trgovanja“ temeljem čl. 294. st. 3. t. 3. ZTK-a.<sup>47</sup>

Čl. 169. Pravila ZSE razlikuje dvije osnovne vrste trgovina, onu unutar knjige ponuda i onu izvan knjige ponuda.

Prema čl. 170. Pravila ZSE, trgovina unutar knjige ponuda može biti u modalitetu redovite trgovine i u modalitetu dražbe, dok prema čl. 171. Pravila ZSE trgovina izvan knjige ponuda može biti blok-transakcija ili javna dražba.

Prodaja dionica u modalitetu redovite trgovine provodi se u dvije etape, čija trajanja određuje Burza. Prva je etapa predotvaranje, dok je druga etapa kontinuirana trgovina (s dražbama uravnoteženja). Svrha je etape predotvaranja, utvrđivanje što realnije i reprezentativnije cijene određenoga financijskog instrumenta u trgovinskom danu (čl. 175. Pravila ZSE). Tijekom predotvaranja članovi unose ponude u trgovinski sustav, a transakcije se sklapaju na kraju predotvaranja po jedinstvenoj cijeni – cijeni otvaranja.<sup>48</sup> Ponude koje se ne izvrše u etapi predotvaranja ostaju u trgovinskom sustavu. Nakon otvaranja kontinuirane trgovine članovima je omogućen neprestan unos novih ponuda, odnosno povlačenje ili mijenjanje postojećih ponuda. U etapi kontinuirane trgovine trgovinski sustav neprekidno uspoređuje unesene ponude i kada je to moguće automatski spaja ponude u transakcije, sukladno njihovu redosljedu u knjizi ponuda (čl. 180. Pravila ZSE).

U modalitetu dražbe transakcije se sklapaju putem postupka istovjetnoga postupku predotvaranja.<sup>49</sup>

Prodaja dionica putem blok-transakcija uređena je čl. 233.-235. Pravila ZSE. Blok-transakcija može se sklopiti između dva člana Burze ili jednoga člana Burze. Sukladno izričitoj odredbi blok-transakcije mogu se sklopiti po cijenama koje su izvan ograničenja promjene cijene i ograničenja unosa cijene u ponudi. Blok-transakcija sklapa se razmjenom poruka putem trgovinskog sustava.<sup>50</sup>

Kod blok-transakcija, svi elementi moraju biti poznati unaprijed. Iako se cijena kod bloka ne formira na tržištu niti prikupljanjem više ponuda, provedba blok-transakcije u ovom posebnom slučaju ipak je određena početnom cijenom koju naznačuje već i Uredba. Međutim, kod određivanja početne cijene Uredba pravi razliku kada se dionicama trgovalo u posljednja tri mjeseca koji prethode donošenju

46 Dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/PravilaIzmjene2014/ProcisceniNeslužbeniTekstPravila.pdf> (posjećeno 11.12.2014.).

47 Temelj za donošenje Pravila ZSE nalazi se u čl. 294. st. 1. ZTK-a.

48 Sukladno čl. 176. st. 2. Pravila ZSE izračun cijene otvaranja odvija se u najviše tri koraka i to na način da se svakomu sljedećem koraku pristupa samo ako se cijena otvaranja nije mogla izračunati u prethodnom koraku. Koraci izračuna cijene otvaranja su: 1. određivanje maksimalne količine, 2. određivanje minimalnog iznosa preostale količine i 3. izračun prosječne cijene.

49 Temeljem obveze iz čl. 184. Pravila ZSE Burza je dužna svakoga prvoga petka u tromjesečju, na temelju podataka o trgovini iz prethodnog tromjesečja, objaviti listu dionica kojima će se trgovati u modalitetu dražbe. Tu listu Burza je dužna dostaviti članovima i objaviti na svojim internetskim stranicama.

50 Ako bi trgovina dionicama bila privremeno obustavljena blok-transakcija ne bi se mogla sklopiti (čl. 235. Pravila ZSE).

odluke o prodaji u odnosu na slučaj kada se dionicama nije trgovalo u tom razdoblju. U prvom slučaju, dakle kada se dionicama trgovalo u posljednja tri mjeseca koji prethode donošenju odluke o prodaji početna cijena je zadnja prosječna dnevna cijena na uređenom tržištu objavljena na web stranicama Zagrebačke burze prije davanja naloga ovlaštenom investicijskom društvu. Dalje, Uredba predviđa mogućnost korekcije cijene koja se može činiti svakih pet trgovinskih dana ako se u tom roku ne ostvari prodaja po utvrđenoj početnoj cijeni. Valja naglasiti da se korekcija vrši spuštanjem cijene sukladno ponudi i potražnji na tržištu, ali ne više od po 3 % do konačne prodaje ili promjene načina raspolaganja. U drugom slučaju, dakle kada se dionicama nije trgovalo u posljednja tri mjeseca koji prethode donošenju odluke, početna cijena je zadnja poznata prosječna dnevna cijena na uređenom tržištu objavljena na web stranicama Zagrebačke burze prije davanja naloga ovlaštenom investicijskom društvu. I u ovom slučaju Uredba predviđa mogućnost korekcije cijene svakih pet trgovinskih dana ako se u tom roku ne bi ostvarila prodaja po utvrđenoj početnoj cijeni. Međutim, u ovom se slučaju može vršiti korekcija cijene na niže, ali ne više od po 6 % do konačne prodaje ili promjene načina raspolaganja. I u jednom i u drugom slučaju odluku o početnoj cijeni dionica koje se prodaju na uređenom tržištu kapitala donosi ravnatelj CERP-a ili upravno vijeće CERP-a, odnosno Vlada RH na prijedlog DUUDI-ja ovisno o nominalnoj vrijednosti dionica, odnosno radi li se o društvu od posebnog interesa za RH.

Kako blok-transakcije ne podliježu obvezi pred-transparentnosti, podatci u blok-transakciji dostupni su isključivo stranama koje u njoj sudjeluju, sve dok se transakcija ne izvrši. Nakon izvršenja podatci o transakciji postaju dostupni svim korisnicima sustava i javno se objavljuju.

Trgovinski priručnik<sup>51</sup> govori o tome da je temeljem čl. 234. st. 2. Pravila ZSE, Burza ovlaštena odrediti minimalnu veličinu i druge parametre blok-transakcija određenim financijskim instrumentima. Tako navodi da je blok-transakcija dogovorena privatno, a sklopljena putem trgovinskog sustava Burze. Minimalna veličina blok-transakcija za dionice iznosi 2.000.000,00 kn. Zbog velikoga bloka, ovaj oblik prodaje prikladan je samo za velike investitore poput mirovinskih fondova i drugih kvalificiranih ulagatelja. Kako prodaju putem blok-transakcija obavlja investicijsko društvo, ono upravlja cijelim procesom prodaje, pa iako se ovaj oblik trgovanja odvija na tržištu, on na tržištu nije oglašen, što ograničava krug mogućih ponuđača.

Nedostatak transparentnosti ovog oblika trgovanja potvrđuje odluka regulatora. HANFA je na sjednici Upravnog vijeća održanoj 7. ožujka 2014. godine donijela Rješenje kojim je Zagrebačkoj burzi na njezin zahtjev, temeljem čl. 334. st. 2. ZTK-a odobrila izuzeće od obveze transparentnosti prije trgovanja iz čl. 333. st. 3. ZTK-a, za blok-transakcije dionicama i obveznicama na uređenom tržištu.<sup>52</sup>

Drugi modalitet prodaje izvan knjige naloga - javna dražba, uređena je u čl. 236.-251. Pravila ZSE. Temeljem izričite odredbe, javna dražba je postupak koji

51 Trgovinski priručnik ZSE, dostupno na: [http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Trgovinski\\_prirucnik-2014-04-16-final.pdf](http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Trgovinski_prirucnik-2014-04-16-final.pdf) (posjećeno 18.12.2014.).

52 Rješenje o izuzeću od obveze transparentnosti, KLASA: UP/I-451-04/13-40/1, URBROJ: 326-771-14-31, dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/RjesenjeAgencije-o-izuzecu-od-obveze-trans.pdf> (posjećeno 18.01.2015.).

se odvija putem trgovinskog sustava u kojemu ponuditelj pod unaprijed određenim uvjetima daje ponudu na sklapanje ugovora kojim stječe, daje ili prenosi vlasništvo ili neko drugo pravo nad predmetom ili predmetima dražbe, a sudionici dražbe se, sukladno pravilima dražbe, međusobno nadmeću za prihvaćanje te ponude. Javna se dražba za razliku od blok-transakcija odvija putem trgovinskog sustava pa time jamči pristup svim prikladnim dražbovateljima pod istim dražbovnim uvjetima.

Pravila ZSE omogućavaju i selekciju sudionika dražbe. Sudionici dražbe mogu biti sve osobe koje propisima RH ili unaprijed određenim uvjetima javne dražbe nisu izričito isključene. To znači da se uvjetima dražbe mogu za pristup dražbovanju postavljati određeni uvjeti koji se tiču dražbovatelja.

Dakle, u postupku javne dražbe dopušteno je unaprijed propisati uvjete za stjecanje dionica kao i definirati osobe koje mogu sudjelovati u postupku dražbe. Utoliko je ovaj oblik prodaje povoljniji za izdavatelja jer omogućava definiranje uvjeta za sudjelovanje na javnoj dražbi.

Za razliku od blok-transakcija, javna dražba je događaj koji je unaprijed oglašen pa je time i poznat investicijskoj javnosti. To sa stajališta prodavatelja svakako povećava mogući krug kupaca, a time i njihovo natjecanje za bolju cijenu. Dan održavanja javne dražbe određuje se oglasom naručitelja čiji su sastavni dio parametri dražbe.<sup>53</sup> Oglas kojim se najavljuje javna dražba mora biti objavljen u najmanje jednim dnevnim novinama dostupnima na cijelomu području RH najmanje sedam dana prije dana održavanja dražbe. Burza također mora objaviti oglas na svojim internetskim stranicama. Član koji zastupa potencijalnoga kupca u razdoblju unosa ponuda na kupnju unosi ponude uz određene Pravilima definirane parametre. Ako bi početna cijena bila viša od dražbovnog koraka, član koji zastupa potencijalnog kupca mora u postupku dražbovanja unijeti ponudu čija cijena odgovara najmanje početnoj cijeni dražbovanja ili početnoj cijeni uvećanoj za iznos dražbovnog koraka ili njegovom višekratniku.<sup>54</sup> Ako bi član u postupku dražbovanja unio cijenu nižu od početne, dužan je tu ponudu izmijeniti.

Što se tiče odabira najboljeg ponuđača, Pravila ZSE sadrže izričitu odredbu prema kojoj najbolju ponudu odabire trgovinski sustav Burze na način da se ponuda na prodaju zatvori s najpovoljnijom ponudom na kupnju (čl. 248. Pravila ZSE). Na taj način se onemogućava pristranost ili pogodovanje određenih sudionika dražbe. O rezultatima javne dražbe ili o njenom eventualnom neuspjehu Burza obavještava članove i javnost putem svojih internetskih stranica. Temeljem izričite odredbe Pravila ZSE Burza je ovlaštena, radi ispunjenja obveza po pravnim poslovima sklopljenima u postupku javne dražbe, zatražiti od članova koji zastupaju sudionike u javnoj dražbi

53 Parametre dražbe određuje i za njihovu točnost odgovara ponuditelj. Parametrima dražbe određuje se: 1. predmet dražbe, 2. količina predmeta dražbe, 3. početna cijena, 4. tip dražbe (s varijabilnim ili fiksnim završetkom), 5. korak promjene cijene (dražbovni korak) i 6. druge veličine ili podatci važni za tijek dražbe (čl. 242. Pravila ZSE).

54 Ako su u postupku dražbovanja unesene samo ponude u kojima je cijena određena na protivan način, Burza će poništiti javnu dražbu, a članovima koji su prouzročili poništenje dražbe, izreći će se mjera zaštite tržišta. O poništenju javne dražbe kao i o danu ponovnog održavanja javne dražbe Burza obavještava članove i javnost putem svojih internetskih stranica. Naknadu za organiziranje javne dražbe snose članovi koji su prouzročili poništenje javne dražbe.



da kod Burze polože sredstva osiguranja koje odredi Burza u dogovoru s naručiteljem.

Iz naprijed navedenog proizlazi da je javna dražba transparentniji modalitet trgovanja jer unaprijed obavještava investicijsku javnost koja se može natjecati pod istim dražbovnim uvjetima. Najbolju ponudu odabire sam trgovinski sustav, pa je u tom smislu neutralna, i nepogodujuća za ikoga. Pristup trgovanju putem blok-transakcija rezerviran je samo za one ulagatelje koji su spremni otkupiti blok u vrijednosti dva milijuna kuna, a prodaja se odvija između članova Burze.<sup>55</sup>

Zakonom i Uredbom izričito je propisano da CERP izlaže dionice društva na uređeno tržište kapitala putem ovlaštenog investicijskog društva kojega izabire na temelju javno objavljenog natječaja.<sup>56</sup> Ovlašteno investicijsko društvo prodaje dionice na uređenom tržištu kapitala sukladno uvjetima i nalogima CERP-a te je dužno nakon realizacije prodaje dionica dostaviti CERP-u izvješće o prodaji (čl. 40. st. 11. i 12. Zakona i čl. 43. st. 5. i 6. Uredbe).

### ***3.5. Prodaja dionica iz portfelja RH prihvatom ponude u postupku preuzimanja dioničkih društava***

Preuzimanje je postupak koji ima za cilj stjecanje kontrole nad dioničkim društvom. Valja istaknuti da će osoba koja stekne kontrolu nad društvom imati kontrolu nad donošenjem ključnih odluka u poslovanju društva, a to će se ujedno odraziti i na interese ne samo drugih dioničara koji tu kontrolu nemaju, već i na interese šireg kruga osoba, interese zaposlenika, dobavljača, kreditora, klijenata, interese lokalne zajednice kao i gospodarstva u cjelini. Dioničar koji stekne kontrolu nad društvom značajno utječe na položaj ostalih dioničara u društvu, koji kao manjinski dioničari, zaslužuju odgovarajuću zaštitu. Istaknutu je namjeru zakonodavac pretočio u odredbe Zakona o preuzimanju dioničkih društava<sup>57</sup> (dalje u tekstu: ZPDD) koji, između ostaloga, štiti manjinske dioničare na način da potencijalnom stjecatelju kontrole nameće obvezu objavljivanja ponude za preuzimanje u trenutku stjecanja određenoga postotka glasačkih prava u društvu, čime se manjinskim dioničarima daje mogućnost „izlaska“ iz društva pod puno povoljnijim uvjetima.<sup>58</sup> Hrvatski se zakonodavac opredijelio za prag od 25 % dionica s pravom glasa,<sup>59</sup> čijim prelaskom nastaje obveza objavljivanja

55 Jedan član Burze može djelovati tako da: a) trguje za vlastiti račun s drugim članom koji djeluje za račun klijenta; b) trguje s drugim članom, pri čemu oba izvršavaju naloge za vlastiti račun; c) djeluje kako za račun kupca tako i za račun prodavatelja; d) djeluje za račun kupca, dok drugi član djeluje za račun prodavatelja; e) trguje za vlastiti račun izvršavajući nalog klijenta.

56 Javni natječaj za izbor ovlaštenog investicijskog društva objavljuje se najmanje u jednom od visokotiražnih domaćih dnevnih listova i na web stranici CERP-a.

57 Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.

58 Preuzimanje dioničkih društava u europskom je pravu uređeno odredbama Direktive o ponudama za preuzimanje. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30. 4. 2004., p. 12-23.

59 Sa stjecanjem dionica s pravom glasa hrvatski je zakonodavac izjednačio i stjecanje drugih vrijednosnih papira koje njihovom imatelju omogućavaju stjecanje dionica ciljnog društva, primjerice *call* opcija. Navedeno je uređenje u skladu s uređenjem u Direktivi o ponudama za preuzimanje, budući da je tekst Direktive okvirnog karaktera te predstavlja samo minimum

ponude za preuzimanje. Objašnjenje zašto je izabran prag od 25 % dionica s pravom glasa, tvorci Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava<sup>60</sup> nalaze u tvrdnji da raspolaganje s više od 25 % glasova u glavnoj skupštini dioničkoga društva otvara mogućnost blokade, odnosno zaustavljanja donošenja nekih bitnih odluka toga organa društva.<sup>61</sup> Smatramo da je riječ o prenisko određenom pragu budući da ti glasovi sami po sebi nisu dovoljni da bi njihov nositelj mogao stvarno kontrolirati društvo.<sup>62</sup>

Ako dioničar ne drži dionice kojima prelazi kontrolni prag, a namjerava steći kontrolu nad društvom on može objaviti dobrovoljnu ponudu za preuzimanje. U tom će slučaju o namjeri objavljivanja ponude biti dužan dostaviti obavijest HANFI, ciljnom društvu te ponudu bez odgode objaviti.

RH kao dioničar ciljnoga društva može prihvatiti ponudu i na takav način prodati dionice koje drži u svom portfelju.<sup>63</sup> Odluku o prihvatu ponude, sukladno čl. 46. st. 2. Uredbe, donosi ravnatelj CERP-a ako je nominalna vrijednost dionica do uključivo jedan milijun kuna ili upravno vijeće CERP-a ako je nominalna vrijednost veća od jedan milijun kuna, odnosno Vlada RH na prijedlog DUUDI-ja ako je riječ o prodaji dionica društva od posebnog interesa za RH.

### **3.6. Prodaja dionica iz portfelja RH istiskivanjem manjinskih dioničara**

Zakon u čl. 40. st. 14. te Uredba u čl. 47. kao način prodaje dionica iz portfelja RH predviđaju prijenos dionica u postupku istiskivanja manjinskih dioničara sukladno odredbama ZTD-a.

ZTD u čl. 300.f. – 300.k. sadrži odredbe o pravu prijenosa dionica manjinskih dioničara (*squeeze out*).<sup>64</sup> Sukladno čl. 300.f. ZTD-a glavna skupština može na zahtjev

---

reglemana koji su države članice dužne prenijeti u svoja nacionalna zakonodavstva.

60 Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava, Narodne novine, br. 124/97.

61 Vidi obrazloženje uz Konačni prijedlog Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava koji je donesen 1997. godine.

62 Parać, Zoran, Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, *Pravo u gospodarstvu*, god. 42., sv. 4., srpanj, 2003., str. 47.-48., ističe da dioničar koji kontrolira više od 25 % glasova u društvu može spriječiti donošenje onih odluka za koje je propisana kvalificirana tročetvrtinska većina glasova na skupštini zastupljenoga kapitala. Međutim, ti mu glasovi nisu dovoljni za nametanje donošenja odluka. Isto stajalište zauzima i Petrović, Siniša, Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva, *Hrvatska pravna revija*, br. 8., 2002., str. 22. Sukladno Studiji izrađenoj za potrebe Europske komisije o primjeni Direktive o ponudama za preuzimanje koja je objavljena 2011. godine većina ispitanika podržala je prag od 30 % glasačkih prava, kao prag čijim bi prelaskom trebala nastati obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Istraživanje je provedeno u razdoblju od 12. kolovoza do 30. rujna 2011. godine. Dostupno na: <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2011/nov11/31663.pdf> (posjećeno 30.12.2014.).

63 Objavljena ponuda za preuzimanje traje 28 dana. Međutim, taj rok se može produžiti u slučaju objave izmjene ponude za preuzimanje ili objave konkurentske ponude. Krajnji rok trajanja ponude za preuzimanje ne može biti duži od 60 dana od dana objave prve ponude za preuzimanje (čl. 28. ZPDD-a).

64 Navedene su odredbe u hrvatsko zakonodavstvo uvedene izmjenama i dopunama ZTD-a iz 2003. godine, a počele su se primjenjivati 1. siječnja 2004. godine. Ove su odredbe izmijenjene i dopunjene Novelom ZTD-a iz 2009. godine.

dioničara koji ima dionice koje se odnose na najmanje 95 % temeljnog kapitala društva (glavnog dioničara)<sup>65</sup> donijeti odluku na temelju koje mu se prenose dionice manjinskih dioničara uz plaćanje primjerene otpremnine u novcu.<sup>66</sup>

Budući da zakon u konkretnom slučaju ne propisuje posebnu većinu za donošenje ove odluke na glavnoj skupštini ona odluku donosi običnom većinom glasova. Statutom bi se mogla propisati veća većina ili ispunjenje dodatnih pretpostavki.

Posebno se valja osvrnuti na obvezu glavnog dioničara isplatiti manjinskim dioničarima primjerenu otpremninu u novcu. Značajno je da, prema odredbama ZTD-a, visinu primjerene otpremnine određuje sam glavni dioničar koji pri tom mora uzeti u obzir prilike društva u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine, a za što su mu uprava društva odnosno izvršni direktori ako je društvo prihvatilo monistički ustroj, dužni dati na uvid svu potrebnu dokumentaciju i pružiti potrebna objašnjenja.<sup>67</sup> Temeljem ovlaštenja iz Uredbe CERP je ovlašten radi ocjene primjerenosti iznosa otpremnine koju je odredio glavni dioničar angažirati ovlaštenu osobu primjenjujući na odgovarajući način odredbe čl. 4. i 5. Uredbe, koja je onda dužna izraditi procjenu vrijednosti društva te dati mišljenje o primjerenosti iznosa otpremnine koju je odredio glavni dioničar (čl. 47. st. 2. i 3. Uredbe).

Temeljem čl. 300.g. st. 2. ZTD-a na iznos otpremnine obračunava se kamata u visini eskontne stope Hrvatske narodne banke uvećane za pet postotnih poena za vrijeme od upisa odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar pa

65 Koliki udio pripada dioničaru određuje se kod društava kapitala na temelju odnosa nominalnog iznosa udjela koji mu pripada prema ukupnom temeljnom kapitalu drugoga društva, a ako je to društvo izdalo dionice bez nominalnoga iznosa brojem tih dionica koje mu pripadaju. Vlastite udjele društva treba odbiti od temeljnoga kapitala. S tim se udjelima izjednačuju udjeli koji pripadaju nekome drugome tko ih drži za račun toga društva (čl. 474. st. 2. ZTD-a).

66 Glavni dioničar postavlja zahtjev za sazivanje glavne skupštine upravi društva pri čemu nije propisan oblik u kome on to mora učiniti. Barbić, Jakša, *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Organizator, Zagreb, 2013.*, str. 446., ističe da bi on to mogao učiniti i u usmenom obliku ili pak konkludentnom radnjom, ali ipak preporuča da bi trebalo inzistirati na pisanom obliku postavljanja zahtjeva za sazivanje glavne skupštine. Ujedno naglašava da uprava odlučuje o sazivanju glavne skupštine te nije obvezna zatražiti suglasnost nadzornog odbora. Međutim, ističe da se statutom ili odlukom nadzornog odbora može zahtijevati traženje navedene suglasnosti.

67 Sukladno načelu jednakoga položaja dioničara iznos otpremnine mora za sve dioničare biti jednak. Eventualne razlike mogle bi se pojaviti ako su na dionicama zasnovani tereti. Vezano uz izbor metode procjene smatramo da je potrebno primijeniti dinamičku metodu jer društvo ne prestaje prijenosom dionica manjinskih dioničara glavnom dioničaru, nego nastavlja s poslovanjem. Vidi više kod Barbić, Jakša, op. cit., str. 447., gdje ističe da ako dionica ima burzovnu cijenu istu treba smatrati donjom granicom njezine vrijednosti po kojoj bi se odredila otpremnina. Također je potrebno imati na umu i činjenicu da će takve dionice rijetko pobuđivati zanimanje na tržištu, prvenstveno zbog takve strukture članskih prava. Markovinović, Ivana, *Squeeze out (prijenos dionica manjinskih dioničara)*, *Pravo i porezi*, br. 7, 2007., str. 39. O sudskoj praksi o pitanju otpremnine kod *squeeze outa* više vidjeti kod Čulinović Herc, Edita, Zubović Antonija, *Open Issues of the Squeeze out Right in Croatian and EU Court Practices*, u Bodiroga Vukobrat, Nada, Sander, Gerald, G., Rodin, Siniša (ur.), *Legal Culture in Transition – Supranational and International Law Before National Courts*, Logos Verlag Berlin, 2013., str. 159.-180.

do isplate manjinskim dioničarima.<sup>68</sup> Dalje je propisana obveza glavnog dioničara predati izjavu banke kojom ona solidarno jamči da će on manjinskim dioničarima isplatiti otpremninu uvećanu za pripadajuće kamate bez odgađanja po upisu odluke glavne skupštine u sudski registar. Navedenom se odredbom štite manjinski dioničari. U Zakonu je također propisan rok plaćanja, a to je bez odgađanja nakon upisa odluke glavne skupštine u sudski registar, što bi značilo da tražbina dopijeva idući dan nakon upisa odluke u sudski registar. Manjinski su dioničari ovlašteni postaviti zahtjev za isplatu otpremnine banci i prije nego što postave zahtjev glavnom dioničaru.<sup>69</sup> Ako glavni dioničar ne bi dostavio upravi društva traženu izjavu ona ne bi bila dužna sazvati glavnu skupštinu. Ako bi ona ipak sazvala glavnu skupštinu odluka koja bi bila donesena na njoj bila bi pobjojna.<sup>70</sup>

Sve dionice manjinskih dioničara prenijet će se glavnom dioničaru u trenutku upisa odluke o prijenosu dionica u sudski registar (čl. 300. j. st. 3. ZTD-a). Sukladno navedenoj odredbi upis je konstitutivnog karaktera. Zakon dalje propisuje da ako su za dionice izdane isprave, u njih se do prijensa isprava glavnom dioničaru upisuje zahtjev manjinskih dioničara za isplatom otpremnine. Navedena je odredba unesena u Zakon radi osiguranja da u slučaju daljnjeg prijensa dionica novi stjecatelj preuzima i obvezu isplate otpremnine.<sup>71</sup>

Valja istaknuti da Zakon o upravljanju i raspolaganju državnom imovinom kao i Uredba govore samo o mogućnosti korištenja ovog modaliteta prodaje primjenom odredaba ZTD-a te u svojim odredbama ne spominju mogućnost isključenja manjinskih dioničara u postupku preuzimanja. ZPDD uređuje pravo prijensa dionica manjinskih dioničara (*squeeze out*) u čl. 45. Sukladno izričitoj zakonskoj odredbi na postupak prijensa dionica manjinskih dioničara (*squeeze out*) nakon ponude za preuzimanje ne primjenjuju se odredbe o prijensu dionica manjinskih dioničara sadržane u ZTD-u. Između isključenja manjinskih dioničara prema odredbama ZTD-a i s druge strane prema odredbama ZPDD-a postoje značajne razlike. Dok s jedne strane ZTD govori o

68 Novelom ZTD-a iz 2009. godine ova je odredba izmijenjena na način da se je povećao iznos postotnih poena s dva, koliko je iznosio prema Noveli ZTD-a iz 2003. godine, na pet postotnih poena, čime je pružena veća zaštita manjinskim dioničarima. Dakle, primjenjivat će se individualan obračun u odnosu na svakog manjinskog dioničara ovisno o vremenu kada im se vrši isplata. Ujedno, glavni dioničar odgovara za eventualnu drugu štetu koja bi mogla nastati manjinskom dioničaru.

69 Iveković, Branimir, *Squeeze-out – prijenos dionica manjinskih dioničara*, Pravo i porezi, br. 11., 2004., str. 51.

70 Prema presudi Visokog zemaljskog suda Frankfurta na Majni od 19. srpnja 2005. godine – 5 U 134/04; rkr.), *Der Betrieb*, 51-52/2005, str. 2807., Düsseldorf, Njemačka, nije ništetna odluka glavne skupštine o isključenju manjinskih dioničara ako je podnesena nepropisna jamstvena izjava kreditnog instituta. U konkretnom slučaju glavna skupština je donijela odluku o prijensu dionica manjinskih dioničara na glavnog dioničara koji je držao 99,93 % dionica uz odobrenje primjerene otpremnine u novcu u visini od 20 eura po dionici. Odluka je upisana u sudski registar 9. listopada 2002. godine. Tužitelji su podnijeli tužbu 17. veljače 2004. godine kojom su zahtijevali utvrđenje ništetnosti te odluke. Naveli su sljedeće: „Ako se tužena poziva na bankarsku garanciju D. Banke AG poslovnica Bruxelles s datumom 19. srpnja 2002. godine to ne udovoljava propisanim zahtjevima jer izjavu nije izdao kreditni institut koji je zakonom ovlašten na poslovanje.“ Sud je tužbu odbio.

71 Barbić, Jakša, op. cit., str. 455., naglašava da postoji i obveza banke da to učini.

držanju 95 % temeljnog kapitala društva, ZPDD govori o 95 % dionica s pravom glasa pri čemu se dionicama ponuditelja pribrajaju i dionice s pravom glasa osoba koje s njim djeluju zajednički.<sup>72</sup> Dalje, isključenje manjinskih dioničara primjenom odredaba ZPDD-a može se ostvariti u prekluzivnom roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje. Prema odredbama ZTD-a glavnom se dioničaru prenose sve dionice društva, dok se kod isključenja manjinskih dioničara prema odredbama ZPDD-a ponuditelju prenose dionice s pravom glasa manjinskih dioničara. Stoga ako u društvu postoje i povlaštene dionice bez prava glasa one mu se u ovom slučaju neće prenijeti, već ostaju povlaštenim dioničarima.<sup>73</sup> Značajna je i razlika u pogledu naknade (cijene) koju je stjecatelj dužan platiti za stjecanje dionica. Kod isključenja dioničara primjenom odredaba ZPDD-a ponuditelj je dužan platiti pravičnu naknadu pod kojom se smatra cijena ponuđena u ponudi za preuzimanje<sup>74</sup> uvećanu za razliku u cijeni ako ponuditelj ili osoba koja s njim djeluje zajednički nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje stekne dionice ciljnog društva koje su bile predmet ponude po cijeni koja je viša od cijene iz ponude.

Smatramo da je potrebno proširiti odredbu čl. 40. st. 14. Zakona te odredbu čl. 47. Uredbe na način da se kao modalitet prodaje dionica iz portfelja RH predvidi i isključenje manjinskih dioničara sukladno odredbama ZPDD-a, ako se taj postupak dogodi nastavno na postupak preuzimanja.

### **3.7. Prodaja dionica iz portfelja RH neposrednom prodajom**

Neposredna prodaja kao modalitet prodaje dionica iz portfelja RH može se koristiti samo ako u postupku javnog nadmetanja i postupku javnog prikupljanja ponuda, CERP nije zaprimio niti jedno pismo interesa na tri uzastopno objavljena javna poziva za iskazivanje interesa za kupnju dionica društva. Postupak neposredne prodaje je postupak u kojem se potencijalni kupci nadmeću za kupnju ponuđenih dionica na način da se provodi postupak diskontiranja utvrđene početne cijene, takozvanim nadmetanjem prema „dolje“ sniženjem početne cijene uz cjenovni korak nadmetanja (čl. 49. st. 1. Uredbe).

U odredbi čl. 48. st. 2. Uredbe daje se pravo CERP-u kontaktirati predstavnike društva čije su dionice predmet prodaje, druge dioničare te zaposlenike društva čije su dionice predmet prodaje, potencijalne investitore koji su ranije iskazali interes za društva u srodnoj djelatnosti te po potrebi druge potencijalno zainteresirane radi pokretanja postupka neposredne prodaje. Vezano uz istaknutu odredbu valja se osvrnuti na mogućnost koja je dana CERP-u kontaktirati predstavnike društva čije su dionice predmet prodaje. Postavlja se pitanje što se misli pod pojmom „predstavnicima društva“,

72 Zajedničko djelovanje izričito je uređeno u čl. 5. ZPDD-a.

73 Međutim, ZPDD proširuje primjenu ovoga prava i na povlaštene dionice bez prava glasa izričito propisujući da ako su predmetom ponude za preuzimanje bile i povlaštene dionice bez prava glasa, a nakon ponude za preuzimanje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže najmanje 95 % takvih dionica, ponuditelj u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje ima pravo i na prijenos takvih dionica manjinskih dioničara. Dakle i u slučaju povlaštenih dionica bez prava glasa postavljen je isti prag i rok za ostvarivanje ovoga prava.

74 Cijena u ponudi za preuzimanje uređena je čl. 16. ZPDD-a.

odnosno jesu li ovim pojmom obuhvaćeni članovi uprave ili i druge osobe koje su ovlaštene zastupati društvo, te primjenjuje li se ova odredba i na članove nadzornog odbora? Valja istaknuti da treba razlikovati zastupanje od predstavljanja. Pojam predstavljanja se u hrvatskom pravu koristi u procesnim propisima kojima se uređuje kaznena i prekršajna odgovornost pravnih osoba.<sup>75</sup> Iako se u odredbi Uredbe ne radi o spretno pravno sročenom terminu, autorice su mišljenja da bi pojam „*predstavnicima društva*“ trebalo široko tumačiti što bi obuhvaćalo sve članove svih organa u društvu. Takvo je stajalište u skladu s namjerom koja se želi postići propisanom odredbom, odnosno da se o neposrednoj prodaji obavijesti što širi krug potencijalnih ulagatelja.

Kako bi se odredila početna cijena za prodaju, CERP će izvršiti procjenu vrijednosti društva, ali tek nakon što potencijalni kupci pisanim putem iskažu interes za sudjelovanje u postupku neposredne prodaje. Odluku o početnoj cijeni, uvjetima i načinu organizacije postupka neposredne prodaje donosi ravnatelj CERP-a ako se prodaju dionice čiji su nominalni iznosi do uključivo jedan milijun kuna, odnosno upravno vijeće CERP-a, na prijedlog ravnatelja CERP-a, ako je nominalna vrijednost dionica veća od jedan milijun kuna. Ako se radi o društvima koja su društva od posebnog interesa za RH, odluku donosi Vlada RH na prijedlog DUUDI-ja. Temeljem ovlaštenja iz Uredbe, ravnatelj CERP-a odnosno Upravno vijeće CERP-a mogu, kada to ocijene opravdanim, odrediti najnižu cijenu ispod koje se dionice ne mogu prodati u postupku neposredne prodaje.<sup>76</sup>

Uredbom su propisani uvjeti za sudjelovanje u postupku neposredne prodaje. Dakle, da bi potencijalni kupci mogli sudjelovati u ovom postupku oni moraju prijaviti svoje sudjelovanje u postupku najkasnije tri dana prije održavanja postupka neposredne prodaje te izvršiti uplatu jamčevine u iznosu 10 % početne cijene dionica koja mora biti evidentirana na računu CERP-a najkasnije tri dana prije održavanja postupka neposredne prodaje (čl. 50. Uredbe).

Ugovor o prijenosu i prodaji dionica sklapa se s kupcem koji prihvati najvišu isključnu cijenu. Ako bi više kupaca istovremeno prihvatilo najvišu isključnu cijenu postupak neposredne prodaje nastavlja se na način da se s tim kupcima započinje postupak povećanja prihvaćene isključne cijene. Kupac koji prihvati najvišu isključnu cijenu dužan je sklopiti ugovor o prodaji i prijenosu dionica u roku od osam dana od dana održavanja postupka neposredne prodaje te platiti kupovnu cijenu jednokratno u roku od tri dana od dana sklapanja ugovora.

75 Zakon o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela, Narodne novine, br. 151/03, 110/07, 143/12 i Prekršajni zakon, Narodne novine br. 107/07, 39/13, 157/13. Iznimku predstavlja Zakon o zadrugama, Narodne novine, br. 34/11, 125/13, 76/14, koji u čl. 27. propisuje da upravitelj predstavlja zadrugu i Zakon o kreditnim unijama, Narodne novine, br. 141/06, 25/09, 90/11, koji u čl. 15. propisuje da kreditnu uniju predstavlja njezina uprava. Vidi više kod Barbić, Jakša, *Pravo društava*, Knjiga prva, Opći dio, Organizator, Zagreb, 2008., str. 392.

76 Utvrđena najniža cijena predstavlja poslovnu tajnu, ne objavljuje se javno, već se u zatvorenoj omotnici predaje predsjedniku Povjerenstva za provedbu postupka neposredne prodaje na početku postupka neposredne prodaje (čl. 53. st. 5. Uredbe i čl. VI. Upute za provedbu postupka neposredne prodaje kao načina prodaje dionica i poslovnih udjela, dostupno na: <http://server62.globaldizajn.hr/cepr.hr/UserDocsImages/Upute%20za%20provedbu%20postupka%20neposredne%20prodaje%20kao%20na%C4%8Dina%20prodaje%20dionica%20i%20poslovnih%20udjela.pdf> (posjećeno 12.12.2014.).

Ako ne bi došlo do realizacije prodaje korištenjem modaliteta neposredne prodaje može se organizirati novi postupak neposredne prodaje, ali tek po proteku najmanje tri mjeseca od dana održavanja postupka neposredne prodaje ili se može pristupiti promjeni načina raspolaganja dionicama (čl. 54. Uredbe).

#### **4. UTJECAJ PROPISA O KONTROLI DRŽAVNIH POTPORA NA ODABIR MODALITETA PRODAJE DIONICA IZ PORTFELJA RH**

Pri odabiru modaliteta prodaje za prodaju dionica iz svog portfelja država mora voditi računa o kriterijima za dodjelu dopuštenih državnih potpora, odnosno treba paziti da se otuđenje dionica iz njezinog portfelja ne dovede u svezu s državnim potporama. Čl. 107. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (dalje u tekstu: UFEU) propisuje uvjete koje treba ispuniti određena mjera, i to kumulativno, da bi bila smatrana državnom potporom te na takav način nespojiva sa zajedničkim tržištem. Ti su uvjeti sljedeći: 1. da je prednost dana od države članice ili kroz državna sredstva u bilo kojem obliku, dakle da se može pripisati državi, 2. da postoji selektivnost, tj. da prednost uživa samo određeni poduzetnik ili proizvod, 3. da se davanjem takve prednosti narušava tržišno natjecanje ili da postoji opasnost od takvog narušavanja, 4. da dana prednost utječe na međudržavnu trgovinu unutar Europske unije. U postupcima koji su vođeni pred Komisijom pojam državne potpore široko je tumačen, a takvo je stajalište zauzeo i Europski sud. Prihvaćeno je stajalište da pojam državne potpore obuhvaća sve mjere koje na bilo koji način olakšavaju gospodarski teret, dakle i omogućavaju uštedu, koju bi inače, da nema takve mjere, morao podnijeti korisnik potpore.<sup>77</sup>

U čl. 107. st. 2. i 3. UFEU-a propisane su iznimke kojima su određene kategorije potpora spojive, odnosno mogu se proglasiti spojivima sa zajedničkim tržištem.<sup>78</sup>

77 Liszt, Marijana, Petrović, Siniša, Kriteriji za dodjelu dopuštenih državnih potpora, Zbornik radova sa konferencije „Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije“, Čulinović Herc, Edita, Jurić, Dionis, Žunić Kovačević, Nataša (ur.), Rijeka, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2011., str. 30., State-Owned Enterprises in the European Union: ensuring level playing field (report), 27 March 2013, dostupno na: [http://www.esparama.lt/es\\_parama\\_pletra/failai/ESFproduktai/2\\_UM\\_valstybes-valdomos-imonos\\_2013-03.pdf](http://www.esparama.lt/es_parama_pletra/failai/ESFproduktai/2_UM_valstybes-valdomos-imonos_2013-03.pdf), str. 8. (posjećeno 22.12.2014.). Zakon o državnim potporama, Narodne novine, br. 47/2014. u čl. 2. definira državnu potporu kao „stvarni i potencijalni rashod ili umanjeni prihod države dodijeljen od davatelja državne potpore u bilo kojem obliku koji narušava ili prijete narušavanjem tržišnog natjecanja stavljajući u povoljniji položaj određenog poduzetnika ili proizvodnju određene robe i/ili usluge utoliko što utječe na trgovinu između država članica Europske unije, u skladu s člankom 107. Ugovora o funkcioniranju Europske unije.“

78 Sukladno čl. 107. st. 2. UFEU-a sljedeće su vrste potpora spojive s unutarnjim tržištem: (a) potpore socijalnog karaktera koje se dodjeljuju pojedinim potrošačima ako se to čini bez diskriminacije u odnosu na podrijetlo predmetnih proizvoda; (b) potpore za otklanjanje štete nastale zbog prirodnih nepogoda ili izvanrednih događaja; (c) potpore koje se dodjeljuju gospodarstvu određenih područja Savezne Republike Njemačke na koje je utjecala podjela Njemačke, u mjeri u kojoj je ta potpora potrebna kako bi se nadoknadile posljedice gospodarski nepovoljnijeg položaja prouzročenog tom podjelom. Pet godina nakon stupanja Ugovora iz Lisabona na snagu, Vijeće može, odlučujući na prijedlog Komisije, usvojiti odluku ostavljanju ove točke izvan snage. Sukladno čl. 107. st. 3. UFEU-a sljedeće se vrste potpora mogu smatrati

Međutim, treba imati na umu da se radi o iznimkama koje treba tumačiti restriktivno.

Kod prodaje dionica iz državnoga portfelja postavlja se pitanje može li se određena potpora ocijeniti kao neizravna državna potpora kupcu ili trgovačkom društvu čije su dionice predmet prodaje. Sukladno odredbama UFEU-a ako Komisija posumnja da je neki postupak privatizacije proveden na način da uključuje nedopuštenu državnu potporu, ona može otvoriti, tzv. istražni postupak pa ako utvrdi da je riječ o potpori može narediti povrat državne potpore.<sup>79</sup>

Načela kojih bi se država trebala pridržavati u odбору konkretnog oblika prodaje dionica sadržana su u Vodiču koji omogućava provedbu financiranja, restrukturiranja i privatizacije državnih poduzeća na način koji je sukladan pravu koje uređuje državne potpore - *Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises*<sup>80</sup> (dalje u tekstu: Vodič). Iako taj dokument ne predstavlja službeno stajalište Komisije niti je obvezujući pravni akt,<sup>81</sup> on je koristan za svaku državu članicu koja provodi proces privatizacije trgovačkih društava u kojima drži dionice, jer govori o tome koje postupke i mjere treba izbjegavati pri prodaji, kako pojedina mjera države ne bi poslije došla pod „udar“ Komisije i bila proglašena nedopuštenom državnom potporom.<sup>82</sup>

U dijelu u kojem se posebno osvrće na privatizaciju poduzeća u državnom

---

spojivima s unutarnjim tržištem: (a) potpore za promicanje gospodarskog razvoja područja na kojima je životni standard neuobičajeno nizak ili na kojima postoji velika podzaposlenost te regija iz članka 349. s obzirom na njihovo strukturno, gospodarsko i socijalno stanje; (b) potpore za promicanje provedbe važnog projekta od zajedničkog europskog interesa ili za otklanjanje ozbiljnih poremećaja u gospodarstvu neke države članice; (c) potpore za olakšavanje razvoja određenih gospodarskih djelatnosti ili određenih gospodarskih područja ako takve potpore ne utječu negativno na trgovinske uvjete u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu; (d) potpore za promicanje kulture i očuvanje baštine ako takve potpore ne utječu na trgovinske uvjete i tržišno natjecanje u Uniji u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu; (e) druge vrste potpora koje Vijeće odredi svojom odlukom na prijedlog Komisije.

Zakon o državnim potporama, Narodne novine, br. 47/2014. u čl. 9. sadrži odredbe o državnim potporama koje su izuzete od obveze prijave Europskoj komisiji.

79 Čl. 108. UFEU-a. Sukladno čl. 13. Zakona o državnim potporama, Narodne novine, br. 47/2014., ako Europska komisija naloži povrat državne potpore Ministarstvo financija Republike Hrvatske dužno je o tome odmah obavijestiti davatelja potpore koji je onda dužan izvršiti povrat potpore.

80 *Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises*, European Commission, Commission Staff Working Document, Brussels, 10.02.2012. swd (2012) 14 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/swd\\_guidance\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf) (posjećeno 10.01.2015.).

81 Cit.: „*This Guidance Paper is a European Commission staff working document for information purposes. It does not represent an official position of the Commission on this issue, nor does it anticipate such a position. It is not intended to constitute a statement of the law and is without prejudice to the interpretation of the Treaty provisions on state aid by the Court of Justice or the General Court of the European Union. Save otherwise mentioned, the principles referred to in this Guidance Paper are applicable not only to SOE, totally or partially owned by the State, but more generally to any stake or participation that a public authority may hold in a company, independently of whether the public authority effectively exercises control or not over it.*“

82 O *soft lawu* u pravu državnih potpora vidjeti više kod Liszt, Marijana, Petrović, Siniša, op. cit., str. 51-58.



vlasništvu, tzv. *state owned enterprises* (u daljnjem tekstu: SOE), Vodič ističe da je uobičajeno tržišno ponašanje *benchmark* koji se primjenjuje da bi se moglo procijeniti ponašanje država pri sklapanju trgovačkih transakcija. Da bi država u procesima pokazala da ne koristi državne potpore mora se osigurati da se ti procesi odvijaju pod tržišnim uvjetima (*on market terms*) i bez pogodovanja (*no advantage*) kupaca ili pak samog trgovačkog društva koje je predmet prodaje.<sup>83</sup>

Ako država djeluje kao prodavatelj, a što će biti ako prodaje dionice iz svog portfelja, tada je mjerodavan *Market Economy Vendor Principle* (MEVP). Polazi se od pretpostavke da privatni prodavatelj koji želi prodati svoje trgovačko društvo nastoji za njega postići najbolju moguću cijenu i to bez postavljanja uvjeta koji bi mogli dovesti do pada te cijene. Kada se prodaje imovina društva u državnom vlasništvu, država članica, da bi otklonila sumnju u postojanje državne potpore, mora načelno djelovati kao prodavatelj koji posluje prema istim tržišnim principima (*market economy vendor*). On želi maksimizirati prihode, odnosno minimalizirati troškove/gubitke te prodaje. Ako se država članica ponaša drukčije, privatizacija može ukazivati na korištenje državnih sredstava kojima će se pogodovati ili kupac ili trgovačko društvo koje je predmet prodaje.

Komisija je u svom 23. Izvješću o politici tržišnog natjecanja<sup>84</sup> dala naznake na koji način ona tumači uvjete koje je potrebno ispuniti da bi se smatralo da se država članica ponaša kao *Market Economy Vendor* u procesima privatizacije. Kada se privatizacija provodi putem IPO-a ili prodajom dionica na burzi postoji opća pretpostavka da se prodaja obavlja prema tržišnim uvjetima, jer će prodajna cijena biti tržišna cijena, pa ne postoji obveza države članice notificirati tu prodaju Komisiji (unaprijed).

Posebno se razrađuju uvjeti koje treba ispuniti prodaja neposrednom pogodbom, dakle izvan burze. Kod ovog modaliteta prodaje, da bi se isključilo postojanje nedopuštene državne potpore, kumulativno moraju biti ispunjeni sljedeći uvjeti: ponuda mora biti stavljena svim osobama, transparentna i bez uvjeta, društvo odnosno imovina moraju biti prodani onom ponuditelju koji ponudi najvišu cijenu i ponuditelji moraju imati dovoljno vremena i informacija za donošenje odluke o kupnji. Ako navedeni uvjeti nisu ispunjeni postupak privatizacije mora se notificirati Komisiji. To se svakako mora učiniti u slučajevima prodaje nakon pregovora s jednim potencijalnim kupcem ili određenim brojem odabranih ponuditelja, zatim prodaje kod koje je došlo do otpisa potraživanja od strane države, drugog društva u državnom „vlasništvu“ ili tijela javne vlasti kao i prodaje koja je vezana uz konverziju potraživanja u kapital ili kod povećanja temeljnoga kapitala te prodaje pod uvjetima koji nisu uobičajeni u istim ili sličnim transakcijama između osoba privatnoga prava. Međutim, zaključno se ističe da niti u jednom slučaju ne smije biti diskriminacije budućeg kupca dionica

83 Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises, European Commission, Commission Staff Working Document, Brussels, 10.02.2012. swd (2012) 14 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/swd\\_guidance\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf), str. 9. (posjećeno 10.01.2015.).

84 XXIIIrd Report on competition policy 1993, dostupno na: <http://bookshop.europa.eu/en/xxiiiird-report-on-competition-policy-1993-pbCM8294650/> (posjećeno 10.01.2015.).

(ili druge imovine) na nacionalnoj osnovi.<sup>85</sup>

Vodič nudi savjet (istaknuto kao u izvorniku): „*In order to minimize the risk that state aid is present privatisations should be carried out – when possible – by sale in the stock exchange. In the alternative, the preferred method is a competitive tender that is open, transparent and unconditional, where the highest bidder gets the assets /company.*“<sup>86</sup>

Razrađujući dalje uvjete koje je potrebno ispuniti kada se prodaja obavlja (javnim) nadmetanjem (*competitive tender*), Vodič ističe potrebu da je prodaja dobro oglašena, u razumno dugom roku, u nacionalnom tisku i ostalim prikladnim publikacijama, a ako se žele privući investitori koji posluju na razini Europske unije tada i u publikacijama koje imaju međunarodnu cirkulaciju. Natječaj treba učiniti dostupnim i agentima koji mogu upoznati s njime svoje klijente na EU razini ili šire.<sup>87</sup>

Ono što je otvoreno pitanje je mogu li se javnoj dražbi dodati takvi uvjeti dražbe koji će zaštititi izdavatelja koji ima značenje trgovačkog društva od posebnog interesa za RH, na način da se zaštiti njegov gospodarski supstrat s jedne strane, a da se s druge ne dovede u pitanje *market economy vendor principle*.

Pravila ZSE dopuštaju ponuditelju da u postupku javne dražbe propiše uvjete za stjecanje dionica. Izričito u čl. 236. st. 1. Pravila ZSE stoji da „... *ponuditelj pod unaprijed određenim uvjetima daje ponudu na sklapanje ugovora...*“. U čl. 238. Pravila ZSE gdje se određuju sudionici dražbe stoji „... *ili unaprijed određenim uvjetima javne dražbe nisu izričito isključene.*“ Dakle, o dispoziciji prodavatelja, u ovom slučaju RH, će ovisiti sadržaj uvjeta pod kojima će se sudionici dražbe međusobno nadmetati za prihvaćanje stavljene ponude.

Za izdavatelja bi svakako bilo korisno da se u dražbovne uvjete mogu staviti uvjeti zadržavanja djelatnosti, zadržavanje zaposlenih u nekom roku i slični uvjeti. No pri dodavanju tih uvjeta valja biti vrlo oprezan kako ne bi došli pod udar Komisije da je privatizacija „uvjetna“ i da nije u skladu s načelom *market vendor*.

Kod prodaje dionica temeljem prikupljanja ponuda (*tender*) Komisija naglašava zahtjev bezuvjetnosti u Vodiču. On je ispunjen ako je kupac načelno slobodan kupiti imovinu ili trgovačko društvo i slobodno je koristiti za svoje potrebe. U skladu s uspostavljenom praksom Komisije koja je utjelovljena u etabliranom *case-lawu*,<sup>88</sup> dodavanje takvih uvjeta prodaji (trgovačkog društva) koje ne bi dodao tržišni operater, opravdava sumnju da se radi o državnoj potpori. To zbog toga jer se polazi od pretpostavke da će *market economy vendor* htjeti prodati trgovačko društvo po

85 Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises, European Commission, Commission Staff Working Document, Brussels, 10.02.2012. swd (2012) 14 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/swd\\_guidance\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf), str. 11. (posjećeno 10.01.2015.).

86 Loc. cit.

87 Loc. cit.

88 Odluka Komisije od 25.3.1992. u predmetu C 29/1990 (ex NN 88/1989), *Intelhorce SA – Spain*, OJ L 176, 30.6.1992., str. 57., Odluka Komisije u predmetu C 38/1992, *Alumix – Italy*, OJ C 288, 1.10.1996., str. 4. Odluka Komisije od 8.9.1999. u predmetu C 73/1997, *Stardust Marine – France*, OJ L 206, 15.8.2000., str. 6. The Court of Justice usvojio je ovo načelo u Joined cases C-278/92, C-279/92 and C-280/92, *Spain v Commission*, [1994] ECR I-4103, para. 28.

najboljoj mogućoj cijeni bez dodavanja uvjeta koji bi doveli do sniženja te cijene. U slučaju otvaranja istražnog postupka kojeg je Komisija ovlaštena provesti, te okolnosti onda treba posebno dokazivati, odnosno opovrgavati.

U Vodiču se navodi da se, primjerice mogu dodavati uvjeti koji imaju zadatak isključiti ponuđače čiji su motivi spekulativni (autorice smatraju da bi takav zahtjev bio primjerice isključenje *PO Box companies* i sl.), odnosno uvjeti koji imaju zadatak osigurati brzo i sigurno plaćanje. Uvjeti koji ponuditelju nameću dužnost postupanja u skladu s propisima o zaštiti okoliša ne smatraju se problematičnima.<sup>89</sup> Međutim, uvjeti poput zabrane promjene sjedišta, lokacije proizvodnje, broja zaposlenih, razine ulaganja u istraživanje i razvoj i drugih parametara koji se nameću kupcu dovode do toga da bi takva provedba privatizacije trebala biti notificirana Komisiji.<sup>90</sup>

S druge strane, može se smatrati da se ponuda uvjetuje (pa onda postoji naznaka da se može raditi o državnoj potpori) ako odstupa od najbolje prakse na način da umjetno smanji broj potencijalnih ponuđača, usmjerava prodaju u korist nekoga od ponuđača, ili uvjetuje ponudu slijeđenjem iste poslovne strategije.<sup>91</sup> Tako ako se najboljeg ponuđača isključuje (ili onemogućava) da bude odabran kao najbolji samo zbog toga što želi slijediti drugu poslovnu strategiju, takav natječaj ne prolazi test bezuvjetnog. Komisija pri procjeni ne uzima samo u obzir uvjete izričito navedene u uvjetima natječaja, već i *de facto* uvjete.

#### **4.1. O nekim predmetima prodaje dionica u postupcima privatizacije koje je preispitivala Komisija i Opći sud**

Komisija je u odluci o privatizaciji *Austrian Bank Burgenland* naglasila potrebu restriktivne primjene stajališta da u postupku privatizacije (*competitive bidding procedure*) mora doći do prihvaćanja one ponude koja je najviša.<sup>92</sup> Primjenjujući MEVP test, koji zahtijeva da se postupak privatizacije provede na temelju otvorene, bezuvjetne i nediskriminatorne ponude najboljem ponuditelju, Komisija je smatrala da Vlada pokrajine Burgenland nije postupila u skladu s navedenim kriterijima kada je prodala Bank Burgenland austrijskoj osiguravajućoj grupaciji GRAWE koja je stavila drugu najbolju ponudu za kupnju te je time zanemarila najvišu ponudu koju je stavio austrijsko-ukrajinski konzorcij. Međutim, Komisija je ujedno istaknula dva slučaja u kojima može doći do prihvaćanja ponude po nižoj cijeni. To će biti ako se prodaja

89 Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises, European Commission, Commission Staff Working Document, Brussels, 10.02.2012. swd (2012) 14 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/swd\\_guidance\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf), str. 12. (posjećeno 10.01.2015.).

90 Dostupno na: <http://roadmap2014.schoenherr.eu/state-aid-rules-may-affect-privatisation-efforts-member-states/> (posjećeno 18.01.2015.).

91 Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises, European Commission, Commission Staff Working Document, Brussels, 10.02.2012. swd (2012) 14 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/swd\\_guidance\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf), str. 12. (posjećeno 10.01.2015.).

92 European Commission, Decision C 56/06 of 30.04.2008, OJ L 239/32 of 06.09.2008, Bank Burgenland, para. 119.

ponuditelju koji je ponudio najvišu cijenu „ne može ostvariti“ („*is not realisable*“) <sup>93</sup> te kada je opravdano uzimanje u obzir i drugih čimbenika, osim ponudene cijene.

Austrijske vlasti su tvrdile, između ostaloga, da bi u slučaju prodaje austrijsko-ukrajinskom konzorciju odobrenje transakcije nacionalnog regulatora financijskog tržišta (*Finanzmarktaufsicht*, FMA) bilo upitno/dvojbeno. Ujedno, nije bilo jasno bi li konzorcij „zadržao“ Bank Burgenland kao regionalnu banku. Također, prodaja konzorciju u sebi je nosila veći rizik ispunjenja danih jamstava (*Ausfallhaftung*). <sup>94</sup>

Presudom od 28. veljače 2012. godine Opći sud (*General Court*) je potvrdio odluku Komisije te je naglasio da bi primjenom MEVP testa trebalo prihvatiti najvišu ponudu neovisno o motivima potencijalnih ponuditelja. <sup>95</sup> Sud je dalje istaknuo da se uvjeti koji nisu sklopljeni prema redovitim tržišnim uvjetima (*regular market-terms*), poput „eventualne odgovornosti“ (*Ausfallhaftung*) pokrajine Burgenland ne mogu uzeti u obzir kod primjene MEVP testa. Osim kroz prodaju ponuditelju koji je ponudio najvišu cijenu u postupku nadmetanja, države članice mogu provesti privatizaciju na temelju procjene vrijednosti neovisnih stručnjaka. Međutim, Komisija smatra da je procjena stručnjaka samo drugi dobar pokazatelj za određivanje vrijednosti društva koje se privatizira te zahtijeva prethodnu notifikaciju postupaka privatizacije koja se temelji na stručnim procjenama. <sup>96</sup>

U predmetu *Automobile Craiova* (Odluka Komisije C 46/2007) od ponuđača se tražilo da „održi minimalni prag zaposlenosti“, zatim „određeni postotak ulaganja“ kao i „stupanj integracije proizvodnje“, odnosno da „dosegnu određeni stupanj proizvodnje“. Ti su uvjeti prema mišljenju Komisije uzrokovali pad cijene i odvratile natjecatelje od podnošenja ponude, a država je posljedično izgubila prihod od privatizacije. <sup>97</sup>

U odluci Komisije 1999/720/EC, odlučujući o potporama koje je Njemačka dala trgovačkom društvu *Gröditzer Stahlwerke*, Komisija je zaključila da privatizacija trgovačkog društva nije bila bezuvjetna. Zainteresirane strane bile su pozvane da podnesu poslovni plan u kojem su trebale objasniti detaljno obveze koje će preuzeti glede očuvanja (i kreiranja novih) radnih mjesta, budućih ulaganja i financiranja.

93 Otvorenim se pokazalo pitanje tumačenja „nemogućnosti ostvarenja“. Kod doslovnoga tumačenja dolazi se do zaključka da se prodaja uopće ne može ostvariti, međutim Opći sud je ublažio ovo stajalište i govori o „adekvatnom ostvarenju“. Haslinger, Birgit, *Tender Procedures in State Aid Law: The Bank Burgenland Case Before the General Court*, *European State Aid Law Quarterly*, vol. 12, no. 3, 2013., str. 594.

94 Temeljem *Landes-Hypothekenbank Burgenland-Gesetz*, LGBl. No 58/1991, ako dođe do nemogućnosti ispunjenja obveza Bank Burgenland pokrajina Burgenland odgovara kao jamac za sve obveze banke. Na temelju odredaba toga zakona svi vjerovnici izravno mogu postaviti zahtjev prema jamcu koji je dužan ispuniti obveze banke ako to banka ne bi mogla učiniti. Vidi više kod Haslinger, Birgit, op. cit., str. 589.

95 Judgment of the General Court of 28.02.2012., *Land Burgenland and Austria v Commission*, OJ C 109/9 of 14.04.2012.

96 Summary: *Land Burgenland (Austria) and Austria v. European Commission*, *Joined cases T-268/08 and T-281/08*, *European State Aid Law Quarterly*, vol. 12, no. 3, 2013., str. 587-597.

97 Činjenično stanje dostupno na: <http://www.kzk.gov.mk/sa/db/files/987/Draft%20Training%20Manual%20for%20Macedonian%20State%20Aid%20Department.pdf> (posjećeno 23.01.2015.).

Komisija je smatrala da je preuzimanje tih dodatnih obveza utjecalo na ispregovaranu prodajnu cijenu. Zaključeno je da se radilo o nedopuštenoj potpori te je naređeno njezino vraćanje.

### **5. ODABIR NAČINA PRODAJE SUKLADNO SLOBODI KRETANJA KAPITALA – SUDSKA KONTROLA I DOPUŠTENA IZUZEĆA**

Osim što država može privilegirati nekog ponuđača što se može ocijeniti kao nedopuštena državna potpora, postupak prodaje može biti tako koncipiran da ugrozi i slobodu kretanja kapitala. Ona je definirana u čl. 63. Ugovora o funkcioniranju Europske unije. Prema njemu, izričito su zabranjena sva ograničenja kretanja kapitala među državama članicama te između država članica i trećih zemalja. Vezano uz odabir modaliteta prodaje dionica iz državnog portfelja valja se osvrnuti na odredbu čl. 65. st. 1.b. UFEU-a, koja bi davala mogućnost državama članicama ograničiti slobodu kretanja kapitala temeljeći ograničenje na razlozima koji se definiraju kao javni poredak i javna sigurnost (*public policy and public security*). Međutim, valja istaknuti da čl. 65. st. 3. UFEU-a dodatno propisuje da „mjere i postupci“ prema čl. 65. st. 1.b. i 2. UFEU-a ne smiju biti sredstva arbitrarne diskriminacije (tj. mjere koje su usmjerene na isključenje točno određenih investitora) ili u sebi sadržavati prikriveno ograničenje (*disguised restriction*).

S druge strane, uporište za ograničenje slobode kretanja kapitala moglo bi se pronaći i u čl. 346. UFEU-a koji propisuje, tzv. opće izuzetke UFEU-a, a koji su primjenjivi neovisno o kojoj slobodi je riječ. Radi se o razlozima nacionalne sigurnosti i obrane.

Pored toga postoje izuzetci koje je razvila sudska praksa Europskog suda pravde (ECJ), gdje je kao izuzetak prihvaćen i javni interes. Sve su to razlozi koji se smatraju opravdanima (*justification*) za ograničenje slobode kretanja kapitala.

Stoga se u nastavku iznose neki slučajevi u kojima je utvrđen taj problem i njegov odnos prema dopuštenim izuzećima.

U predmetu *Association Eglise de scientologie de Paris and Scientology International Reserves Trust v. The Prime Minister*,<sup>98</sup> CJEU je ustanovio da poteškoće u identifikaciji i blokiranju kapitala jednom kada je ušao u državu članicu mogu u načelu opravdati različito tretiranje transakcija izravnih stranih ulaganja (*foreign direct investment*) koje bi mogle utjecati na javni poredak i javnu sigurnost.

U pogledu sustava prethodnog odobrenja (*prior administrative approval*) CJEU je u predmetima *Commission v. Spain*<sup>99</sup> i *Commission v. Portugal*<sup>100</sup> izrijekom odlučio da taj sustav „mora biti temeljen na objektivnim i nediskriminatornim kriterijima koji su unaprijed poznati poduzećima (*undertakings*) na koje se odnose te sve osobe na

98 Predmet C-54/99, dostupan na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:61999CJ0054> (posjećeno 16.01.2015.).

99 Predmet C-463/00, dostupan na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:62000CJ0463> (posjećeno 16.01.2015.).

100 Predmet C-367/98, dostupan na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:61998CJ0367> (posjećeno 18.01.2015.).

koje utječe takva mjera moraju imati mogućnost podnošenja pravnog lijeka“.

U predmetu *Alfredo Albore*<sup>101</sup> CJEU je ustanovio da zahtjev javne sigurnosti može opravdati ograničenje slobode kretanja kapitala samo pod uvjetom da se ujedno poštuje načelo proporcionalnosti (*proportionality*), a to znači da svako odstupanje od slobode mora ostati unutar ograničenja koji su prikladni (*appropriate*) za postizanje cilja i ne smije ići preko mjere koja je potrebna (*necessary*) za postizanje navedenoga cilja.

Za provođenje postupka privatizacije trgovačkih društava osobito je značajna odredba čl. 345. UFEU-a koja izričito propisuje da „Ugovori ni na koji način ne dovode u pitanje pravila kojima se u državama članicama uređuje sustav vlasništva (*property ownership*)“.<sup>102</sup> Sudska praksa ECJ-a koja se temelji na čl. 345. UFEU-a ograničena je i uglavnom se odnosi na izvlaštenje. U svojoj važnoj presudi glede „posebnih prava što ih imaju javne vlasti“ (sudska praksa o *zlatnim dionicama*), Sud je rekao da se države članice ne mogu pozivati na čl. 345. UFEU-a kako bi opravdale poteškoće koje proizlaze iz činjenice da one imaju privilegiran položaj (dioničara) u trgovačkom društvu koje se privatizira. U predmetu *Commission v. Italy*<sup>103</sup> Sud je presudio da „odredbe Ugovora o slobodi kretanja kapitala ne prave razliku između privatnih i javnih poduzeća (*private undertakings and public undertakings*) kao i onih u kojima ima i u kojima nema vladajući položaj“.

## **6. FRANCUSKI SLUČAJ ALSTOM – JESU LI PREKORAČENA DOPUŠTENA IZUZEĆA OD SLOBODE KRETANJA KAPITALA**

Nedavni slučaj akvizicije francuskog Alstoma od General Electrica pokazuje da je Francuska rukovođena potrebom zaštite svojih nacionalnih interesa izvršila promjene u svom zakonodavstvu kako bi osigurala dodatnu zaštitu kada se radi o stranim ulaganjima u sektore koje je Francuska definirala kao senzitivne. Uveden je, tzv. sustav *autorisation préalable* odnosno prethodnog odobrenja Vlade Republike Francuske, kada god se radi o akviziciji cijelog ili dijela djelatnosti ili o stjecanju kontrole ili kontrolnog paketa nad francuskim trgovačkim društvom koje se bavi navedenim djelatnostima. Ova legislativna promjena nije prošla nezapaženo od Komisije, pa je gospodin Michel Barnier bio pozvan da se očituje o tome.<sup>104</sup> Ono što se je pojavilo kao prijedor bilo je pitanje je li Francuska uvevši ovu zakonodavnu promjenu povrijedila jednu od temeljnih gospodarskih sloboda, a to je sloboda kretanja kapitala.

101 Predmet C-423/98, dostupan na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:61998CJ0423> (posjećeno 18.01.2015.). Isto stajalište Sud je već ranije zauzeo u predmetu C-222/84, *Johnston v. Chief Constable of the Royal Ulster Constabulary* [1986] ECR 1651, para. 38.

102 “*The Treaties shall in no way prejudice the rules in Member States governing the system of property ownership*”

103 Predmet C-174/04, dostupan na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:62004CJ0174> (posjećeno 19.01.2015.).

104 Vidi video zapis Izjave za javnost gospodina Barniera, dostupno na: <http://ec.europa.eu/avservices/video/player.cfm?ref=I089477> (posjećeno 20.01.2015.).

### 6.1. Kronološki prikaz akvizicije Alstoma

Godine 2014. 24. travnja objavljeno je (Bloomberg L.P.) da General Electric (GE) pregovara o stjecanju Alstoma u vrijednosti od 13 milijarde američkih dolara kao i tvrdnja da za tu transakciju ima podršku dioničara *Bouygues* koji drži 29 % dionica Alstoma.<sup>105</sup> Tržište je odreagiralo porastom cijene dionica Alstoma za 18 % u jednom danu. Međutim, niti GE niti Alstom nisu potvrdili objavljene informacije.

Godine 2014. 27. travnja objavljeno je (Le Figaro) da je Siemens dao ponudu (*cash plus asset swap*)<sup>106</sup> u novcu koja je jednako dobra kao i ponuda GE, međutim istaknuo je da Siemens namjerava steći Alstomov *power business* u zamjenu za željeznički biznis (*rail transport arm*) te je garantirao zadržavanje radnih mjesta.<sup>107</sup> U medijima se isticalo da Siemensova ponuda uživa podršku francuskog ministra gospodarstva Arnauda Montebourga. Međutim, proizvodni programi Siemensa i Alstoma bili su sličniji pa je to predstavljalo veći rizik za radna mjesta kao i pokretanje postupaka europskih regulatornih tijela koji nadziru tržišno natjecanje (s obzirom na to da se radi o koncentraciji).<sup>108</sup> Siemensova prva ponuda okarakterizirana je kao „defenzivna“, a investitori i analitičari primili su je sa skepticizmom.<sup>109</sup>

Dva dana kasnije (29. travnja 2014.) Reuters je objavio da je upravni odbor Alstoma prihvatio ponudu GE u visini od 10 milijardi eura za njegovu komponentu energetske djelatnosti.<sup>110</sup> U pismu CEO GE-oa Jeffrey R. Immelta predsjedniku Francois Hollandeu, koje je objavljeno u *Les Echos Immelt*, ističe se namjera GE-a da kontinuirano ulaže u Alstomove djelatnosti u Francuskoj, sigurnost u pogledu Alstomovog sudjelovanja u francuskom civilnom nuklearnom sektoru kao i pitanje

105 Kirchfeld, Aaron; Campbell, Matthew, McCracken, Jeffrey (24 April 2014), General Electric Said in Talks to Buy France's Alstom, Bloomberg, dostupno na: <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-23/ge-said-in-talks-to-buy-france-s-alstom-for-about-13-billion.html> (posjećeno 20.01.2015.).

106 Letessier, Ivan (27 April 2014), "Alstom: le gouvernement travaille à un projet franco-allemand avec Siemens", dostupno na: <http://www.lefigaro.fr/societes/2014/04/26/20005-20140426ARTFIG00160-alstom-le-gouvernement-travaille-a-un-projet-franco-allemand-avec-siemens.php> (posjećeno 20.01.2015.).

107 Kirchfeld, Aaron, de Beaupuy, Francois, Webb, Alex (27 April 2014), "Siemens Said to Offer Alstom Asset Swap to Beat GE Bid", dostupno na: <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-25/ge-executives-to-meet-with-french-government-on-alstom-takeover.html> (posjećeno 21.01.2015.), Campbell, Matthew, Fouquet, Helene, de Beaupuy, Francois (28 April 2014), "GE's Alstom Bid Gains Steam as Hollande Said Not Opposed", dostupno na: <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-27/ge-battles-for-alstom-as-siemens-wins-french-support.html> (posjećeno 21.01.2015.).

108 Meichtry, Stacy, Gauthier-Villars, David (27 April 2014), "Siemens's New Alstom Bid Disrupts GE Deal", dostupno na: <http://online.wsj.com/articles/new-siemens-bid-for-alstom-disrupts-deal-with-ge-1398643058> (posjećeno 21.01.2015.).

109 Protard, Matthieu, Sheahan, Maria (29 April 2014), "Alstom accepts 10 billion euro GE bid for its energy unit", dostupno na: <http://www.reuters.com/article/2014/04/29/us-alstom-offer-idUSBREA3S0US20140429> (posjećeno 21.01.2015.).

110 Protard, Matthieu, Sheahan, Maria (29 April 2014), "Alstom accepts 10 billion euro GE bid for its energy unit", dostupno na: <http://www.reuters.com/article/2014/04/29/us-alstom-offer-idUSBREA3S0US20140429> (posjećeno 21.01.2015.).

radnih mjesta u svezi s novom tvornicom Alstom Wind.<sup>111</sup>

Sutradan (30. travnja 2014.) Alstom je potvrdio da je primljena ponuda za djelatnost termalne energije (*Thermal Power*), obnovljive energije (*Renewable Power*) i sektor dalekovoda (*Grid Sector*) te da se u ocjeni ponude trebaju razmotriti bitni interesi društva i dioničara uključujući i interese francuske države.<sup>112</sup> U izvješću za javnost dalje se naglašava da će transakcija biti preispitivana sukladno propisima koji uređuju kontrolu koncentracija kao i pribavljanje ostalih odobrenja. U skladu s posebnim propisom (*AFEP-Medef Code*), za provođenje transakcije potrebno je odobrenje dioničara (glavne skupštine). Dalje se u izvješću za javnost navodi da se je *Bouygues*, koji je držao 29 % dionica Alstoma, obvezao da neće prodati svoje dionice do davanja odobrenja te je istaknuo da će podržati prijedlog upravnog odbora Alstoma.<sup>113</sup> Isti dan GE je potvrdio da je dao ponudu u vrijednosti od 16,9 milijarde američkih dolara.

U nastavku događaja, 5. svibnja 2014. godine GE je objavio ponudu za kupnju jedne četvrtine dionica indijskog društva kćeri Alstoma (*Alstom's Indian Power and Distribution companies - Alstom T&D India and Alstom India*), pod uvjetom da ponuda za Alstom SA (Fr) bude uspješna.<sup>114</sup> Isti je dan francuska vlada izjavila je da nije podržala ponudu GE jer je zabrinuta za budućnost Alstomove djelatnosti željezničkog prometa (*rail transport business*) te je predložila da GE prenese svoju djelatnost željezničkog prometa (*rail division*) Alstomu. Ujedno je istaknula zabrinutost što će Francuska postati tehnološki ovisna u domeni civilne nuklearne djelatnosti, budući da je ocijenjeno da bi prihvaćanjem ponude Francuska izgubila svoju neovisnost na ovom, za državu značajnom području. Dalje je istaknuto i otvoreno pitanje zadržavanja radnih mjesta u Francuskoj.<sup>115</sup>

Valja istaknuti da država nije držala Alstomove dionice te da je Alstom upravo zbog značajnih i važnih djelatnosti koje obavlja primio državne potpore u iznosu od 2,2 milijarde eura. Ujedno, država je bila najvažniji Alstomov kupac.

U iznenađujuće kratkom roku Francuska je 14. svibnja 2014. godine donijela

111 Le Billon, Veronique (29 April 2014), "Alstom : ce que promet General Electric à Hollande", dostupno na: [http://www.lesechos.fr/29/04/2014/lesechos.fr/0203471029595\\_alstom---ce-que-promet-general-electric-a-hollande.htm](http://www.lesechos.fr/29/04/2014/lesechos.fr/0203471029595_alstom---ce-que-promet-general-electric-a-hollande.htm) (posjećeno 22.01.2015.).

112 Alstom is considering the proposed acquisition of its Energy activities by GE and the creation of a strong standalone market leader in the rail industry (Press release), Alstom, 30 April 2014, dostupno na: <http://www.alstom.com/en/press-centre/2014/4/alstom-is-considering-the-proposed-acquisition-of-its-energy-activities-by-ge-and-the-creation-of-a-strong-standalone-market-leader-in-the-rail-industry/> (posjećeno 22.01.2015.).

113 Alstom is considering the proposed acquisition of its Energy activities by GE and the creation of a strong standalone market leader in the rail industry (Press release), Alstom, 30 April 2014, dostupno na: <http://www.alstom.com/en/press-centre/2014/4/alstom-is-considering-the-proposed-acquisition-of-its-energy-activities-by-ge-and-the-creation-of-a-strong-standalone-market-leader-in-the-rail-industry/> (posjećeno 22.01.2015.).

114 Jolly, David (5 May 2014), "France Says It Opposes G.E.'s Bid for Alstom Unit", dostupno na: [http://dealbook.nytimes.com/2014/05/05/france-says-it-opposes-g-e-s-bit-for-alstom-unit/?\\_php=true&\\_type=blogs&\\_php=true&\\_type=blogs&\\_r=1&](http://dealbook.nytimes.com/2014/05/05/france-says-it-opposes-g-e-s-bit-for-alstom-unit/?_php=true&_type=blogs&_php=true&_type=blogs&_r=1&) (posjećeno 22.01.2015.).

115 Jolly, David (5 May 2014), "France Says It Opposes G.E.'s Bid for Alstom Unit", dostupno na: [http://dealbook.nytimes.com/2014/05/05/france-says-it-opposes-g-e-s-bit-for-alstom-unit/?\\_php=true&\\_type=blogs&\\_php=true&\\_type=blogs&\\_r=1&](http://dealbook.nytimes.com/2014/05/05/france-says-it-opposes-g-e-s-bit-for-alstom-unit/?_php=true&_type=blogs&_php=true&_type=blogs&_r=1&) (posjećeno 22.01.2015.).



Dekret o stranim investicijama koje su podvrgnute postupku prethodnog odobrenja (*Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable*<sup>116</sup>) koji se kolokvijalno naziva „*décret Alstom*” ili “*décret Montebourg*”. Cilj je tog dekreta bio osigurati francuski nacionalni interes u osjetljivim djelatnostima, kakva je bila i djelatnost Alstoma.

U nastavku „pripetavanja“ 16. lipnja 2014. godine Siemens i Mitsubishi Heavy Industries (MHI) dali su konkurentsku ponudu. Njome je bilo ponuđeno da Siemens stekne Alstomovu djelatnost plinskih turbina (*Alstom's gas turbine activities*) za 3.9 milijarde eura, a MHI bi sklopio ugovor o zajedničkom ulaganju (*joint venture*) s Alstomom i na taj način stekao 40 % Alstomovog parnog i nuklearnog biznisa (*Alstom's Steam and Nuclear business*), 20 % djelatnosti dalekovoda (*Alstom's Grid business*) i 20 % djelatnosti hidroenergije (*Hydro business*) za 3.1 milijarde eura. Prijedlog je uključivao i dodatnu ponudu za stjecanje 10 % dionica od dioničara Alstoma – Bouyguesa kao i mogućnost formiranja zajedničkog ulaganja (*joint venture*) za željeznički prijevoz (*rail transport*).<sup>117</sup>

Nije se dugo čekalo na odgovor GE-a. On je 19. lipnja 2014. godine revidirao svoju ponudu na način da je ponuđena ista cijenu za stjecanje imovine (navedenih djelatnosti), ali je smanjena ukupna vrijednost transakcije u gotovini. Revidiranom ponudom predloženo je sklapanje ugovora o zajedničkom ulaganju (*joint venture*) u omjerima 50:50 kombiniranjem GE-ovog i Alstomovog biznisa koji se odnosi na obnovljive izvore energije i dalekovode (*renewable and electric grid business*), kao i sklapanje ugovora o zajedničkom ulaganju u omjeru 50:50 u segmentu Alstomove djelatnosti parnih turbina i struje proizvedene nuklearnom energijom. GE je također objavio memorandum o razumijevanju (*memorandum of understanding*) koji se odnosi na sektor željezničkog prometa (*rail transport sector*), na način da je obećao prodati svoju djelatnost željezničke signalizacije (*rail signalling business*) Alstomu.<sup>118</sup>

Kao odgovor na ponudu GE-a 20. lipnja 2014. godine Siemens i MHI izmijenili su svoju ponudu na način da je MHI povećao svoj udio u Alstomovom biznisu vezanom uz parnu energiju, hidro energiju i djelatnost dalekovoda (*steam, hydro, and grid businesses*) na 40 % (ukupno 3.9 milijarde eura), a Siemens je povećao ponudu na 4.3 milijarde eura.<sup>119</sup>

Nakon toga, ministar gospodarstva Arnaud Montebourg je izjavio da će “blokirati” obje ponude te je izjavio da Francuska vlada sada podupire prijedlog GE-a. Također je izjavio da su od GE-a tražene dodatne specifikacije/objašnjenja kao i u

116 Dostupno na: <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000028933611>

117 Mitsubishi Heavy Industries and Siemens provide a compelling proposal for Alstom (Press release), Mitsubishi Heavy Industries / Siemens, 16 June 2014, dostupno na: <http://www.siemens.com/press/pool/de/pressemitteilungen/2014/corporate/AXX20140646e.pdf> (posjećeno 22.01.2015.).

118 Mallet, Natalie (19 June 2014), “GE reshapes Alstom offer to appease France”, dostupno na <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-19/ge-offers-rail-signaling-to-alstom-to-win-deal-backing.html>

119 Mitsubishi Heavy Industries and Siemens specify proposal to Alstom (press release), Siemens / Mitsubishi Heavy Industries, 20 June 2014, dostupno na: <http://www.siemens.com/press/pool/de/pressemitteilungen/2014/corporate/AXX20140650e.pdf> (posjećeno 22.01.2015.).

pogledu obveza i jamstava. Ujedno je objavio namjeru Vlade da stekne 20 % dionica *Bouyguesa* (koji je bio dioničar *Alstoma*). Sljedeći dan sastao se Upravni odbor *Alstoma* te je podržao revidiranu ponudu GE-a.

Francuska vlada je dogovorila s *Bouyguesom* stjecanje tih dionica *Alstoma*, 22. lipnja 2014. godine. Transakcija je obavljena po diskontnoj stopi od 2 do 5 % a osnovna cijena dionice bila je minimalno 35 eura.<sup>120</sup> Dakle, vlada je stekla 20 % dionica *Alstoma* čime je postala najveći pojedinačni dioničar društva.

Iz ovoga vremenski vrlo zgusnutog tijeka akvizicije *Alstoma* vidljivo je da je država odigrala ključnu ulogu u prodaji nacionalnog blaga, čiji „vlasnik“ zapravo inicijalno nije bila. S donošenjem navedenog dekreta omogućena je zaštita nacionalnih interesa na način koji ne bi trebao ugroziti slobodu kretanja kapitala, odnosno koji bi trebao iskoristiti legitimna izuzeća. Stoga se u nastavku iznose najvažniji propisi toga Dekreta.

## 6.2. Dekret *Alstom*

Navedeni Dekret dio je francuskoga monetarnog i financijskog zakonika (*Code monétaire et financier*). Prva knjiga nosi naziv *La monnaie* (novac). Peti dio te knjige nosi naslov: Odnosi s elementom inozemnosti (*Titre V: les relations avec l'étranger*) dok treće poglavlje tog dijela govori o stranim ulaganjima koja su podvrgnuta sustavu prethodnog odobrenja (*Chapitre III: Investissements étrangers soumis à autorisation préalable*). Prva sekcija toga poglavlja govori o ulaganjima stranaca iz trećih država (*Section 1: Dispositions relatives aux investissements étrangers en provenance de pays tiers*). Unutar te sekcije bitni su članci R153-1 i R153-2. Druga sekcija odnosi se na ulaganja koja potječu iz država članica EU-a (*Section 2: Dispositions relatives aux investissements en provenance des Etats membres de l'Union européenne*).

Prema čl. R153-1 *Code monétaire et financier* radi se o ulaganjima koja se podvrgavaju postupku prethodnog odobrenja ako dovode: 1) do stjecanja kontrole u smislu čl. 233-3 Trgovačkog zakonika (*Code de Commerce*) nekog društva čije je sjedište u Francuskoj, 2) ako dolazi do stjecanja cijelog ili dijela poslovanja nekog društva čije je sjedište u Francuskoj, 3) ako dolazi do pribavljanja 33,33 % temeljnoga kapitala ili glasačkih prava nekog društva čije je sjedište u Francuskoj. Da bi se ta ulaganja smatrala stranim ulaganjima moraju ih poduzeti strane fizičke ili pravne osobe.

Čl. R153-2 nabraja djelatnosti za koje se uvodi sustav prethodnog odobrenja. U točkama 1.-8. Dekreta navode se, primjerice sljedeće djelatnosti (koje nisu relevantne za *Alstom*): djelatnost igara na sreću (osim kockarnica), djelatnosti privatne zaštite, djelatnosti obrane, djelatnosti proizvodnje robe i tehnologija koje imaju dvostruku primjenu, djelatnosti vezane uz sredstva i usluge kriptologije, aktivnosti koje su iz

120 Mallet, Benjamin, Frost, Laurence (23 June 2014), "France secures Alstom stake option ahead of GE tie-up", dostupno na: [www.reuters.com](http://www.reuters.com) (posjećeno 22.01.2015.), "France secures option to buy Alstom stake from Bouygues", dostupno na: [www.reuters.com](http://www.reuters.com), 22 June 2014, Landauro, Inti, Meichtry, Stacy (22 June 2014), "France Lifts Hurdle to GE-Alstom Deal", dostupno na: [online.wsj.com](http://online.wsj.com).

domene tajnih službi ili nacionalne obrane, aktivnosti društava koja su s ministarstvom obrane sklopile ugovor o dobavi vojne opreme i sl., kao i ona koja proizvode oružje, streljivo eksplozivne naprave namijenjene za vojnu uporabu i sl.

Za Alstom je bitna točka 12. navedenoga članka R153-2 upravo dodana tim Dekretom, jer omogućava primjenu navedenog postupka prethodnog odobrenja na Alstom.<sup>121</sup> Pobjrojane su djelatnosti kojima se proizvode sirovine ili proizvodi odnosno obavljaju usluge koje se odnose na sigurnost ili na dobro funkcioniranje postrojenja i opreme, a koje su važne za osiguranje interesa države odnosno javnog poretka, javne sigurnosti ili nacionalne obrane pa se u nastavku navode:

- a) djelatnosti kojima se osigurava integritet, sigurnost i kontinuitet opskrbe električnom energijom, plinom, ugljikovodicima ili drugim izvorima energije;
- b) djelatnosti kojima se osigurava integritet, sigurnost i kontinuitet opskrbe vodom u skladu s propisima koji su doneseni u interesu javnog zdravlja;
- c) djelatnosti kojima se osigurava integritet, sigurnost i kontinuitet pri eksploataciji prometnih sredstava i pri odvijanju transportnih usluga;
- d) djelatnosti kojima se osigurava integritet, sigurnost i kontinuitet pri eksploataciji elektroničkih sredstava i pri obavljanju usluga u domeni elektroničkih komunikacija;
- e) integritet, sigurnost i kontinuitet u eksploataciji ustanove, instalacije, djela od posebne važnosti u smislu čl. 1332-1 i 1332-2 Zakona o obrani;
- f) djelatnosti koje se odnose na zaštitu javnog zdravlja.

Iz navedenog je razvidno da se Francuska navedenim dekretom koristila uglavnom izuzetcima od slobode kretanja kapitala koja se mogu svrstati u razloge javne sigurnosti, javnog zdravlja razloga obrane i sl. Na taj način je Francuska ostala u granicama dopustivih ograničenja, a istodobno je zaštitila svoj nacionalni interes.

Međutim, Komisija je istaknula da je francusko rješenje „u sustavu praćenja Komisije“.<sup>122</sup> Postavlja se pitanja bi li Komisija bila tako blagonaklona, da je takav

121 U izvorniku točka 12. glasi: „*Autres activités portant sur des matériels, des produits ou des prestations de services, y compris celles relatives à la sécurité et au bon fonctionnement des installations et équipements, essentielles à la garantie des intérêts du pays en matière d'ordre public, de sécurité publique ou de défense nationale énumérés ci-après: a) Intégrité, sécurité et continuité de l'approvisionnement en électricité, gaz, hydrocarbures ou autre source énergétique; b) Intégrité, sécurité et continuité de l'approvisionnement en eau dans le respect des normes édictées dans l'intérêt de la santé publique; c) Intégrité, sécurité et continuité d'exploitation des réseaux et des services de transport; d) Intégrité, sécurité et continuité d'exploitation des réseaux et des services de communications électroniques; e) Intégrité, sécurité et continuité d'exploitation d'un établissement, d'une installation ou d'un ouvrage d'importance vitale au sens des articles L. 1332-1 et L. 1332-2 du code de la défense; f) Protection de la santé publique.*“

122 Chantal Hughes, glasnogovornica europskog povjerenika za unutarnje tržište Michela Barniera, izjavila je da je Komisija kontaktirala francuske vlasti glede tog pitanja te primila tu uredbu „na znanje“. „Podsjećamo da ograničenja slobode kretanja kapitala mogu biti opravdana ako je cilj vezan za javnu politiku i javnu sigurnost. Svaka akcija ograničavanja slobode kretanja mora biti razmjerna i služiti javnom interesu. Pozorno ćemo pratiti primjenu te uredbe, tj. sustavno pratiti svaku primjenu zakona koji se tiču investicija, a posebice provjeravati one koje nisu isključivo usmjereni postizanju ekonomskih ciljeva“, navodi se u njezinu priopćenju. Dostupno

dekret donijela neka nova država članica.

## 7. ZAKLJUČAK

Prodaja dionica iz državnog portfelja proces je u kojem dolazi do primjene mnogobrojnih propisa, od onih koji se odnose na uređenje postupka i modaliteta prodaje do onih koji dovode u pitanje hoće li se neka prodaja dionica (privatizacija) okarakterizirati kao državna potpora odnosno kao postupak ili mjera koja je protivna slobodi kretanja kapitala. Na razini odgovora na prvo pitanje treba reći da bi u postupcima prodaje uvijek trebalo dati prednost transparentnijim oblicima prodaje s obzirom na to da između njih postoje značajne razlike. S druge strane, s obzirom na to da je ponuđeno čak sedam modaliteta postoje realne mogućnosti prilagodbe tog modaliteta okolnostima u kojima se nalazi svako od portfeljnih društava. Uzevši u obzir iskustvo provedbe akvizicije francuskoga Alstoma, a imajući u vidu okolnost da se i u nas često prodaju dionice društava koja obavljaju djelatnost koja predstavlja djelatnost od strateškog ili javnog interesa, postavlja se pitanje, treba li RH iskoristiti mogućnost koju je iskoristila Francuska i ugraditi u svoje zakonodavstvo neke zaštitne mehanizme koji će se kretati unutar dopuštenih izuzeća od slobode kretanja kapitala. Kako je s relativno bezbolnim „prolaskom“ dekreta Alstom presedan na razini EU-a već uspostavljen, valjalo bi razmisliti o mogućnosti uređenja tog pitanja i u RH. U pogledu primjene prava kojim se uređuju državne potpore, institucije ovlaštene za provedbu prodaje trebaju vrlo pomno razmotriti doseg pravila o nedopuštenim državnim potporama i paziti da se izaberu takvi postupci i ponuđači koji neće dovesti u pitanje. Naravno svakoj prodaji dionica iz državnog portfelja treba pristupiti na način da se odabirom modaliteta prodaje ne ugrozi načelo *market economy vendor principle* s obzirom na to da njegovu primjenu pomno prati Komisija, te može odrediti vraćanje nedopuštene državne potpore.

## Summary

**SELLING SHARES OF STATE OWNED ENTERPRISES –  
METHODS APPLIED IN PRIVATIZATION PROCESS AND  
OPEN ISSUES<sup>123</sup>**

Recent trends in the EU Member States, as well as in the Republic of Croatia, show an increase in the sale of shares of state owned enterprises. In this paper authors sought to investigate permissive and available techniques of selling those shares. The dilemma is how to achieve the best selling price by choosing one of the prescribed methods without being in breach of the rules concerning state aid and free movement of capital. Moreover, since many state owned enterprises are playing vital role in the Croatian economy, the question arises how to protect national interests and in the same time stay in line with principles of free movement of capital and state aid rules. The Croatian law provides seven methods of selling the shares. When selecting the method, in order to be in compliance with state aid rules, it is necessary to take into account Market Economy Vendor Principle as spelled out in the Guidance Paper adopted by the Commission. Although this Guidance Paper does not represent an official position of the Commission on the issue, its importance is highlighted in the Commission's decisions and court practices in the European Union. As far as principle of the free movement of capital is concerned, the question arises, whether some permissible exceptions as to it could be a source to protect national interest in companies that are of strategic interest. The paper gives an overview of the recent acquisition of Alstom by General Electric in which France protected its national strategic interests by issuing special decree in which it evokes the application of the permissive exceptions to the principle of the free movement of capital. Although the case is still "in the monitoring of the Commission", authors explore viability of that method in the Republic of Croatia.

**Key words:** *privatization, state-owned enterprises, types of sale of shares, share issue privatization, protection of state interests, state aid, free movement of capital, Market Economy Vendor Principle, the Alstom decree*

<sup>123</sup> This work has been fully supported by/supported in part by the University of Rijeka under the project number 13.08.1.2.01 „Protection of beneficiary on the Croatian and European financial services market“.

Zusammenfassung

**MODALITÄTEN DES AKTIENVERKAUFS AUS DEM  
PORTEFEUILLE DER REPUBLIK KROATIEN –  
AKTUALITÄTEN BEI DER ANWENDUNG**

Moderne Trends in den Mitgliedsstaaten der EU und in der Republik Kroatien weisen auf die Tendenz des Aktienverkaufs aus dem Portefeuille des Staates hin. Bei der Verkaufsdurchführung kommen verschiedene Fragen vor: von der Wahl der angemessenen Verkaufsmodalität bis zur Erzielung des besten Verkaufspreises. Da die EU sehr kritisch überprüft, ob der Staat die Modalität im Sinne des Rechts über Staatszuschüsse und die Freiheit des Kapitalverkehrs auswählt, stellt sich die Frage, auf welche Art und Weise man die nationalen Interessen beim Verkauf schützen sollte, insbesondere falls es sich um Gesellschaften vom strategischen Interesse für die Republik Kroatien handelt. Es wird festgestellt, dass es im kroatischen Recht sieben Verkaufsmodalitäten gibt, von welchen manche die Modellierung von Bedingungen zulassen. Bei der Wahl der einzelnen Modalität sollte man die Leitlinie der Kommission beachten, beziehungsweise sich an das sog. Market Economy Vendor Principle halten. Sonst wird der Staat der Gefahr ausgesetzt, dass der vorerwähnte Verkauf für den Staatszuschuss gehalten wird und deshalb seine Zurückziehung angeordnet wird. Im Kontext des Bedürfnisses nach dem Schutz von nationalen Interessen wird darauf hingewiesen, dass man sie beachten muss, indem man sich auf die Befreiung von der Freiheit des Kapitalverkehrs bei Privatisierungsverfahren beruft. In der Arbeit wird die vor kurzem stattgefundenen Übernahme Alstoms durch General Electrics dargestellt, wo der Republik Frankreich gelang, durch Erlassung eines Dekrets ihr nationales Interesse zu schützen. Obwohl der erlassene Beschluss noch immer „von der Kommission geprüft wird“, wird die Frage gestellt, ob auch Kroatien diesen Weg gehen sollte.

**Schlüsselwörter:** *Privatisierung, im „Eigentum“ des Staates stehende Gesellschaft, Modalitäten des Aktienverkaufs, Privatisierung durch Aktienverkauf auf dem Kapitalmarkt, Schutz von staatlichen Interessen, Staatszuschuss, Freiheit des Kapitalverkehrs, Market Economy Vendor Principle, das Dekret Alstom.*

Riassunto

## MODALITÀ DI VENDITA DELLE AZIONI DAL PORTAFOGLIO DELLA REPUBBLICA DI CROAZIA: ATTUALITÀ NELL'ATTUAZIONE

Le tendenze contemporanee negli Stati membri dell'Unione europea e nella Repubblica di Croazia indicano il *trend* della vendita delle azioni detenute nel portafoglio statale. Nell'espletamento della vendita si presentano diverse questioni: dalla scelta della modalità di vendita adeguata fino al raggiungimento del migliore prezzo di vendita. Posto che l'UE scruta con la lente di ingrandimento se lo Stato sceglie una modalità di vendita rispettosa del diritto agli aiuti statali e della libertà di circolazione del capitale, dinnanzi alle autrici s'è presentato l'interrogativo come tutelare gli interessi nazionali in occasione della vendita, specialmente se si tratta di società di interesse strategico per la Repubblica di Croazia. Le autrici hanno accertato che nel diritto croato sono previste sette modalità di vendita, delle quali alcune lasciano spazio ad ulteriori modellamenti della vendita. In occasione della scelta del singolo modello, occorre tenere conto della Guida emanata dalla Commissione, ossia comportarsi nel rispetto del *Market Economy Vendor Principle*. Diversamente, lo Stato si espone al pericolo che detta vendita sia ritenuta alla stregua di un aiuto di stato e per l'effetto alla sua restituzione. Nel contesto dell'esigenza di tutela degli interessi nazionali, le autrici segnalano la possibilità di tenere in considerazione dette vendite, richiamandosi alle eccezioni alla libertà di circolazione del capitale, quando siano in atto processi di privatizzazione. Nel contributo si illustra la recente acquisizione dell'*Alstom* da parte della *General Electric* nella quale occasione la Repubblica di Francia, mediante l'emanazione di una legge speciale, è riuscita a tutelare i suoi interessi nazionali. Benché tale soluzione sia ancora sotto l'esame della Commissione, si pone l'interrogativo se la Repubblica di Croazia non debba andare per la stessa via.

**Parole chiave:** *privatizzazione, società di proprietà statale, modalità di vendita delle azioni, privatizzazione mediante la vendita di azioni sul mercato del capitale, tutela degli interessi statali, aiuto di stato, libertà di circolazione del capitale, Market Economy Vendor Principle, decreto Alstom.*