

# PRAVNO UREĐENJE KUPNJE DIONICA CILJNOG DRUŠTVA ZADUŽIVANJEM (LBO TRANSAKCIJE)

---

Prelič, Saša; Zubović, Antonija

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2018, 39, 301 - 333**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

<https://doi.org/10.30925/zpfsr.39.1.10>

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:801961>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-04**

**PRAVRI**

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

## PRAVNO UREĐENJE KUPNJE DIONICA CILJNOG DRUŠTVA ZADUŽIVANJEM (LBO TRANSAKCIJE)

Izv. prof. dr. sc. Saša Prelič\*  
Doc. dr. sc. Antonija Zubović\*\*

UDK 347.728.2  
<https://doi.org/10.30925/zpfsr.39.1.10>  
Ur.: 16. veljače 2018.  
Pr.: 25. veljače 2018.  
Izvorni znanstveni rad

### Sažetak

*U radu se obrađuju transakcije kod kojih se stjecanje dionica financira zaduživanjem ciljnog društva (LBO transakcije), ukazujući na otvorena pitanja u njihovoj primjeni. Autori se posebno osvrću na primjenu propisa o povezanim društvima te na provođenje statusne promjene pripajanja kod LBO transakcija. Budući da je praksa pokazala da se LBO transakcije često koriste u postupcima preuzimanja, autori u zasebnom poglavlju obrađuju korištenje ovih transakcija u tim postupcima. U radu se analizira europski regulatorni okvir uređenja LBO transakcija te se iznose i uspoređuju rješenja hrvatskoga, slovenskog i talijanskog prava. Uspoređujući rješenja istraženih pravnih poredaka uočeno je da su sva tri istražena pravna poretka različito uređila ove transakcije. Dok su Hrvatska i Italija uređile LBO transakcije na način kako ih uređuje Druga direktiva u pravu društava, slovenski je zakonodavac znatno pooštrio uvjete za korištenje ovih transakcija, odnosno de facto onemogućio njihovo korištenje. Temeljem rezultata provedenoga istraživanja, autori zaključno daju prijedloge rješenja de lege ferenda.*

**Ključne riječi:** *LBO transakcije, MBO transakcije, preuzimanje dioničkih društava, ciljno društvo, zaduživanje društva, povezana društva, pripajanje.*

\* Dr. sc. Saša Prelič, izvanredni profesor Pravnog fakulteta Sveučilišta u Mariboru; [sasa.prelic@um.si](mailto:sasa.prelic@um.si).

\*\* Dr. sc. Antonija Zubović, docentica Pravnog fakulteta u Rijeci; [azubovic@pravri.hr](mailto:azubovic@pravri.hr).  
Ovaj rad su financirali Hrvatska zaklada za znanost projektom br. 9366 „Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju” te Sveučilište u Rijeci projektom br. 13.08.1.2.01 „Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga”.

## 1. UVOD

Jedno od ključnih pitanja u postupku stjecanja dionica društva, osobito u postupku preuzimanja, koji ima za cilj stjecanje ili učvršćivanje kontrole nad društvom, pitanje je načina financiranja stjecanja dionica ciljnoga društva. Stjecatelju je u interesu steći dionice po što povoljnijoj cijeni te uz korištenje za njega najpovoljnije financijske transakcije. Jedan od načina financiranja stjecanja dionica jest kroz transakciju u kojoj se stjecanje dionica ciljnoga društva financira zaduživanjem samoga ciljnog društva, tzv. *leveraged buy-out* transakcije. Kod ovih transakcija financijski rizik stjecanja dionica prebacuje se sa stjecatelja na ciljno društvo. Dakle, ciljno društvo je ono koje na sebe preuzima rizik otplate duga. Upravo tako postavljena financijska konstrukcija otvara niz otvorenih pitanja na koja je potrebno dati odgovor. To je ponajprije dopustivost ovakvih transakcija, način njihove provedbe, kao i zadiranje u osnovna načela prava društava. Ova pitanja bit će naglašenija ako se kao stjecatelji dionica pojavljuju članovi uprave ili nadzornog odbora, kod kojih se osobito postavlja pitanje rješavanja sukoba interesa.

U europskom pravu LBO transakcije uređene su Drugom direktivom u pravu društava, čija je posljednja izmjena stupila na snagu 19. srpnja 2017. godine. Međutim, valja naglasiti da je riječ o direktivi minimalne harmonizacije, stoga države članice mogu proširiti njihovu primjenu i na ona društva i one slučajeve koji njome nisu izričito uređeni.

Nacionalni zakonodavci su različito uređili pitanje stjecanja dionica kroz *leveraged buy-out* transakcije, kod kojih se kao zasebno pitanje otvara i mogućnost njihove primjene u postupku preuzimanja. Riječ je o postupku koji ima za cilj stjecanje ili učvršćivanje kontrole nad uvrštenim društvom, u kojem primjena ovakvih transakcija dodatno otvara mogućnosti zloraba i postupanja koja bi mogla ići na uštrb samoga ciljnog društva, dovodeći u pitanje njegovu opstojnost i daljnje poslovanje. Međutim, potrebno je voditi računa i o pravima koja proizlaze iz dionica te granicu zadiranja u upravljačka prava dioničara.

Zadatak je ovoga rada razjasniti transakcije kod kojih se stjecanje dionica financira zaduživanjem ciljnoga društva, ukazati na otvorena pitanja u primjeni ovih transakcija te uspoređujući rješenja ispitivanih pravnih poredaka dati prijedloge rješenja *de lege ferenda*.

## 2. POJAM I VRSTE LBO TRANSAKCIJA

Pod pojmom *leveraged buy-out* (dalje u tekstu: LBO) podrazumijeva se transakcija u kojoj se stjecanje dionica ciljnog društva financira zaduživanjem.<sup>1</sup> Uočava se da je takav način financiranja kupnje dionica ciljnog društva u postupku preuzimanja, u posljednjim godinama u porastu.

Zajednička karakteristika LBO transakcija je da ponuditelj financira stjecanje

<sup>1</sup> LBO transakcije prvi se puta pojavljuju šezdesetih godina 20. stoljeća u SAD-u, a svoj procvat doživljavaju osamdesetih godina 20. stoljeća. Ove su transakcije bile poznate pod imenom *bootstrap acquisition*.

kontrolnoga paketa dionica nekoga ciljnog društva sredstvima koja je stekao zaduživanjem. Kao izvor financiranja “preuzimanja”, pod kojim podrazumijevamo postupak stjecanja kontrole nad ciljnim društvom, služi imovina ciljnog društva, odnosno ciljno je društvo to koje će iz svoje imovine otplaćivati preuzeti dug. Stoga se ti otkupi i nazivaju “kreditirani otkupi”.<sup>2</sup>

Promatrano s financijskoga aspekta, ponuditelji stječu dionice društva s malim financijskim izdatkom. S druge strane, ciljno društvo opterećuje svoju imovinu, čime postaje manje atraktivno za druge ulagatelje. Dakle, financijski rizik stjecanja dionica prenosi se sa stjecatelja dionica (ponuditelja) na ciljno društvo.<sup>3</sup> Ponuditelj se u obvezi otplate duga oslanja na imovinu ciljnog društva. Međutim, nužno je naglasiti da, iako ovakvim načinom zaduživanja ciljnog društva dolazi do opterećivanja njegove imovine, što će imati za posljedicu smanjivanje vrijednosti njegovih dionica, ovakav način stjecanja dionica bit će isplativ ponuditelju nakon što ciljno društvo isplati preuzeti dug.<sup>4</sup>

Davanje ovakve financijske pomoći ponuditelju može dovesti do neželjenih posljedica za ostale dioničare ciljnog društva, budući da time može doći do manipuliranja cijenama dionica ciljnog društva. Članovi uprave ciljnog društva mogu favorizirati određenog ulagatelja na uštrb ostalih potencijalnih ulagatelja, dajući mu financijsku podršku za stjecanje dionica. Takvo ponašanje može dovesti do smanjenja imovine ciljnog društva te može ugroziti interese dioničara i kreditora. Ovakvi slučajevi, zajedno s povećanim rizikom od bankrota, objašnjavaju zašto su mnogi pravni poređci oprezno pristupili uređenju transakcija davanja financijske podrške što uključuje i LBO transakcije.

Razlikuje se nekoliko vrsta LBO transakcija. Ovisno o osobi koja se pojavljuje u ulozi stjecatelja dionica ciljnog društva možemo govoriti, o tzv. *management buy-out* transakcijama (dalje u tekstu: MBO), ako dionice stječu direktori društva, te o *employee buy-out*, kada dionice stječu zaposlenici društva. Ako dionice stječe drugo društvo, u doktrini se govori o *corporate buy-out*, dok se za institucionalne ulagatelje u ulozi stjecatelja dionica koristi pojam *institutional buy-out* transakcije (IBO).<sup>5</sup>

2 Prelič, Saša, MBO - koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako, *Pravna praksa*, br. 2., 2008., str. 6.

3 Varanelli, Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, *Podjetje in delo*, god. 27., br. 3-4., 2001., str. 356., ističe da je “pravi” dužnik ciljno društvo, a ne ponuditelj. Chinmay, Prakash, Saylee, Warade, *Leveraged Buyout – “It’s Positioning Through Time”*, *Orion, The Research Journal*, vol. 1., br. 1., 2013., str. 16., ističu da se 70 do 90 % transakcije financira zaduživanjem. Mao, Yaping, Renneboog, Luc, *Do Managers Manipulate Earnings Prior to Management Buyouts?*, *ECGI - Finance Working Paper No. 383*, 2013., dostupno na <https://ssrn.com/abstract=2330784> (18.1.2018.), str. 3., iznose podatak da se najčešće radi o 60 do 90%. Međutim, u posljednje vrijeme taj se postotak smanjio na 50 do 60 %, što je posljedica financijske krize.

4 Eckbo, B. Espen, Thorburn, Karin S., *Corporate Restructuring: Breakups and LBOs*, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, u: Eckbo B. Espen (ur.), *Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series*, vol. 2., 2008., str. 431.-496.

5 Tübke, Alexander, *Success Factors of Corporate Spin-offs*, *ISEN International Studies in Entrepreneurship*, Kluwer Academic Publishers, 2004., str. 22., Seel, Gregory, Brian, *An Overview of Leveraged Buy-Out Transactions*, <http://ssrn.com/abstract=1532261> (22.11.2017.),

O *management buy-out* transakciji, kao obliku LBO transakcije, govorimo kada zaduživanjem ciljnog društva dionice stječu članovi organa upravljanja. Razlikuje se nekoliko oblika MBO transakcija: MBO transakcija u kojoj se dionice stječu ponudama koje su upućene jednom ili nekolicini dioničara (*stock acquisition MBO with partial bid*), MBO transakcije u kojima je bilo obvezna ili dobrovoljna ponuda upućena svim dioničarima ciljnog društva (*stock acquisition MBO with bid for total shareholding*) te MBO transakcije kojima je cilj kupnja pojedinih dijelova imovine društva (*asset acquisition MBO*).

Ovisno o tomu pojavljuju li se kao stjecatelji dionica članovi uprave tog ciljnog društva ili članovi uprave drugoga društva, razlikuju se MBO transakcije i MBI (*management buy-in*) transakcije. U prvom slučaju, dakle kada dionice stječu članovi uprave ciljnog društva riječ je o MBO transakcijama, dok se ako dionice ciljnog društva stječu članovi uprave nekog društva govori o MBI transakcijama. Iako se u oba slučaja radi o članovima uprave, njihov se položaj bitno razlikuje, primjerice kada je riječ o informacijama i podacima kojima raspolazu, kao i mogućnosti utjecaja na ishod transakcije, stoga se ovdje govori o dva različita oblika LBO transakcija. Transakcija u kojoj su ponuditelji i članovi uprave ciljnog društva i članovi uprave nekoga drugog društva u literaturi se naziva *buy-in-management buyout* (BIMBO).

LBO transakcije mogu se provesti na način da dolazi do osnivanja novoga društva (*NewCo*) koje onda stječe dionice ciljnog društva, što najčešće čine članovi uprave ciljnog društva kod poduzimanja MBO transakcije. Kod ove varijante LBO transakcije, riječ je o društvu koje se osniva radi stjecanja dionica ciljnog društva, koje se po dovršetku LBO transakcije najčešće pripaja ciljnom društvu (*downstream merger*) ili, pak, ono pripaja ciljno društvo (*upstream merger*). Dakle, općenito gledano, postoje dva oblika ostvarivanja LBO transakcija: kada po dovršetku LBO transakcije ne dolazi do statusne promjene pripajanja i uz pripajanje društava (tzv. *merger leveraged buy-out*).<sup>6</sup>

### **3. PRIMJENA PROPISA O POVEZANIM DRUŠTVIMA KOD LBO TRANSAKCIJA**

Budući da kod ostvarivanja LBO transakcija nastaje poseban oblik povezanosti između stjecatelja dionica, kada je stjecatelj dionica društvo, i ciljnog društva, pri analizi LBO transakcija bitno je skrenuti pažnju i na odredbe o povezanim društvima. Struktura LBO transakcije na određeni je način oblik stvarnoga (faktičnog) koncerna, kojega karakterizira jedinstveno vođenje. Osnova za jedinstveno vodstvo je zajednička financijska funkcija, koja je ključan element strukture LBO transakcije. Dakle, provođenjem ove transakcije ciljno društvo postaje ovisno društvo (društvo kćer), dok je društvo koje je steklo dionice ciljnog društva vladajuće društvo (društvo majka).<sup>7</sup>

---

gdje daje prikaz LBO transakcije.

6 U ovom slučaju stjecatelj se zadužuje, a preuzete obveze ispunjava novo društvo. Vidjeti više kod Bergamo, Elio, Tiburzi, Pierluigi, *Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni*, Giuffrè Editore, Milano, 2005., str. 155., Varanelli, Luigi, op. cit., str. 359.

7 Prelič, Saša, op. cit., str. 6-8.

Kada je riječ o faktičnom koncernu vladajuće društvo ne smije koristiti svoj utjecaj na način da ovisno društvo uputi<sup>8</sup> na to da poduzme štetne pravne poslove ili da poduzme ili propusti radnje na svoju štetu. Međutim, vladajuće bi društvo to ipak moglo učiniti ako se obveže da će ovisnom društvu nadoknaditi štetu koja bi mu time nastala (čl. 496. st. 1. ZTD-a, čl. 545. st. 1. ZGD-a). U tom slučaju, ako se šteta ne nadoknadi u poslovnoj godini, mora se najkasnije na kraju poslovne godine u kojoj je ovisnome društvu počinjena šteta utvrditi kada će se i na koji način to učiniti. Ujedno se ovisnome društvu mora osigurati odgovarajući pravni zahtjev prema vladajućem društvu (čl. 496. st. 2. ZTD-a, čl. 545. st. 2. ZGD-a).

Ako vladajuće društvo ne bi postupilo prema navedenim odredbama, ono je dužno ovisnome društvu nadoknaditi svu štetu koja iz toga proizađe.<sup>9</sup>

Otvoreno pitanje koje se pojavljuje kod primjene odredaba o naknadi štete za davanje štetnih uputa jest utvrđivanje visine pričinjene štete. U doktrini je zauzeto stajalište da bi se visina štete trebala odrediti prema okolnostima koje su postojale u trenutku poduzimanja pravnoga posla ili radnje koja je uzrokovala štetu, a ne okolnosti koje su postojale u trenutku nastanka posljedica takve radnje.<sup>10</sup>

Međutim, valja istaknuti da je zakonom propisan i razlog oslobađanja od obveze naknade štete, a to će biti u slučaju ako bi uredan i savjestan voditelj poslova nekoga nezavisnog društva ušao u takav pravni posao ili bi poduzeo ili propustio istu takvu radnju (čl. 501. st. 3. ZTD-a). Ovakvim propisivanjem slabi se učinkovitost odredaba o ovlastima i odgovornostima vladajućeg i ovisnog društva. Ujedno valja istaknuti da, dok je ovaj razlog u hrvatskom zakonodavstvu izričito propisan, u slovenskom zakonodavstvu nema takve odredbe.

Kod povezanosti trgovačkih društava udjelima u temeljnom kapitalu, osnovna obveza uprave ovisnog društva izrada je izvješća o odnosima s povezanim društvima (tzv. izvješće o ovisnosti).<sup>11</sup> Svrha je izrade ovih izvješća pribavljanje podataka koji

8 Jurić, Dionis, *Hrvatsko pravo povezanih društava s prikazom njemačkog, francuskog i engleskog prava* (magistarski rad), Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2002., str. 98., ističe da se pod upućivanjem podrazumijeva svaki utjecaj vladajućeg društva na upravu i djelatnike ovisnog društva. Naglašava da se utjecaj može ostvarivati i kroz skupštinu ovisnog društva na kojoj vladajuće društvo ima većinu glasova.

9 Sukladno odredbi čl. 501. st. 1. ZTD-a zahtjev za naknadu štete mogu pojedinačno postaviti i dioničari i članovi društva bez obzira na štetu koja im je prouzročena štetom počinjenom društvu. Ujedno pored vladajućeg društva, kao solidarni dužnici, odgovaraju i zakonski zastupnici društva koji su uputili ovisno društvo na to da poduzme štetni pravni posao. Za slovensko zakonodavstvo vidjeti odredbe čl. 547. ZGD-a.

10 Jurić, Dionis, *op. cit.*, str. 97.

11 U izvješću treba navesti sve pravne poslove koje je društvo u prethodnoj godini poduzelo s vladajućim društvom ili s njime povezanim društvima ili prema uputama u interesu tih društava, kao i sve druge radnje, koje je u protekloj godini prema uputama tih društava poduzelo ili propustilo poduzeti. Kod pravnih poslova moraju se navesti činidba i protučinidba, a kod ostalih radnji razlozi za njihovo poduzimanje te njima postignute prednosti i štete koje su nastale za društvo. Pri pokrivanju gubitaka mora se pojedinačno navesti kako je stvarno nadoknađen gubitak u poslovnoj godini ili za što je društvu bilo omogućeno da postavi pravni zahtjev. Na kraju izvješća uprava, odnosno izvršni direktori moraju izjaviti je li društvo prema okolnostima koje su bile poznate u trenutku kada je poduzet pravni posao ili neka radnja ili kada je ona propuštena, za svaki pravni posao primilo odgovarajuću protučinidbu i nije li time što je neka

kasnije mogu poslužiti za podnošenje zahtjeva za naknadu štete zbog nesavjesnog rada članova uprave i nadzornog odbora vladajućeg i ovisnog društva. Osnovni prigovor koji se upućuje izvješću o ovisnosti je da ga ne dobivaju neposredno na uvid članovi društva.<sup>12</sup> Ono se ne objavljuje jer često sadrži podatke koji su poslovna tajna. Izvješće se dostavlja revizoru i nadzornom odboru, koji o tomu izvještava skupštinu ovisnog društva.

Svaki član ovisnog društva ima pravo postaviti zahtjev sudu da se posebno ispituju poslovni odnosi društva s vladajućim društvom ili s nekim društvom koje je s njime povezano. Oni to mogu učiniti u sljedećim slučajevima: 1. ako je revizor ograničio izjavu o prihvaćanju izvješća o ovisnosti uprave ovisnog društva ili ju je odbio dati, 2. ako se nadzorni, odnosno upravni odbor izjasnio za to da treba staviti prigovore na izjavu uprave koju je ona dala na kraju svoga izvješća o odnosima s povezanim društvima, 3. ako su uprava, odnosno izvršni direktori izjavili da je društvo bilo oštećeno određenim pravnim poslovima ili mjerama, a da mu šteta nije nadoknađena. Prenošenjem izmjena odredaba Druge direktive u hrvatsko zakonodavstvo, koje su stupile na snagu 1. travnja 2008.,<sup>13</sup> dodana je odredba prema kojoj ako postoje okolnosti koje opravdavaju sumnju da je postupanjem protivno obvezi urednog vođenja poslova oštećeno društvo, zahtjev mogu postaviti i dioničari, odnosno članovi društva na čije dionice, odnosno poslovne udjele otpada 5 % temeljnoga kapitala ako učine vjerojatnim da su najmanje tri mjeseca prije postavljanja zahtjeva dioničari, odnosno članovi društva.

#### **4. LBO TRANSAKCIJE KAO INSTRUMENT ZA PROVOĐENJE STATUSNE PROMJENE PRIPAJANJA**

LBO transakcije mogu poslužiti kao učinkoviti instrument za provođenje statusne promjene pripajanja (engl. *merger leveraged buy out* - MLBO).

Kod MLBO transakcija razlikuju se dvije vrste pripajanja. Prvi je slučaj kada dolazi do pripajanja novoosnovanoga društva (*NewCo*) ciljnom društvu (*downstream merger*), dok u drugom slučaju dolazi do pripajanja ciljnog društva (društva kćeri) novoosnovanom društvu (*upstream merger*).<sup>14</sup> U doktrini se ističe da je najčešći oblik pripajanja kod MBO transakcija pripajanje novoosnovanog društva (*NewCo*) ciljnom društvu, čime novoosnovano društvo (*NewCo*) prestaje postojati (*downstream merger*). Budući da je pripajanje statusna promjena kod koje dolazi do prijenosa svih prava i obveze pripojenoga društva na društvo preuzimatelja (ciljno društvo), što uključuje i obveze proizašle iz LBO transakcije, posljedica je da dug koji je nastao zbog stjecanja dionica, ne otplaćuje subjekt koji je kupio dionice, već ciljno društvo

---

radnja bila poduzeta ili propuštena došlo do štete. Ako je društvo pretrpjelo štetu, uprava mora osim toga izjaviti je li mu ona nadoknađena. Ova se izjava unosi i u izvješće o stanju društva. Vidi čl. 497. st. 1. i 3. ZTD-a. Za slovensko pravo vidi odredbu čl. 545. st. 3.-5. ZGD-a.

12 Jurić, Dionis, op. cit., str. 99.

13 Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 107/07.

14 Prelič, Saša, Prostor, Jerneja, Aktualna vprašanja pri statusnih preoblikovanj v Republiki Sloveniji (implementacija Direktive 2009/109/EC), Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34., br. 1., 2013., str. 611.

(tzv. *debt push down*).<sup>15</sup> Ističe se da time nastaje trostruki učinak: porezne pogodnosti radi financijskih izdataka u društvu kćeri (ciljnom društvu), davatelj kredita stječe bolje osiguranje za dani kredit, slabljenje zaštite (položaja) manjinskih dioničara i vjerovnika ciljnog društva.<sup>16</sup>

U doktrini se ističe stajalište da je prijenos dugova na društvo preuzimatelja (ciljno društvo) dopušten kada je prije pripajanja u društvu koje se pripaja (*NewCo*) učinjeno redovno smanjenje temeljnoga kapitala. Smanjenje mora odgovarati najmanje visini smanjene imovine društva. To je jednako razlici između prenesenih dugova i stvarne vrijednosti imovine. Drugim riječima, prijenos duga ne smije biti veći od najveće dopuštene visine smanjenja temeljnoga kapitala.<sup>17</sup>

Kod pripajanja treba voditi računa i o interesima vjerovnika ciljnog društva, u ovom slučaju društva preuzimatelja. U doktrini se ističe stajalište da ako se vjerovnicima ne bi mogla podmiriti dospjela potraživanja niti dati osiguranje, ne može doći do pripajanja.<sup>18</sup>

## 5. OTVORENA PITANJA PRIMJENE LBO TRANSAKCIJA

LBO transakcije otvaraju pitanje poštovanja nekih osnovnih načela prava društava. Ponajprije se postavlja pitanje jednakoga položaja dioničara društva, koje je osobito naglašeno kod MBO transakcija kada u stjecanju dionica ne sudjeluju svi dioničari društva.<sup>19</sup>

Osjetljivost LBO transakcija uočava se u mogućnosti nastanka sukoba interesa između pojedinih subjekata, od kojih se prvenstveno ističe sukob koji se javlja između dioničara i direktora ciljnog društva, koji je osobito naglašen kod MBO transakcija, budući da se direktori društva nalaze na obje strane iste transakcije, djeluju i kao kupci i prodavatelji, odnosno zastupnici prodavatelja (dioničara) dionica ciljnog društva.<sup>20</sup> Tako će članovi uprave, gledano sa stajališta kupca dionica ciljnog društva, nastojati kupiti te dionice po povoljnijoj, nižoj cijeni, dok s druge strane, kao članovi uprave imaju dužnost postupati u najboljem interesu društva, što bi značilo postići najbolju cijenu za dionice. Drugim riječima, oni mogu utjecati na vrijednost društva, odnosno

15 Varanelli, Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, br. 49-50., 2007., str. 6-8.

16 Tompa, Gašper, Dopustnost operacij LBO/MBO, Pravna praksa, god. 28., br. 37., 2009., str. I.

17 Ibid., str. II. gdje se poziva na Hügel, H. F., Verschmelzung und Einbringung: Unternehmensübertragung auf verbandsrechtlicher Grundlage im österreichischen und deutschen Gesellschafts-, Bilanz- und Ertragsteuerrecht der Kapitalgesellschaften, von Hanns F. Hügel, Manz, 1993., str. 50.

18 Tompa, Gašper, op. cit., str. III. gdje se poziva na Koppensteiner, H.-G., Österreichisches und Europäisches Verschmelzungsrecht, u: FS Jihann Semler, 1993., str. 491.

19 Tompa, Gašper, op. cit., str. I., Parać, Zoran, Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, god. 38., sv. 4., 1999., str. 609-610.

20 Sukob interesa može se pojaviti i u drugim slučajevima, poput donošenja odluke o pripajanju novoosnovanog društva ciljnom društvu. O sukobu interesa može se govoriti ne samo kod stjecanja dionica ciljnog društva, već i kod stjecanja njegove imovine na ovakav način (*asset-acquisition LBO*).



moгу smanjiti vrijednost njegove imovine,<sup>21</sup> čime će utjecati na cijenu dionica društva, odnosno doći će do njezina smanjivanja.

Direktori ujedno mogu utjecati i na financijske rezultate društva prije provođenja LBO transakcije te tako utjecati na cijenu dionica i vrijednost transakcije. Istraživanja su pokazala da direktori često koriste mehanizme koji dovode do smanjivanja financijskih rezultata ciljnog društva, osobito kod MBO transakcija, kako bi stekli dionice po nižoj cijeni.<sup>22</sup> Međutim, valja istaknuti da će financijski rezultat biti čimbenik koji će utjecati i na iznos financijske pomoći koju daje ciljno društvo, stoga ako je on niži bit će niži i iznos financijske pomoći. Dakle, direktori društva moraju prosuditi njihov interes u korištenju ove mogućnosti. Istraživanja pokazuju da u ciljnim društvima u kojima se namjerava provesti MBO transakcija dolazi do smanjivanja financijskoga rezultata, najčešće povećavanjem troškova društva, primjerice troškova proizvodnje, u fazi prije provođenja transakcije, u odnosu na ona društva kod kojih se ne namjerava provesti ova transakcija. Ujedno se ističe da je smanjivanje financijskog rezultata uočljivije ako se provodi MBO u odnosu na LBO transakciju.<sup>23</sup>

Otvoreno je i pitanje postojanja asimetrije informacija, koje polazi od pretpostavke da članovi uprave imaju više informacija o društvu od ostalih dioničara društva. Tako članovi uprave imaju povlaštene informacije o društvu, koje nisu javno dostupne, a koje bi mogle utjecati na buduće poslovanje društva, čime također mogu utjecati i na vrijednost društva i vrijednost dionica društva.<sup>24</sup> Ujedno bi te informacije mogli koristiti bilo kod prodaje ili kupnje dionica ciljnog društva i na tako utjecati na ishod transakcije. Međutim, valja istaknuti da ako poduzmu aktivnosti koje će dovesti do pada vrijednosti društva, posljedično će to dovesti do pada vrijednosti njihovih dionica.<sup>25</sup>

Ističe se da bi se kod pravnih poredaka koji uređuju ovakav sukob interesa navedene odredbe mogle primijeniti samo na teoretskoj razini, ali bi vrlo teško došle u primjenu u praksi za ocjenu poduzetih postupaka direktora prije transakcije.<sup>26</sup>

- 21 Primjerice, prodajom vrijedne imovine društva (tzv. *crown jewels*). Vidi više kod Zubović, Antonija, Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom (doktorska disertacija), Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2012., str. 189.-191.
- 22 Renneboog, Luc, Vansteenkiste, Cara, Leveraged Buyouts: A Survey of the Literature, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 492/2017, dostupno na <https://ssrn.com/abstract=2896653> (15.1.2018.), str. 12., 29.
- 23 Mao, Yaping, Renneboog, Luc, op. cit, str. 3.-4.
- 24 Čulinović-Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 1., 2009., str. 135.-170., Maurović, Ljiljana, Korištenje povlaštenih informacija managementa u stjecanju vlastitih dionica društva, Hrvatska pravna revija, br. 12., 2004., str. 45.
- 25 Ovakvo postupanje članova uprave može dovesti do istiskivanja dioničara po cijeni koja je znatno niža od stvarne vrijednosti. Osano, Hiroshi, Acquisition Mode and Financing in Takeovers, <http://ssrn.com/abstract=1373552> (28.12.2017.), Scholes, Louise, Wright, Mike, Westhead, Paul, Burrows, Andrew, Bruining, Hans, Information Sharing, Price Negotiation and Management Buy-outs of Private Family-owned Firms, <http://ssrn.com/abstract=982896> (28.12.2017.), Jensen, Michael, C., Warner, Jerold, B., The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, <http://papers.ssrn.com/abstract=173459> (29.12.2017.), str. 16.
- 26 Vicari, Andrea, Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in

Stoga se predlaže da se problem smanjivanja vrijednosti društva od strane direktora, može riješiti upućivanjem na odredbe o njihovoj odgovornosti zajedno sa striktnim tumačenjem pravila poslovne prosudbe.<sup>27</sup>

Vezano za objavu informacija, zloraba bi se mogla prevenirati nametanjem obveze objavljivanja određenih informacija, dakle većom transparentnošću. Ističe se da se u pojedinim europskim državama zahtijeva da društva u slučaju transakcija s povezanim osobama (engl. *correlated parties*), koje uključuju transakcije između društva i drugoga društva kojega kontroliraju direktori prvog društva, moraju objaviti niz podataka vezanih za uvjete pod kojima transakcija treba biti izvršena, razloge za njezino poduzimanje, postupak izračuna cijene te procjena njezine usklađenosti s tržišnom vrijednošću u sličnim operacijama i mogućem postojanju procjena stručnjaka za potvrdu njezine pravičnosti.<sup>28</sup> Analizirajući odredbe o povezanim društvima, valja istaknuti da će se najčešće ovi podatci zahtijevati za povezana društva, dakle ona društva koja su povezana s ciljnim društvom.

Kada je riječ o uobičajenim LBO transakcijama, dakle kada se kao stjecatelji dionica ne pojavljuju direktori društva, problematika postojanja sukoba interesa je drukčija. Direktori se nalaze u položaju da mogu utjecati na ponuditelja s kime će društvo sklopiti transakciju. Oni mogu favorizirati pojedine ponuditelje, na način da im se zauzvrat ponude određene koristi.<sup>29</sup> Ovdje su osobito važni ekskluzivni sporazumi (engl. *exclusive agreements*) koji mogu sadržavati odredbe o penaliziranju ciljnog društva u slučaju povrede njihovih klauzula. Zajednička karakteristika ovakvih sporazuma, koji mogu biti sklopljeni s različitim sadržajem, jest da ograničavaju ciljno društvo u poduzimanju "paralelnih pregovora" s drugim potencijalnim ponuditeljima, što bi se inače moglo poduzeti bez ikakvih ograničenja i zabrana (engl. *no-shop provision*).

Važni sporazumi na ovom području su i oni koji jamče novoosnovanom društvu (*NewCo*) pravo stjecanja dionica ili imovine ciljnog društva po unaprijed određenoj cijeni, koje se može izvršavati kada treća osoba stekne dionice kojima prelazi određeni postotak temeljnoga kapitala društva (engl. *lock-ups*).<sup>30</sup> Sklapanjem ovih

---

Leveraged Buy-Outs, *European Company & Financial Law Review*, vol. 4., br. 3., September, 2007., str. 353., ističe da pojedine europske države u svojim zakonima sadrže odredbe o sukobu interesa dajući primjer Francuske gdje je to propisano čl. L. 225-38, L. 225-40 i L. 225-42 francuskoga Trgovačkog zakonika (*Code de Commerce*), Velike Britanije gdje su navedene odredbe sadržane u čl. 177. et seq. te 190. et seq. Companies Act iz 2006. godine i Italije gdje je riječ o čl. 2391., 2391-bis i 2373. Codice Civile.

27 Ibid., str. 354.

28 Npr. čl. 2391-bis talijanskoga Građanskog zakonika, čl. 71-bis Consob Regulation 11971/1999 te Schedule 4 Aneks 3B Consob Regulation 11971/1999. Kod primjene ovih odredaba ostaje otvoreno pitanje tumačenja pojma *correlated parties* te se dolazi do zaključka da se ove odredbe ne bi primjenjivale na transakcije između novoosnovanog društva (*NewCo*) od strane direktora ciljnog društva i pojedinih dioničara ciljnog društva, kada je ponuda upućena samo njima (engl. *partial bid*). Consob Regulation 11971/1999, dostupno na: [http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg11971e.html?symbblink=/mainen/issuers/listed\\_companies/reg11971e.htm](http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg11971e.html?symbblink=/mainen/issuers/listed_companies/reg11971e.htm) (15.11.2017.).

29 Koristi mogu biti u vidu većih naknada, obećanja zadržavanja položaja i dr.

30 Zubović, Antonija, op. cit., str. 187.-188.

sporazuma, novoosnovanom društvu se, s jedne strane, jamči prednost u odnosu na druge ponuditelje, a s druge, omogućeno mu je stjecanje dobiti po osnovi razlike u ugovorenoj cijeni i cijeni po kojoj dionice stječu ostali ponuditelji. Valjanost ovih sporazuma može biti podvrgnuta ispitivanju primjenom različitih zakonskih odredaba, ovisno o sadržaju sporazuma.<sup>31</sup> Ističu se oprečna stajališta o valjanosti ovih sporazuma. S jedne strane, zauzima se stajalište da ovakvi sporazumi trebaju biti ocijenjeni negativno, dok se s druge iznosi da se ove sporazume treba smatrati valjanima ako su sklopljeni u skladu s pravilom poslovne prosudbe, budući da “poput *poison pills* oni ne prekludiraju ponude, već prisiljavaju potencijalne ponuditelje da pregovaraju s upravom čime se upravi omogućava postizanje najviše cijene”.<sup>32</sup>

## 6. EUROPSKI REGULATORNI OKVIR

Prvi “val” LBO transakcija pojavio se osamdesetih godina 20. stoljeća u SAD-u, Kanadi i Velikoj Britaniji. Drugi je “val” sredinom 2000-tih godina zahvatio najvećim dijelom kontinentalnu Europu.<sup>33</sup> Širenje primjene navedenih transakcija stvorilo je potrebu njezinog regulatornog uređenja i na razini Europske unije i u nacionalnim zakonodavstvima država članica. Najveći je broj LBO transakcija u Velikoj Britaniji koju slijede Nizozemska, Francuska, Njemačka, Italija i Španjolska.<sup>34</sup>

U europskom pravu, LBO transakcije obuhvaćene su Drugom direktivom u pravu društava,<sup>35</sup> odredbom kojom se uređuju uvjeti davanja financijske pomoći, koja predstavlja nadogradnju zabrani stjecanja vlastitih dionica. Direktiva je izmijenjena

- 
- 31 Valjanost odredaba o plaćanju naknade za odustajanje može biti podvrgnuta ispitivanju primjenom odredaba o mogućnosti kažnjavanja društva, odredaba o obvezi objavljivanja ponude za preuzimanje kao i zabrani financijske podrške. Sklapanje *lock-up* sporazuma može se ispitivati primjenom odredaba o obvezi objavljivanja ponude za preuzimanje.
- 32 Vicari, Andrea, op. cit., str. 365., Jensen, Michael, C., *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2., br. 1., 1989., str. 40., navodi primjer slučaja RJR kada je inicijalna ponuda povećana sa 75 USD po dionici na 109 USD po dionici.
- 33 Renneboog, Luc, Vansteenkiste, Cara, op. cit., str. 51. ističu da je osnovni razlog toga trenda regulatorne izmjene. Wright, Mike, Simons, Tomas, Scholes, Louise, Renneboog, Luc, *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006; CentER Discussion Paper Series No. 2006-70, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=918121> (5.1.2018.), str. 2., gdje ističu da je od 1996. do 2005. godine vrijednost LBO transakcija na području kontinentalne Europe porasla za više od pet puta, te je 2005. godine iznosila 100 milijardi eura.
- 34 Wright, Mike, Renneboog, Luc, Simons, Tomas, Scholes, Louise, op. cit. U Velikoj Britaniji zabrana davanja financijske podrške uređena je odredbama *Companies Act-a* (čl. 677-683.). O komentaru ovih odredaba u kontekstu LBO transakcija vidjeti više kod Giannino, Michele, *The regulation of LBOs under English and Italian Company Law*, <http://ssrn.com/abstract=1448719>, str. 5. (23.12.2017.).
- 35 Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, OJ L 26, 31.1.1977., p. 1–13.

i dopunjena 2006.,<sup>36</sup> 2009., 2012.<sup>37</sup> i 2017. godine.<sup>38</sup> Posljednja je izmjena stupila na snagu 19. srpnja 2017. godine. Uvjeti davanja financijske pomoći društva za stjecanje njegovih dionica od treće osobe propisani su u članku 64. i 65. Direktive.<sup>39</sup>

Sukladno odredbi članka 64. Direktive, kada država članica dopusti da društvo, bilo posredno ili neposredno, odobri predujam ili dade zajam ili osiguranje u cilju stjecanja njegovih dionica od treće osobe, moraju biti ispunjeni Direktivom propisani uvjeti. Provođenje transakcije u nadležnosti je organa upravljanja društvom (engl. *administrative or management body*) koja treba biti provedena po fer tržišnim uvjetima, osobito u pogledu koristi koje steče društvo. Financijska pomoć koja se odobri trećoj osobi ili više osobama bit će podvrgnuta ispitivanju. Transakciju treba iznijeti organ koji upravlja društvom pred glavnu skupštinu radi stjecanja prethodne suglasnosti.<sup>40</sup> Ujedno je propisano da organ upravljanja treba podnijeti pisano izvješće glavnoj skupštini u kojem se trebaju navesti razlozi za poduzimanje transakcije, interes društva za ulazak u takvu transakciju, uvjeti pod kojima se transakcija provodi, rizici povezani s transakcijom u pogledu likvidnosti i solventnosti društva kao i cijena po kojoj treća osoba treba steći dionice. Izvješće je potrebno dostaviti registru radi objave u skladu s člankom 16. Direktive.

Iznos ukupne financijske pomoći odobrene trećim osobama ne smije niti u jednom trenutku dovesti do smanjenja neto aktive društva ispod iznosa propisanoga u članku 56. stavak 1. i 2. Direktive, uzimajući u obzir i eventualno smanjenje neto

36 Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, OJ L 264, 25.9.2006., p. 32–36. Države članice bile su dužne prenijeti odredbe Direktive u nacionalno zakonodavstvo do 15. travnja 2008. godine.

37 Directive 2012/30/EU of the European Parliament and of the Council of 25 October 2012 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 54 of the Treaty on the Functioning of the European Union, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, OJ L 315, 14.11.2012., p. 74–97.

38 Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law, OJ L 169, 30.6.2017., p. 46–127.

39 Izvorna odredba čl. 64. Druge direktive donesena je 2006. godine u odredbi čl. 23. Druge direktive. U doktrini su se tada iznosila stajališta da će mogućnost korištenja sredstava društva u financiranju stjecanja njegovih dionica prema propisanim uvjetima biti rijetko korištena jer je vremenski ograničena, skupa, uključuje transakcije koje ometaju aktivnosti manjinskih dioničara i izlažu direktore osobnim rizicima. Vidjeti više kod Maurović, Ljiljana, Smjernica 2006/68/EC o održavanju kapitala i stjecanju vlastitih dionica društva, Hrvatska pravna revija, br. 6., 2007., str. 3., gdje se poziva na Ferran, Eilis, Simplification of European Company Law on Financial Assistance, *European Business Organization Law Review*, vol. 6., 2005., str. 93., 99. Međutim, unatoč ograničenjima i režimu propisanom u odredbama Druge direktive, praksa je pokazala da dolazi do povećanoga korištenja ove transakcije, osobito u postupcima stjecanja kontrole nad društvom. Ferran, Eilis, Regulation of Private Equity - Backed Leveraged Buyout Activity in Europe, ECGI - Law Working Paper No. 84/2007., dostupno na <https://ssrn.com/abstract=989748> (10.1.2018.), str. 20.-21.

40 Odluka se donosi većinom i uz postojanje kvoruma na način kako je propisano čl. 83. Druge direktive.

aktive do kojega može doći stjecanjem, od društva ili za račun društva, vlastitih dionica u skladu s člankom 60. stavak 1. Direktive. Dalje je društvu propisana obveza uključiti u pasivu u bilanci i rezervu, koja nije na raspolaganju za isplatu, u iznosu ukupne financijske pomoći. Kada treća osoba putem financijske pomoći društva stječe od društva njegove vlastite dionice ili upiše dionice izdane u postupku povećanja temeljnoga kapitala, takvo stjecanje, kao i upisivanje, treba biti učinjeno po pravičnoj cijeni (engl. *fair price*). Međutim, Direktiva ne određuje što se smatra pravičnom cijenom.

Direktivom su propisane i iznimke od obveze ispunjenja propisanih uvjeta. Tako je propisano da se prethodno navedeni uvjeti neće primijeniti na transakcije sklopljene s bankama i drugim financijskim institucijama u okviru njihova redovitog poslovanja, niti u pogledu transakcija sklopljenih u cilju stjecanja dionica od zaposlenika društava ili za zaposlenike društva ili zaposlenike povezanih društava. Međutim, ove transakcije ne smiju dovesti do smanjenja neto aktive društva ispod iznosa propisanoga u članku 56. stavak 1. Direktive. Ujedno na temelju izričite odredbe Direktive, propisani uvjeti za davanje financijske podrške ne primjenjuju se na stjecanje dionica u slučaju opisanom članku 61. stavak 1. t. h).<sup>41</sup>

U članku 65. Direktive propisani su dodatni zaštitni mehanizmi kada u stjecanju dionica, uz odobrenje financijske pomoći, sudjeluju članovi organa upravljanja društvom, ili organa upravljanja vladajućeg društva,<sup>42</sup> ili samo vladajuće društvo, ili pojedinac, koji djeluju u svoje vlastito ime, ali za račun članova navedenih tijela ili za račun vladajućeg društva. U navedenim slučajevima države članice trebaju osigurati odgovarajuću zaštitu da navedene transakcije nisu protivne interesima društva.

Odredbama Direktive o davanju financijske pomoći pruža se zaštita društvu, dioničarima društva, ali i ulagateljima koji koriste ovu transakciju u stjecanju dionica ciljnog društva.<sup>43</sup>

Ujedno valja istaknuti da su odredbama Druge direktive o davanju financijske pomoći obuhvaćena samo dionička društva, što znači da ovim odredbama nisu obuhvaćena društva s ograničenom odgovornošću. Budući da se radi o direktivi minimalne harmonizacije, države članice mogu primjenu ovih odredaba proširiti i na ta društva.<sup>44</sup> Dakle, o nacionalnim zakonodavstvima će ovisiti polje primjene ovih odredaba, a samim time i zaštita interesa tih društava, njihovih dioničara i ulagatelja.

41 Riječ je o potpuno uplaćenim dionicama koje je izdalo ulagateljsko društvo s fiksnim kapitalom koji je definiran čl. 15. st. 4. Druge direktive te koji je stečen na zahtjev ulagatelja od društva ili povezanog društva.

42 Za potrebe ove odredbe vladajuće društvo definirano je čl. 22. Direktive 2013/34/EU.

43 Ferran, Eilis, op. cit., str. 20.

44 Primjerice, Španjolska je proširila primjenu i na društva s ograničenom odgovornošću. Vidjeti više kod Ferran, Eilis, op. cit., str. 22.

## 7. DOPUŠTENOST LBO TRANSAKCIJA U DRŽAVAMA ČLANICAMA EUROPSKE UNIJE

### 7.1. Hrvatska

Odredba članka 64. Druge direktive u pravu društava prenesena je u hrvatsko zakonodavstvo odredbom članka 234. ZTD-a, koja propisuje ništetnost pravnoga posla kojim društvo nekome daje predujam, zajam ili osiguranje radi stjecanja dionica toga društva. Međutim, sukladno zakonskoj odredbi, to se ne odnosi na tekuće pravne poslove kreditnih, odnosno financijskih institucija, ako posebnim zakonom nije drukčije određeno, niti na davanje predujma ili zajma ni na pružanje osiguranja da bi dionice stekli zaposleni u društvu ili u društvu koje je s njime povezano.<sup>45</sup> Pravni je posao ništetan i u tim slučajevima, ako društvo ne bi pri stjecanju vlastitih dionica moglo stvoriti propisane rezerve za te dionice da se ne bi smanjila neto aktiva ispod razine propisane u članku 233. stavku 4. ZTD-a.

Međutim, valja razlikovati pravni posao kojim društvo daje predujam, zajam ili osiguranje radi stjecanja dionica toga društva, od pravnog posla kojim se korištenjem tako pribavljenih sredstava ili danog osiguranja stječu dionice društva. Riječ je o dva odvojena pravna posla, čak i kada su sadržana u istoj ispravi.<sup>46</sup>

Prenošenjem izmjena i dopuna odredaba Druge direktive u hrvatsko zakonodavstvo, koje su stupile na snagu 1. travnja 2008., dodani su stavci kojima su propisani uvjeti koji moraju biti ispunjeni ako je društvu dopušteno da nekome dade predujam, zajam ili osiguranje za stjecanje vlastitih dionica, pa i pri povećanju temeljnoga kapitala društva. Izričito je propisano da moraju biti ispunjeni slijedeći uvjeti: 1. dionice se moraju steći po *fair* tržišnim uvjetima posebno u pogledu onoga što društvo za to dobiva, uključujući i kamate na dani zajam, osiguranja koja se daju za otplatu zajma i povrat predujma s time da se prethodno ispita kreditna sposobnost treće ili trećih osoba koje sudjeluju u tome poslu za što sve odgovara uprava društva, 2. uprava, odnosno izvršni direktori društva moraju za sklapanje tog posla dobiti prethodnu suglasnost glavne skupštine odlukom donesenom glasovima koji predstavljaju najmanje dvije trećine temeljnoga kapitala društva zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke, s time da mora prije donošenja odluke glavnoj skupštini podnijeti pisano izvješće i u njemu navesti razloge za sklapanje takvog posla, interes društva da u njega uđe, uvjete pod kojima se posao treba sklopiti, rizike kojima se izlaže društvo s obzirom na njegovu likvidnost i solventnost i cijenu po kojoj treća osoba treba steći dionice koje se izvješće mora dostaviti i registarskom

45 Visoki trgovački sud RH u presudi od 21. siječnja 2012. godine donesenoj u predmetu PŽ-2431/10, smatra da ugovor kojim društvo prodaje dionice društva svom zaposleniku, s time da mu on za njih plaća cijenu u 84 jednaka mjesečna obroka uz kamate, tako da se ti iznosi odbijaju od dijela materijalnih troškova koji pripadaju zaposlenicima, ima učinak ugovora kojim se zaposleniku daje zajam za stjecanje dionica društva, što je dopušteno po ZTD-u, stoga takav pravni posao nije ništetan. Vidjeti više kod Barbić, Jakša, *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak 1., Organizator, Zagreb, 2013., str. 659.*

46 Takvo je stajalište zauzeto i u sudskoj praksi Visokog trgovačkog suda RH. Vidi presudu PŽ-7567/05-4 od 24. listopada 2007. Isto stajalište zauzima i Barbić, Jakša, *op. cit., str. 659.*

sudu radi objave da je i kada je predano sudu, 3. iznos financijske pomoći koja se tako daje trećoj osobi ili trećim osobama ne smije ni u kom času dovesti do toga da se iznos neto aktive društva smanji ispod razine iz članka 233. stavka 4. ZTD-a uzevši pritom u obzir smanjenja neto aktive do kojih je došlo prethodnim stjecanjem vlastitih dionica društva neposredno ili preko drugih osoba, a društvo mora u izvještaju o financijskom položaju među obvezama iskazati rezerve koje se ne mogu koristiti za isplate dioničarima u ukupnom iznosu na izloženi način dane financijske pomoći trećim osobama.

Pravni posao kojim se daje predujam, zajam ili osiguranje radi stjecanja dionica društva i tako pomaže da dionice društva steknu članovi uprave, odnosno izvršni direktori i članovi nadzornog, odnosno upravnog odbora društva, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva, ili društvo koje se u odnosu na društvo o čijim je dionicama riječ smatra vladajućim društvom ili to čine treće osobe u svoje ime, a za njihov račun je ništetan ako nije u najboljem interesu društva (čl. 234. st. 4. ZTD-a). Postavlja se pitanje “najboljega interesa društva”. Svakako valja istaknuti da njega treba procijeniti prema objektivnom mjerilu.

Zabrana davanja financijske pomoći dio je doktrine o očuvanju kapitala društva, koja postavlja ograničenja društvima u korištenju njihove imovine. Budući da članovi društva ne odgovaraju za obveze društva, već društvo za obveze odgovara svojom imovinom, nužno je pružiti određenu zaštitu vjerovnicima društva. Međutim, potrebno je naglasiti da se odredbe članka 233. i 234. ZTD-a primjenjuju samo na dionička društva, što je u skladu s odredbama članka 64. i 65. Direktive. Dakle, ovaj se režim ne primjenjuje na društva s ograničenom odgovornošću. Međutim, valja istaknuti da će se zaštita društvu, dioničarima i vjerovnicima pružiti kroz odredbe o održavanju temeljnoga kapitala, rezervama i odredbama o povezanim društvima.

## 7.2. Slovenija

U Sloveniji su MBO transakcije od 2008. godine *de facto* praktično onemogućene. Godine 2008. slovenski je zakonodavac znatno pooštrio uvjete za te transakcije, čije je poduzimanje bilo u velikom porastu. Slovenski zakonodavac ocijenio je da MBO transakcije predstavljaju preveliko “osiromašivanje” (slo. *izčrpavanje*) ciljnih društava, da predstavljaju “tajkunizaciju”, te da ih stoga treba što više onemogućiti.<sup>47</sup> Zbog toga je novela ZGD-1A propisala pravilo koji dioničkim društvima, kao potencijalno ciljnim društvima, zabranjuje davanje bilo kakve financijske pomoći u korist ponuditelja. Svaki pravni posao, koji bi na teret svoje imovine poduzelo dioničko društvo u korist osobe koja stječe njegove dionice, je ništetan (čl. 248. st. 1. ZGD-1). Pored pravnih poslova kojima bi društvo (u korist ponuditelja) dalo predujam ili zajam za stjecanje njegovih dionica, ništetan je i svaki drugi pravni posao koji bi za društvo proizveo iste ili slične (slo. *primerljive*) pravne učinke (čl. 248. st. 1. ZGD-1 nakon novele ZGD-1A).<sup>48</sup> Tako je u predmetu rješavanom pred Visokim trgovačkim

47 Detaljnije Kocbek, Marijan, Prelič, Saša, *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) z novelama ZGD-1A in ZGD-1B – uvodna pojasnila*, GV Založba, Ljubljana, 2008., str. 139-155.

48 Prema stajalištu zauzetom u sudskoj praksi davanje jamstva za ispunjenje obveze stjecatelja

sudom u Ljubljani, sud zauzeo stajalište da odredbom članka 248. stavka 1. ZGD-a treba obuhvatiti sve pravne poslove koji imaju isti ili slični učinak kao nišetni pravni poslovi stjecanja vlastitih dionica. U konkretnom slučaju 5. ožujka 2008. godine društvo M. d.o.o. preuzelo je društvo X. d.d. Dana 30. rujna 2008. godine društvo M. d.o.o. uzelo je zajam u iznosu od pet milijuna eura za koji ciljno društvo X d.d. izdaje bjanko mjenicu kojom osigurava ispunjenje obveze društva M. d.o.o. Ugovor o zajmu sklopljen je radi refinanciranja obveza proizašlih iz preuzimanja.<sup>49</sup>

U stavku 2. istoga članka propisane su iznimke od navedene zabrane. Naime, navedena zabrana se ne primjenjuje na tekuće pravne poslove financijskih organizacija niti za pravne poslove kojima dionice stječu zaposlenici društva ili s njime povezanoga društva. Međutim, i taj pravni posao bit će ništetan ako društvo ne može formirati rezerve za vlastite dionice bez smanjenja temeljnoga kapitala ili po zakonu ili statutu propisane rezerve koje se ne smiju upotrebljavati za isplate dioničarima. U članku 248. stavku 3. ZGD-a izričito je propisano da je ništetan pravni posao sklopljen između društva i druge osobe prema kojemu bi druga osoba bila ovlaštena stjecati dionice društva za račun društva ili ovisnoga društva ili društva u kojima društvo ima većinski udio, ako bi dionice bile stečene protivno odredbi članka 247. ZGD-a, kojom se uređuje stjecanje vlastitih dionica.

Ujedno je poduzimanje MBO transakcija postrženo i u pravu preuzimanja (ZPre-1). Ističe se da je osnovni cilj novele ZPre-1A<sup>50</sup> bio onemogućiti preuzimanja koja vrijeđaju načelo zabrane stjecanja vlastitih dionica, pravnim poslovima koji imaju za društvo jednaki učinak kao da ih ono samo stječe.<sup>51</sup> U literaturi se za nedopušteno posezanje u imovinu ciljnog društva koristi izraz “osiromašivanje/umanjivanje imovine preuzetog društva” (slo. *izčrpavanje prevzete družbe*).<sup>52</sup> Pod tim pojmom podrazumijeva se da se dobit koja nastaje poslovanjem ciljnog društva, a koja bi se mogla iskoristiti za daljnji razvoj ciljnog društva ili, pak, za isplatu dividendi dioničarima društva, koristi za financiranje vraćanja duga koji je preuzelo novoosnovano društvo (*NewCo*).<sup>53</sup>

ZPre-1A kao dodatni uvjet za dobivanje odobrenja Agencije za trg vrednostnih

---

dionica ima jednak ekonomski učinak, odnosno dovodi do umanjenja imovine društva, što dovodi do nišetnosti takvih pravnih poslova. Odluka Višjeg sudišća u Ljubljani VSL sklep Cpg 1221/2010 od 14. listopada 2010. godine. ECLI:SI:VSLJ:2010:CPG.1221.2010.

49 Odluka Višjeg sudišća u Ljubljani VSL sklep Cpg 1221/2010 od 14. listopada 2010. godine. ECLI:SI:VSLJ:2010:CPG.1221.2010.

50 Zakon o dopolnitvi Zakona o prevzemih, Uradni list RS, br. 1/08.

51 Drnovšek, Gregor, Aktualna problematika, povezana z uveljavljanjem ZPre-1, Šesnajsto posvetovanje o aktualni problematiki s področja gospodarskega prava: Gospodarski subjekti na trgu – novosti in aktualna vprašanja gospodarskega prava, Portorož, 2008., str. 71-91., Kocbek, Marijan, Instituti novele ZGD-1A in nadaljnje spreminjanje ZGD-1 z usklajevanjem evropskega prava družb, Šesnajsto posvetovanje, Gospodarski subjekti na trgu – novosti in aktualna vprašanja gospodarskega prava, Portorož, 2008., str. 14-15.

52 Drnovšek, Gregor, op. cit., str. 79., Tompa, Gašper, op. cit., str. I.-VIII., Prelič, Saša, Varstvo interesa upnikov in manjšinskih družbenikov pri statusnih preoblikovanjih, Zbornik radova „Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije“, Pravni fakultet, Rijeka, 2011., str. 384.

53 Prelič, Saša, MBO - koga je treba varovati pri kreditiranih otkupih (LBO) in kako, cit., str. 6.-8.



papirjev (ATVP) za objavljivanje ponude za preuzimanje potencijalnom ponuditelju nalaže da dokaže ATVP da plaćanje dionica na koje se odnosi ponuda za preuzimanje, nije osigurano dionicama ciljnog društva (čl. 32. st. 2. ZPre-1A). Ponuditelj je, dakle u položaju da ako želi dobiti odobrenje za objavljivanje ponude za preuzimanje ne smije te dionice koristiti kao osiguranje za dobivanje kredita.<sup>54</sup> Odredba ZPre-1A pravno je potpuno neutemeljena, budući da potencijalnom ponuditelju, kao imatelju dionica, ograničava njegovo pravo raspolaganja stečenim dionicama.

U konačnici, izmjenama slovenskoga zakonodavstva, praktično je onemogućeno pripajanje ciljnog društva i ponuditelja, bez obzira na smjer mogućeg pripajanja (engl. *down* ili *upstream merger*). Spomenuta novela ZGD-1A znatno je pooštrila uvjete za valjanost odluke skupštine o pripajanju u određenim iznimnim slučajevima. Nove odredbe trećeg do petog stavka članka 592. ZGD-1 propisuju posebne zahtjeve za valjanost odluke o pripajanju. Primjena tih odredaba ograničava se na one slučajeve kada u pripajanju sudjeluje društvo koje je imatelj više od 25 % dionica nekoga drugog društva koje sudjeluje u pripajanju (dionica ciljnog društva), kada je stjecanje tih dionica financiralo kreditom (ili drugim pravnim poslovima sa sličnim učinkom), za čije osiguranje služe (ili bi služili) upravo ti (kreditom financirani) udjeli. U tim slučajevima za valjanost odluke o pripajanju nije dovoljna većina ili zahtjevi koji se uobičajeno zahtijevaju za valjanost odluke o pripajanju. U navedenim okolnostima, položaj vjerovnika se štiti na način da se traži njihova suglasnost kao uvjet za valjanost odluke o pripajanju. To podrazumijeva da se u navedenim slučajevima u postupak donošenja odluke uključuju pored imatelja udjela i vjerovnici, što bitno jača i štiti njihov položaj.

Prema noveli ZGD-1A, za valjanost odluke kojom se daje suglasnost, kojom se potvrđuje valjanost odluke o pripajanju, potrebna je (pored odluke imatelja udjela) također i trostruka suglasnost vjerovnika (kumulativno). Prvo, zahtijeva se većinska suglasnost, koju daje većina vjerovnika svakoga društva koje sudjeluje u pripajanju. Tu suglasnost daju vjerovnici, čija potraživanja ukupno iznose (barem) 75 % ukupnih obveza društva, na način kako su iskazane u bilanci stanja društva na dan obračuna pripajanja. U ukupan broj obveza, koji je osnova za izračun potrebne većinske suglasnosti, uračunava se i iznos otpremnina za zaposlenike društva, koje bi prema odredbama radnoga zakonodavstva bilo dužno isplatiti društvo, ako bi prestalo na taj dan. U ime zaposlenika izjavu, koja je relevantna za izračun većinske suglasnosti, daje predstavnik zaposlenika u skladu sa ZSDU-om (zbor radnika ili zastupnik radnika) (prva alineja čl. 592. st. 3. u svezi sa st. 4. ZGD-1). Druga suglasnost koja se zahtijeva je individualna suglasnost većine vjerovnika svakog društva koje sudjeluje u pripajanju. Većinski vjerovnici su oni vjerovnici čije tražbine prelaze 5 % udjela svih obveza društva (druga alineja čl. 592. st. 3. ZGD-1). Kao treća suglasnost traži se suglasnost zaposlenika svakoga društva koje sudjeluje u pripajanju. Jednako kao i kod većinske suglasnosti, u ime zaposlenika izjavu o suglasnosti daje njihov predstavnik u skladu s pravilima radnoga zakonodavstva (treća alineja čl. 592. st. 3. ZGD-1). Izjave o suglasnosti vjerovnici i predstavnik zaposlenika moraju dati u obliku

54 Plavšak, Nina, *Novela Zakona o prevzemih: Večja zaštita malih delničarjev in upnikov ali neprimeren poskus*, *Pravna praksa*, br. 48., 2007., str. 3-4.

javnobilježničke isprave (čl. 592. st. 5. ZGD-1).

Novo odredbe članka 592. stavci 3.-5. ZGD-1, usvojene novelom ZGD-1A, otvorile su mogućnost, da vjerovnici i zaposlenici, aktivno i unaprijed, sudjeluju u postupku odlučivanja o pripajanju. To im pravo nije priznato u svim slučajevima pripajanja, već je ograničeno na one slučajeve kada se u ulozi društva koje se pripaja (pripajanje po vertikalnoj osi prema gore, *upstream merger*) ili društva preuzimatelja (pripajanje po vertikalnoj osi prema dolje, *downstream merger*) nalazi takvo društvo koje drži određeni postotak dionica ciljnog društva, pri čemu je kao izvor financiranja dobilo sredstva na podlozi kredita te je za osiguranje kredita koristilo dionice ciljnog društva. S ekonomskoga gledišta, kod takvoga pripajanja dolazi do spajanja kapitalne strukture društva preuzimatelja i pripojenoga društva, s konačnim učinkom da kao izvor iz kojeg će se otplaćivati dugovi po osnovi dobivenog kredita, služe prihodi nastali poslovanjem ciljnog društva. To znači da kod pripajanja po vertikalnoj osi prema gore, novoosnovano društvo neposredno "preuzima" kreditne obveze preuzetog društva. Kod pripajanja po vertikalnoj osi prema dolje, imovina novoosnovanog društva će se prenijeti u imovinu prezaduženoga preuzetog društva, što ima, uzimajući u obzir obveze društva preuzimatelja, učinak "razvodnjavanja" njegovog vlastitog kapitala. Uzimajući u obzir strukturu kapitala, može nastati situacija da poslije pripajanja, društvo preuzimatelj realno nije u mogućnosti dati neko od sredstava osiguranja vjerovnicima društva. Da bi pružio zaštitu u tim slučajevima pripajanja, slovenski je zakonodavac dao mogućnost vjerovnicima aktivno se uključiti u postupak donošenja odluke o pripajanju. U tom se smislu u bitnome postrožuju normativni zahtjevi za valjanost odluke o pripajanju, na koji način se LBO transakcije koje rezultiraju pripajanjem ciljnog društva i preuzimatelja, praktično potpuno onemogućavaju.

### 7.3. Italija

U talijanskom zakonodavstvu izričito se razlikuju LBO transakcije kod kojih ne dolazi do pripajanja društva i onih koje se provode uz pripajanje društva (tal.  *fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*). Vezano za navedenu razliku potrebno je istaknuti da je u prvom slučaju, dakle kod LBO transakcija kod kojih ne dolazi do pripajanja društva nužno razlikovati uređenje koje je bilo na snazi do 2008. godine i ono koje je stupilo na snagu 30. rujna 2008. godine. U pogledu druge skupine transakcija, dakle kod LBO transakcija koje se provode uz provođenje statusne promjene pripajanja, potrebno je razlikovati uređenje prije i poslije 2003. godine. Do 2003. godine primjenjivao se isti režim na sve LBO transakcije, dakle bez obzira na to dolazi li do pripajanja ciljnog društva stjecatelju dionica.

Vezano za zakonodavno uređenje LBO transakcija u Italiji nužno je spomenuti da su prije reforme pravnoga sustava 2003. godine, kada su donesene odredbe o LBO transakcijama uz provođenje pripajanja, odredbe o LBO transakcijama bile sadržane u članku 2357. i 2358. talijanskog Građanskog zakonika. Članak 2357. Građanskog zakonika ograničava slobodu društva u stjecanju vlastitih dionica, dok je člankom 2358. Građanskog zakonika prenesena odredba izvornog članka 23. Druge direktive, sada članka 64. Druge direktive, kojom se određuju uvjeti za pružanje financijske

pomoći. Konkretno, odredbom članka 2358. Građanskog zakonika, do 2008. godine, bilo je zabranjeno društvu odobravanje zajmova ili davanje jamstava za stjecanje njegovih dionica. Jedina iznimka od propisane zabrane odnosila se na financijsku pomoć danu za stjecanje dionica zaposlenicima društva ili zaposlenicima povezanih društava.<sup>55</sup> Međutim, u talijanskoj doktrini i praksi nije postojalo unisono stajalište jesu li LBO transakcije obuhvaćene ovim odredbama. Milanski sud (Civil Court) je u predmetu *Furlan v. Farmitalia Carlo Erba et. al.*<sup>56</sup> presudio da LBO transakcije nisu niti izravno niti neizravno povrijedile odredbe članka 2358. Građanskog zakonika. Međutim, kazneni sud je u kaznenom predmetu *Farmitalia* zanemario pitanje zakonitosti LBO transakcija. Presudio je da je pripajanje ciljnog društva stjecatelju relevantno samo kao dokaz koluzije između društva koje je izdalo dionice i društva koje je steklo dionice, kako bi se zaobišla zabrana propisana člankom 2357. Građanskoga zakonika.<sup>57</sup> U predmetu *Fratelli Marzoli* sud je izričito naglasio da se zakonitost LBO transakcija treba prosuđivati od slučaja do slučaja.<sup>58</sup> Odluka u predmetu *Bruni v. Trenno*<sup>59</sup> smatra se ključnom za daljnji razvoj sudske prakse u pogledu ocjene valjanosti LBO transakcija. Sud je podržao stajalište o ispitivanju LBO transakcija ovisno o okolnostima konkretnoga slučaja, ali je postavio pravilo poslovne prosudbe (engl. *business judgment rule*) kao parametar po kojem treba procijeniti njihovu valjanost. Sud je smatrao da stranke nisu postupale fraudolozno pri poduzimanju MBO transakcije, budući da se transakcija temelji na dobrim poslovnim razlozima. Svrha je poduzimanja ove transakcije ostvarivanje poslovnog plana koji je predvidio stratešku kombinaciju imovine stranaka, koja će omogućiti generiranje određenih novčanih tokova. Navedena je sudska presuda kritizirana u doktrini.<sup>60</sup>

U Italiji je 2003. godine Zakonom br. 6<sup>61</sup> donesen članak 2501-bis s ciljem uređenja LBO transakcija. U prvom stavku određeni su oblici transakcija na koje se primjenjuje novi režim. Tako se ova odredba primjenjuje na pripajanje društva, kada se društvo pripaja radi stjecanja kontrole nad njime, kada poduzetom transakcijom imovina tog društva služi kao garancija ili za isplatu preuzetih dugova. Polje primjene

55 Više vidjeti kod Giannino, Michele, op. cit., str. 9.

56 Court of Milan, 14 May 1992, *Furlan v. Farmitalia Carlo Erba et al.*, [2002] II Giurisprudenza Commerciale 988.

57 Court of Milan, 30 June 1992.

58 Court of Brescia, 1. June 1993. Vidi više kod Crespi, Alberto, *Rassegna di diritto societario (1993-1994)*. Disposizioni penali in materia di società e consorzi, *Rivista delle Società*, vol. 41., 1996., str. 563.

59 Court of Milan, 13 May 1999, *Bruni v. Trenno*, [1999] Giurisprudenza Italiana 2103.

60 Razlog koji se ističe u kritikama na zauzeto sudske stajalište je prvenstveno u mogućnosti stranaka da iznesu različite svrhe sklapanja ovakvih transakcija koje bi mogle opravdati njihovu valjanost. Naglašava se da postojanje dobroga poslovnog razloga ne može biti dovoljan razlog za zaobilaznje zabrane propisane odredbom članka 2358. Građanskog zakonika. O tome više vidjeti kod Giannino, Michele, op. cit., str. 12., gdje se poziva na Carrière, Paolo, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, *Rivista delle Società*, vol. 995., 2003., str. 1047.

61 Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366", *Gazzetta Ufficiale* n. 17 del 22 gennaio 2003 - Supplemento Ordinario n. 8.

novih odredaba ograničava se na MBO transakcije, budući da je ovo u Italiji najčešća tehnika primjene LBO transakcija, ponajprije zbog poreznih razloga, što znači da LBO transakcije koje se primjenjuju bez provođenja pripajanja nisu obuhvaćene člankom 2501-bis, već se na njih i dalje primjenjuju odredbe članka 2357. i 2358. Građanskog zakonika. Ono što je nužno naglasiti je okolnost da članak 2501-bis implicitno zauzima stajalište da LBO transakcije ne povrjeđuju odredbu članka 2358. *per se*, ako su ispunjeni traženi uvjeti. Tako se traži da LBO transakcije moraju biti implementirane postupkom pripajanja te da stranke u postupku ispune zahtjeve vezane za objavu podataka propisane člankom 2501-bis.<sup>62</sup> Novi pristup obveznoj objavi podataka propisan člankom 2501-bis Građanskog zakonika dopušta određivanje i provođenje LBO transakcija na način da ne zahtijeva od direktora iznošenje poslovnih razloga za opravdanje pravila poslovne prosudbe sukladno odluci u predmetu *Trenno*, već suprotno, oni moraju objaviti podatke vezane za financijsku izvedivost transakcije.<sup>63</sup> Sukladno članku 2502. Građanskog zakonika za provođenje LBO transakcije zahtijeva se odobrenje glavne skupštine.

Izmjene Druge direktive iz 2006. godine prenesene su u talijansko zakonodavstvo Zakonom br. 142 od 4. kolovoza 2008. godine, koje su stupile na snagu 30. rujna 2008. godine. Prenošnjem Direktive u talijansko zakonodavstvo, kroz izmjene odredbe članka 2358. Građanskog zakonika, omogućeno je dioničkim društvima (*società per azioni*) dati financijsku pomoć za stjecanje njihovih dionica, ako su ispunjeni propisani postupovni zahtjevi te iznos financijske pomoći ne prelazi iznos njihove neto dobiti, zadržane dobiti i ostalih rezervi iskazanih u posljednjim financijskim izvješćima. Valja istaknuti da se novo uređenje odnosi samo na dionička društva, stoga će se na davanje financijske pomoći društva s ograničenom odgovornošću (*società a responsabilità limitata*) primjenjivati režim koji je bio na snazi prije 2008. godine, a koji zabranjuje davanje financijske pomoći. Ujedno se ovaj režim ne primjenjuje na pružanje financijske pomoći da bi dionice stekli zaposleni u društvu ili u društvu koje je s njime povezano.

Sukladno važećim odredbama talijanskoga prava, članovi uprave društva koje daje financijsku pomoć moraju izraditi izvješće u kojem moraju obrazložiti pravne i financijske razloge poduzimanja navedene transakcije, kao i koristi koje će za društvo proizaći poduzimanjem transakcije, uključujući i rizike kojima se društvo izlaže, ponajprije kako će to utjecati na likvidnost i solventnost društva te cijenu po kojoj treća osoba stječe dionice društva. U izvješću članovi uprave moraju navesti da je transakcija poduzeta pod tržišnim uvjetima posebno u pogledu dane financijske pomoći (osiguranje, kredit, zajam) kao i kamatne stope, te da su članovi uprave

62 U sadržaju podataka koji se objavljuju naglasak se stavlja na financijski aspekt transakcije. Tako je propisano da direktori društva moraju objaviti *ex ante* test solventnosti u odnosu na planirane transakcije. U tom pogledu oni moraju dokazati da je transakcija održiva s financijske točke gledišta, da su fondovi koji se koriste za financiranje poslovne transakcije temeljeni na realnim procjenama, da ne postoji predvidivi rizik insolventnosti. Ujedno se člankom 2501-bis propisuje da neovisni stručnjaci i revizori potvrde podatke sadržane u izjavama direktora kao i podatke sadržane u izvješću o pripajanju i planu pripajanja. Direktori, stručnjaci i revizori osobno odgovaraju za ispunjenje propisanih obveza.

63 Giannino, Michele, op. cit., str. 18.

prethodno provjerili kreditnu sposobnost subjekta kojemu se odobrava davanje financijske pomoći. Izvješće se podnosi u sjedištu društva trideset dana prije dana održavanja glavne skupštine. Zapisnik s glavne skupštine kao i navedeno izvješće dostavlja se radi upisa u sudski registar u roku od trideset dana od dana održavanja glavne skupštine.

U talijanskom pravu izričito se odredbom definira cijena dionica po kojoj stjecatelj stječe dionice. Ta cijena mora biti određena u skladu s kriterijima propisanim u članku 2437-ter stavak 2. Građanskog zakonika. Ukoliko se dionicama trguje na organiziranom tržištu kapitala, to mora biti najmanje prosječna cijena po kojoj se trgovalo dionicama šest mjeseci prije objave poziva za sazivanja glavne skupštine.

Ako se financijska pomoć za stjecanje dionica društva daje članovima uprave ili nadzornog odbora društva ili vladajućeg društva ili trećim osobama koje djeluju u svoje ime, a za njihov račun, pravni posao mora biti sklopljen u najboljem interesu društva.

Uprava mora za sklapanje pravnog posla davanja financijske pomoći ishoditi prethodnu suglasnost glavne skupštine.<sup>64</sup>

Ističe se da je za očekivati da će LBO transakcije uz provođenje pripajanja biti najčešći oblik provođenja LBO transakcije na koje se primjenjuje režim propisan odredbom članka 2501-bis Građanskog zakonika. Razlog tomu je što se za razliku od davanja financijske pomoći sukladno novousvojenim odredbama, pripajanje ne može opravdati nakon što je provedeno.<sup>65</sup>

## **8. KORIŠTENJE LBO TRANSAKCIJE U POSTUPKU PREUZIMANJA**

### **8.1. Korištenje LBO transakcije kao protupreuzimateljske mjere**

Kada se govori o poduzimanju LBO transakcije kao protupreuzimateljske mjere potrebno je razlikovati mogućnost njezinog poduzimanja kao preventivne (predponudbene) odnosno reaktivne (postponudbene) protupreuzimateljske mjere, dakle prije objave obavijesti o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje i nakon što je objavljena obavijest da je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.

U Europskoj uniji se primjena protupreuzimateljskih mjera uređuje od članka 9. do 11. Direktive o ponudama za preuzimanje.<sup>66</sup>

Tumačeći odredbe Direktive o ponudama za preuzimanje, LBO transakcije bi bilo moguće poduzeti kao preventivnu protupreuzimateljsku mjeru, dok bi to bilo mnogo teže učiniti u vremenu nakon što su članovi uprave i nadzornog odbora

64 Primjenjuju se odredbe o izvanrednoj glavnoj skupštini (tal. *assemblea straordinaria*).

65 New Financial Assistance Rules after Implementation of Directive 2006/68/EC in Italy, dostupno na: [http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/document-library/clsbdbdl\\_document/files/cgsh\\_alert\\_memo\\_-\\_new\\_financial\\_assistance\\_rules\\_alert\\_memo.pdf](http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/document-library/clsbdbdl_document/files/cgsh_alert_memo_-_new_financial_assistance_rules_alert_memo.pdf) (18.1.2018.). Vidi i odluku u predmetu *Tribunale Milano sez. VIII 27 novembre 2008 n. 14099*.

66 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., str. 12-23.

obaviješteni o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje.<sup>67</sup> Naime, odredbom članka 9. Direktive o ponudama za preuzimanje propisana je primjena pravila neutralnosti uprave, nadzornog odnosno upravnog odbora tijekom trajanja ponude za preuzimanje,<sup>68</sup> kojom se sprječava poduzimanje postponudbenih (reaktivnih) protupreuzimateljskih mjera. Ipak, ovakav položaj upravnih tijela ciljnog društva nije apsolutan, već se njima ostavlja mogućnost poduzimanja protupreuzimateljskih mjera uz suglasnost dioničara ciljnog društva.<sup>69</sup> Ujedno, za svaku odluku koja je donesena prije razdoblja od objave ponude do objave njezinih rezultata, a koja još nije u cijelosti ili djelomično provedena, zahtijeva se odobrenje dioničara ako ona prelazi redovite okvire poslovanja<sup>70</sup> i ako bi njeno provođenje moglo rezultirati osujećenjem ponude (čl. 9. st. 3. Direktive o ponudama za preuzimanje). Navedeni uvjeti postavljeni su kumulativno.<sup>71</sup>

Međutim, valja istaknuti da se odredbama članka 12. stavak 1. Direktive o ponudama za preuzimanje daje pravo državama članicama ne primijeniti odredbe članka 9. stavak 2. i 3. i/ili članka 11. na ona uvrštena dionička društva koja imaju registrirano sjedište na njihovom državnom području (*opt-out*).<sup>72</sup> Tako se pojedina

67 Zubović, Antonija, op. cit., str. 200. O primjeni protupreuzimateljskih mjera vidjeti više kod Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkog društva, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 1., 2009., str. 291.-331.*

68 Direktiva u svojim odredbama koristi pojam *board*, što je nametnulo potrebu zauzimanja stajališta, ukoliko društvo ima dualistički ustroj, obuhvaća li taj pojam upravu i/ili nadzorni odbor. Zbog mogućnosti zauzimanja različitih stajališta u državama članicama, odredbom čl. 9. st. 6. Direktive izričito se propisuje da ukoliko društvo ima, i upravu, i nadzorni odbor (dualistički ustroj) pojam *board* obuhvaća oba tijela. Dakle, u konkretnom slučaju obveze su nametnute, i upravi, i nadzornom odboru ciljnog društva.

69 Ove iznimke od pravila neutralnosti nastali su pod utjecajem njemačkoga prava. Vidi u: Mülbart, Peter, O., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, Law Working Paper No. 13/2003, August 2003, [www.ecgi.org/wp/9.1.2017.](http://www.ecgi.org/wp/9.1.2017/), str. 11-12.

70 Upravi ciljnog društva mora se tijekom trajanja ponude za preuzimanje omogućiti obavljanje redovitoga poslovanja ciljnog društva.

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

72 Odredbe čl. 9. i 11. Direktive o ponudama za preuzimanje bile su izvor prijedora između različitih država članica EU-a, što je i dovelo do dugotrajnog postupka utvrđivanja konačnog teksta Direktive. Tako su Komisija EU-a i Velika Britanija predlagali uporabu Direktive o ponudama za preuzimanje kao sredstva koje će omogućiti izlazak dioničkih društava na tržište koje će vršiti kontrolu nad poduzimanjem protupreuzimateljskih mjera, u cilju stvaranja liberalnog oblika kapitalizma koji privilegira manjinske dioničare i radnike. S druge strane, Europski parlament i mnoge kontinentalne države članice borile su se protiv tog prijedloga, smatrajući da bi neprijateljska preuzimanja potkopala djelovanje netržišnih instrumenata koje podupiru kompetitivnost industrije u odnosu na postojeći koordinirani oblik kapitalizma. Tako je došlo do sukoba tržišno orijentiranih stajališta i protekcionističkih stajališta o mogućnosti preuzimanja europskih uvrštenih društava od inozemnih ponuditelja. Vidi u Nilsen, André, *The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry*, [www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/](http://www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/) (9.12.2017.).

država članica može opredijeliti da uprava i nadzorni odbor, odnosno upravni odbor ciljnog društva imaju veću slobodu u poduzimanju protupreuzimateljskih mjera nakon objave ponude za preuzimanje, odnosno objave obavijesti o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje.

Tumačenjem ovih odredaba dolazi se do zaključka da LBO transakcije ne bi bile dopuštene u postupku preuzimanja dioničkih društva u državama članicama Europske unije, osim ako bi takva odluka bila donesena na glavnoj skupštini. Međutim, zagovornici primjene LBO transakcija predlažu uravnoteženu primjenu zakonskih odredaba na LBO transakcije, na način da ih se ne obeshrabruje, budući da imaju važnu ulogu u razvoju tržišta kapitala kao i poboljšanju poslovanja društva, osobito na makroekonomskoj razini.<sup>73</sup> Ujedno je nužno istaknuti da ako se LBO transakcija poduzima kao preventivna protupreuzimateljska mjera, ciljno će društvo biti obvezno poštovati odredbe članaka 64.-65. Druge direktive u pravu društava, dakle za njeno poduzimanje bit će potrebna prethodna suglasnost glavne skupštine.

Istraživanja pokazuju da su neka društva poduzela MBO transakciju kao mjeru obrane od neprijateljskog preuzimanja, najčešće s krajnjim ciljem provođenja povlačenja vrijednosnih papira s uređenoga tržišta (engl. *delisting*), što je najčešća korporativna akcija po dovršetku postupka preuzimanja.<sup>74</sup>

Hrvatski zakonodavac uređuje položaj uprave i nadzornog odnosno upravnog odbora ciljnog društva pri poduzimanju protupreuzimateljskih mjera u člancima 42.-44. Zakona o preuzimanju dioničkih društava (dalje u tekstu ZPDD).<sup>75</sup> Odredbom članka 42. ZPDD-a u hrvatsko zakonodavstvo prenesena je odredba članka 9. Direktive o ponudama za preuzimanje, kojom se ograničava poduzimanje reaktivnih protupreuzimateljskih mjera. Tako uprava i nadzorni odnosno upravni odbor ciljnog društva, u razdoblju nakon što je objavljena obavijest o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, do objave izvješća o preuzimanju, ne smiju bez odobrenja glavne skupštine ciljnog društva poduzimati sljedeće radnje: a) povećati temeljni kapital, b) sklapati poslove izvan redovitog poslovanja ciljnog društva, c) djelovati na način koji bi mogao ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva ili sklapati poslove koji bi mogli ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva, d) odlučiti o stjecanju i otpuštanju vlastitih dionica ciljnog društva ili vrijednosnih papira koji daju pravo na te dionice te e) djelovati na način koji bi imao za cilj ometanje ili onemogućavanje ponude za preuzimanje (čl. 42. st. 1. ZPDD-a). Time se prihvaća načelo neutralnosti uprave i nadzornog odnosno upravnog odbora ciljnog društva

73 Vicari, Andrea, op. cit., str. 351., Burkart, Mike, Panunzi, Fausto, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 10/2003, June, 2003, [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp) (20.10.2017.), str. 29.

74 Renneboog, Luc, Vansteenkiste, Cara, op. cit., str. 11.-12., gdje ističu da su članovi uprave voljni ponuditi i višu cijenu za kupnju dionica kako bi spriječili preuzimanje u cilju zaštite njihovog položaja u društvu. O najčešćim korporativnim akcijama nakon provođenja postupka preuzimanja vidjeti više kod Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Pravne značajke provedenih postupaka preuzimanja prije i nakon pristupanja u EU i uočena regulatorna pitanja, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, vol. 66., br. 5., 2016., str. 619.-638.

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

tijekom trajanja postupka preuzimanja<sup>76</sup> te se određuju protupreuzimateljske mjere koje je moguće poduzeti samo uz odobrenje dioničara ciljnog društva. Ako se radi o odlukama uprave ili nadzornog odnosno upravnog odbora ciljnog društva o poduzimanju navedenih radnji, koje su donesene prije zaprimanja obavijesti ili objave obveze o davanju ponude za preuzimanje, a te odluke nisu u cijelosti provedene, mora se prije provedbe pribaviti dodatno odobrenje glavne skupštine, osim ako se radi o odlukama koje spadaju u redovito poslovanje ciljnog društva, a njihova provedba ne bi mogla ometati ili onemogućiti ponudu za preuzimanje (čl. 42. st. 2. ZPDD-a).<sup>77</sup> Zakon daje mogućnost sazivanja glavne skupštine ciljnog društva, radi donošenja odluke o davanju suglasnosti za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera u roku od 14 dana prije dana održavanja glavne skupštine, čime se skraćuju ti rokovi određeni ZTD-om (čl. 42. st. 3. ZPDD-a).<sup>78</sup> Glavna skupština donosi svoju odluku o davanju odobrenja za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke (čl. 42. st. 5. ZPDD-a). Odluke koje bi bile donesene protivno navedenim odredbama su ništetne.

Ako bi se LBO transakcija poduzimala prije objave obavijesti o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, dakle kao preventivna protupreuzimateljska mjera, ciljno društvo bilo bi obvezno poštovati odredbe članka 234. ZTD-a. Međutim, ovdje treba voditi računa i o odredbama članaka 5.-8. ZPDD-a kojima se uređuje zajedničko djelovanje. U tom slučaju se dionicama ponuditelja pribrajaju i dionice osoba koje s njime zajednički djeluju te za sve osobe koje zajednički djeluju nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.<sup>79</sup> Različite su osnove za uspostavu odnosa zajedničkoga djelovanja. Tako do zajedničkoga djelovanja može doći na temelju sporazuma,<sup>80</sup> povezivanja na temelju okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica, postojanjem odnosa kontrole između osoba koje zajednički djeluju, povezivanjem društva, temeljem krvnoga srodstva, između bračnih ili izvanbračnih drugova. Ovdje bi istaknuli povezivanje društava kao osnovu za uspostavu odnosa zajedničkoga

76 Parać, Zoran, *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, god. 42., sv. 4., srpanj, 2003., str. 52., gdje ističe da sve do zaprimanja navedenih obavijesti uprava može slobodno poduzimati radnje u svrhu osujećivanja preuzimanja društva.

77 Time je u hrvatski ZPDD prenesena odredba čl. 9. st. 3. Direktive o ponudama za preuzimanje. Vidi više kod Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, op. cit., str. 291.-331., Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Čulinović-Herc, Edita, *Shareholders' Liability in Croatia*, u: *Shareholders' Liability, The Comparative Law Yearbook of International Business*, Dennis Campbell (ed.), Kluwer Law International, Special Issue, 2017., str. 101.

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

79 O zajedničkom djelovanju vidjeti više kod Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Splitu*, vol. 50., br. 2., 2013., str. 371.-392.

80 Odredbom čl. 5. st. 1. ZPDD-a propisano je da su osobe koje djeluju zajednički fizičke i/ili pravne osobe koje surađuju međusobno na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, čiji je cilj stjecanje dionica s pravom glasa, usklađeno ostvarivanje prava glasa ili sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja, ili koje surađuju s ciljnim društvom na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, čiji je cilj sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja.



djelovanja. Budući da provođenjem LBO transakcije može doći do nastanka faktičnoga koncerna, subjekti koji bi sudjelovali u toj transakciji bili bi obuhvaćeni odredbama o zajedničkom djelovanju.<sup>81</sup>

Položaj članova uprave i nadzornog odbora u postupku preuzimanja u slovenskom je zakonodavstvu uređen odredbama članaka 47.-49. Zakona o preuzimanju dioničkih društava<sup>82</sup> (dalje u tekstu: ZPre). Člankom 47. ZPre (*Omejitve dejanj ciljne družbe*) prenesena je odredba članka 9. Direktive o ponudama za preuzimanje kojom se propisuje obveza neutralnosti uprave i nadzornog odbora tijekom trajanja ponude za preuzimanje. Ako bi došlo do poduzimanja LBO transakcije kao protupreuzimateljske mjere, bilo preventivne bilo reaktivne, na nju bi se primjenjivale odredbe članka 248. ZGD-a koji propisuje ništetnost pravnog posla kojim društvo daje predujam ili zajam za stjecanje njegovih dionica. Zajedničko djelovanje u slovenskom zakonodavstvu uređeno je odredbama članka 8. ZPre-a, koji izričito propisuje da će se pravo glasa pribrojiti svim osobama koje zajednički djeluju i za koje nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Kao i u hrvatskom zakonodavstvu ovisno i vladajuće društvo obuhvaćeni su odredbama o zajedničkom djelovanju.

Načelo neutralnosti uprave i nadzornog odbora u talijansko je pravo preneseno odredbom članka 104. Konsolidiranog zakona o financijama.<sup>83</sup> Dakle, ako bi se LBO transakcije poduzimale kao mjere obrane od preuzimanja to bi se moralo činiti u skladu s člankom 2358. Građanskog zakonika. Kod poduzimanja LBO transakcija prije objave obavijesti o nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, potrebno je voditi računa i o zajedničkom djelovanju koje je u talijanskom zakonodavstvu uređeno odredbom članka 109. Konsolidiranog zakona o financijama (*Acquisto di concerto*).

## **8.2. Korištenje LBO transakcije za „osiromašivanje“ ciljnog društva (izčrpavanje prevzete družbe)**

LBO transakcija može poslužiti kao modalitet za pribavljanje financijskih sredstva potrebnih za kupnju dionica ciljnog društva u postupku preuzimanja. Naime, dionice ciljnoga društva mogu poslužiti kao sredstvo osiguranja za dobivanje zajma, kredita ili bankarske garancije. Problem će biti naglašeniji ako ponuditelj kao osiguranje ponudi dionice koje još nije stekao, već ih namjerava steći kroz postupak preuzimanja. Upravo takva praksa ukazala je na potrebu izmjene zakonodavnih odredaba kojima se uređuje postupak preuzimanja. Direktiva o ponudama za preuzimanje ne uređuje navedeno pitanje, već to prepušta nacionalnim zakonodavstvima država članica EU-a.

U slovenskom pravu, praksa je pokazala da odredba čl. 248. ZGD-a, kojom su ništetni pravni poslovi kojima društvo daje predujam ili zajam za stjecanje njegovih dionica, ne obuhvaća sve pravne poslove koji proizvode u konačnici isti učinak kao

81 Temeljem odredbe čl. 5. st. 5. Zakona o preuzimanju dioničkih društava, trgovačka društva djeluju zajednički ako su međusobno povezana u smislu odredbi ZTD-a.

82 Zakon o prevzemih, Uradni list, br. 79/06, 67/07, 1/08, 68/08, 35/11, 105/11, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13, 25/14, 75/15.

83 Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52", Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998 - Supplemento Ordinario n. 52.

i davanje predujma ili zajma za stjecanje dionica društva. Zakonska norma se lako mogla zaobići na način da ponuditelj dađe zajmodavcu u zalog dionice ciljnog društva koje će steći ako uspije u postupku preuzimanja. Takva mogućnost dovela je do velikog broja preuzimanja, kod kojih je došlo do zlorabe povlaštenih informacija, što je dovelo do “osiromašivanja” (umanjivanja imovine) ciljnog društva (slo. *izčrpavanja prevzete družbe*).<sup>84</sup>

Ističe se da je takvo postupanje ukazalo na potrebu izmjene zakonodavstva o preuzimanju, što je učinjeno još 2007. godine, koje su stupile na snagu 5. siječnja 2008. godine. Cilj je izmjena bio propisivanje zabrane davanja u zalog dionica ciljnog društva.<sup>85</sup> Tako je odredbom članka 32. stavka 2. t. 7. ZPre-a (*dovoljenje za prevzemno ponudbo*) izričito propisano da će ATVP izdati odobrenje za objavljivanje ponude za preuzimanje ako ponuditelj dokaže da za plaćanje dionica ciljnog društva na koje se odnosi ponuda za preuzimanje, nije na bilo kakav način, posredno ili neposredno, dao ili se obvezao dati u zalog ili kao osiguranje vrijednosne papire ciljnog društva, kojih nije imatelj te druge oblike imovine ciljnog društva. Tom se odredbom zabranjuje ponuditelju da dađe dionice ciljnog društva koje bi tek stekao u postupku preuzimanja za dobivanje financijskih sredstava ili bankarske garancije u postupku preuzimanja.<sup>86</sup>

Navedenom izmjenom uvelike se zadire u prava imatelja dionica. Valja istaknuti da onaj tko stekne dionice ciljnog društva i time postane nositelj upravljačkih prava koja proizlaze iz tih dionica, može utjecati na donošenje ključnih odluka u društvu. Tako može utjecati na donošenje odluke o smanjenju temeljnoga kapitala, provođenje statusne promjene, pa i odluke o prestanku društva. Ako može donijeti odluku o prestanku društva morao bi moći donijeti odluku i o umanjivanju njegove imovine (slo. *izčrpavanju*), uz poštovanje odredaba prava društava. Ograničenje za poduzimanje tih transakcija jesu kogentna pravila o održavanju kapitala, obveznom formiranju i uporabi rezervi, kao i isplati dividende.<sup>87</sup>

U hrvatskom zakonodavstvu, sukladno odredbi članka 19. ZPDD-a radi osiguranja novčane naknade ponuditelj je obvezan na transakcijski račun depozitara otvoren kod kreditne institucije u svrhu provođenja ponude za preuzimanje izdvojiti novčana sredstva potrebna za plaćanje svih dionica koje su predmet ponude za preuzimanje i/ili depozitaru dostaviti neopozivu bankovnu garanciju na prvi poziv izdanu u korist osoba koje će pohraniti svoje dionice u ponudi za preuzimanje, na iznos potreban za plaćanje svih dionica koje su predmet ponude za preuzimanje. Bankarsku garanciju ne mogu izdati ponuditelj, osoba koja s njim djeluje zajednički i ciljno društvo. Tumačenjem navedene odredbe ciljno društvo ne bi smjelo dati financijsku pomoć za osiguranje naknade za stjecanje dionica ciljnog društva. Ujedno, HANFA može propisati dodatne uvjete koje mora ispunjavati kreditna institucija koja

84 Vidi primjerice <https://www.dnevnik.si/219880> (22.1.2018.).

85 Plavšak, Nina, op. cit., str. 3–4.

86 U praksi to znači da bi ponuditelj morao takvu izjavu uključiti u sadržaj prospekta. Vidi Pojasnila in praktični vidiki ZPre-1, Agencija za trg vrednostnih papirjev, dostupno na: [http://www.a-tvp.si/Documents/POJASNILA\\_IN\\_PRAKTICNI\\_VIDIKI\\_ZPre.pdf](http://www.a-tvp.si/Documents/POJASNILA_IN_PRAKTICNI_VIDIKI_ZPre.pdf) (23.1.2018.).

87 Prelič, Saša, op. cit., str. 8., Prelič, Saša, *Temeljno o varovanju interesa upnikov v pravu kapitalnih družb - pomen pravil o vezanem premoženju*, Podjetje in delo, br. 2., 2005., str. 379-386.

izdaje bankarsku garanciju kao i sadržaj ugovora o izdavanju bankovne garancije.

Dakle, ZPDD-om se izričito ne propisuje zabrana davanja u zalog dionica ciljnog društva koje ponuditelj drži kao i one koje će tek steći u postupku preuzimanja, kako bi osigurao financijska sredstva ili bankarsku garanciju za isplatu dionica pohranjenih u ponudi za preuzimanje, po čemu se bitno razlikuje od slovenskog uređenja. Međutim, valja istaknuti da će ponuditelj biti dužan navesti podatke o izvoru i načinu osiguranja naknade za plaćanje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje, a na što je obvezan odredbom članka 22. ZPDD-a, kojom se propisuje obvezni sadržaj ponude za preuzimanje.

Talijanski Građanski zakonik ne dopušta ciljnom društvu davanje svojih vrijednosnih papira ili drugih garancija za osiguranje naknade za stjecanje dionica ciljnog društva. U svezi s time dopuštena je iznimka kojom se dopušta pripajanje društava kada jedno od društava prenese dugove na ciljno društvo, koje onda jamči za isplatu dugova. Da bi se to moglo provesti potrebno je da uprave društava koja sudjeluju u pripajanju sastave nacrt ugovora o pripajanju, koji mora sadržavati financijska izvješća iz kojih mora biti vidljivo kako će se podmirivati dugovi, nacrt ugovora o pripajanju mora sadržavati pravne i gospodarske razloge pripajanja te je obvezno izvješće revizora za oba društva u kojem revizor mora navesti mišljenje o tomu jesu li ispunjeni uvjeti za pripajanje.

## 9. ZAKLJUČNE NAPOMENE

Kod LBO transakcija riječ je o transakcijama kod kojih će preuzeti dug za stjecanje dionica ciljnog društva u konačnici otplaćivati samo ciljno društvo. Upravo ovako postavljena financijska konstrukcija otplate duga, za sobom povlači brojna otvorena pitanja u njihovoj primjeni i provedbi.

Uspoređujući rješenja ispitivanih pravnih poredaka uočava se da su sva tri ispitivana pravna poretka različito uredila ove transakcije. Dok su Hrvatska i Italija uredile LBO transakcije na način kako ih uređuje Druga direktiva, slovenski je zakonodavac uvelike pooštrio uvjete za korištenje ovih transakcija, odnosno *de facto* onemogućio njihovo korištenje. Razlog za zauzimanje ovakvog stajališta opravdao je porastom transakcija za koje je ocijenio da dovode do „osiromašivanja“, odnosno umanjivanja imovine (slo. *izčrpavanja*) ciljnih društava, što je podveo pod pojam „tajkunizacija“. Izmjene su išle u tri pravca: odredbom kojom se općenito LBO transakcije proglašavaju ništettima (čl. 248. ZGD-a), izmjenama odredaba o pripajanju (čl. 592. ZGD-a) te izmjenama propisa o preuzimanju (čl. 32. st. 7. ZPre). Kako bi obuhvatio što veći broj transakcija koje bi mogle dovesti do sličnog učinka kao i transakcije davanja zajma ili predujma za stjecanje dionica, proširio je odredbu na način da se svi pravni poslovi sa sličnim učinkom proglašavaju ništettima. Izmjenom propisa o preuzimanju dioničkih društava, onemogućeno je korištenje LBO transakcija u postupcima preuzimanja. Budući da je uočeno da nakon poduzimanja LBO transakcija dolazi do pripajanja društava dopunjene su i odredbe ZGD-a kojima se uređuje provođenje ove statusne promjene, na način da je praktično onemogućeno pripajanje ciljnog društva i ponuditelja, bez obzira na smjer mogućeg pripajanja

(*down* ili *upstream merger*).

Hrvatski zakonodavac zauzeo je potpuno suprotno stajalište, izmijenivši iste godine kao i slovenski zakonodavac, nacionalno zakonodavstvo tako da je omogućio korištenje LBO transakcija, pod propisanim uvjetima. Isto je učinio i talijanski zakonodavac. Međutim, talijanski zakonodavac je za razliku od hrvatskoga zakonodavca, zasebno uređio pripajanje društava kod provođenja LBO transakcija, ali na način da ih nije u potpunosti onemogućio kako je to učinio slovenski zakonodavac.

Dakle dok je namjera slovenskoga zakonodavca u potpunosti onemogućiti korištenje LBO transakcija, karakterizirajući ih lošima za društvo, hrvatski i talijanski zakonodavac zauzeli su blaže stajalište propisivajući uvjete koji moraju biti ispunjeni za valjanost ovih transakcija.

Autori su mišljenja da poduzimanje LBO transakcija nije dobro u potpunosti onemogućiti, već je bolje rješenje propisati uvjete za njihovu valjanost. Te transakcije nikako ne smiju biti prijetnja interesima vjerovnika ciljnog društva. Takvo je stajalište u skladu s istraživanjima, koja pokazuju visoki postotak primjene ovih transakcija, osobito u postupcima preuzimanja, gdje se *a priori* ne polazi od stajališta da te transakcije idu na uštrb ciljnog društva. Takvo je rješenje prihvatio i europski zakonodavac normirajući ove transakcije.

## LITERATURA

## Knjige i članci

1. Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak 1., Organizator, Zagreb, 2013.
2. Bergamo, Elio, Tiburzi, Pierluigi, Le nuove trasformazioni, fusioni, scissioni, Giuffrè Editore, Milano, 2005.
3. Burkart, Mike, Panunzi, Fausto, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 10/2003, June, 2003, dostupno na: [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp) (20.10.2017.)
4. Chinmay, Prakash, Saylee, Warade, Leveraged Buyout – “It’s Positioning Through Time”, Orion, The Research Journal, vol. 1., br. 1., 2013.
5. Crespi, Alberto, Rassegna di diritto societario (1993-1994). Disposizioni penali in materia di società e consorzi, Rivista delle Società, vol. 41., 1996.
6. Čulinović-Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 1., 2009.
7. Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Pravne značajke provedenih postupaka preuzimanja prije i nakon pristupanja u EU i uočena regulatorna pitanja, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, vol. 66., br. 5., 2016.
8. Čulinović-Herc, Edita, Zubović, Antonija, Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Splitu, vol. 50., br. 2., 2013.
9. Drnovšek, Gregor, Aktualna problematika, povezana z uveljavljanjem ZPre-1, Šesnajsto posvetovanje o aktualni problematiki s područja gospodarskega prava: Gospodarski subjekti na trgu – novosti in aktualna vprašanja gospodarskega prava, Portorož, 2008.
10. Eckbo, Espen B., Thorburn, Karin S., Corporate Restructuring: Breakups and LBOs, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, u: Eckbo B. Espen (ur.), Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, vol. 2., 2008.
11. Ferran, Eilis, Regulation of Private Equity - Backed Leveraged Buyout Activity in Europe, ECGI - Law Working Paper No. 84/2007., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=989748> (10.1.2018.).
12. Giannino, Michele, The regulation of LBOs under English and Italian Company Law, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1448719> (23.12.2017.).
13. Jensen, Michael, C., Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 2., br. 1., 1989.
14. Jensen, Michael, C., Warner, Jerold, B., The Distribution Of Power Among Corporate Managers, Shareholders, And Directors, dostupno na: <http://papers.ssrn.com/abstract=173459> (29.12.2017.).
15. Jurić, Dionis, Hrvatsko pravo povezanih društava s prikazom njemačkog, francuskog i engleskog prava (magistarski rad), Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, 2002.
16. Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Čulinović-Herc, Edita, Shareholders' Liability in Croatia, u: Shareholders' Liability, The Comparative Law Yearbook of International Business, Dennis Campbell (ed.), Kluwer Law International, Special Issue, 2017.
17. Jurić, Dionis, Zubović, Antonija, Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkog društva, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 1., 2009.
18. Kocbek, Marijan, Institutivi novele ZGD-1A in nadaljnje spreminjanje ZGD-1 z usklajevanjem evropskega prava družb, Šesnajsto posvetovanje, Gospodarski subjekti na trgu – novosti in aktualna vprašanja gospodarskega prava, Portorož, 2008.

19. Kocbek, Marijan, Prelič, Saša, Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) z novelama ZGD-1A in ZGD-1B – uvodna pojasnila, GV Založba, Ljubljana, 2008., str. 139-155.
20. Mao, Yaping, Renneboog, Luc, Do Managers Manipulate Earnings Prior to Management Buyouts?, ECGI - Finance Working Paper No. 383, 2013., dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2330784> (18.1.2018.).
21. Maurović, Ljiljana, Korištenje povlaštenih informacija managementa u stjecanju vlastitih dionica društva, Hrvatska pravna revija, br. 12., 2004.
22. Maurović, Ljiljana, Smjernica 2006/68/EC o održavanju kapitala i stjecanju vlastitih dionica društva, Hrvatska pravna revija, br. 6., 2007.
23. Mülbart, Peter, O., Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?, Law Working Paper No. 13/2003, August 2003, dostupno na: [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp) (9.1.2017.).
24. New Financial Assistance Rules after Implementation of Directive 2006/68/EC in Italy, dostupno na: [http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/document-library/clsbsddl\\_document/files/cgsh\\_alert\\_memo\\_-\\_new\\_financial\\_assistance\\_rules\\_alert\\_memo.pdf](http://www.law.columbia.edu/sites/default/files/document-library/clsbsddl_document/files/cgsh_alert_memo_-_new_financial_assistance_rules_alert_memo.pdf) (18.1.2018.).
25. Nilsen, André, The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry, dostupno na: [www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/](http://www.oxfordgovernance.org/index.php/100/0/) (9.12.2017.).
26. Osano, Hiroshi, Acquisition Mode and Financing in Takeovers, dostupno na <https://ssrn.com/abstract=1373552> (28.12.2017.).
27. Parać, Zoran, Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu, god. 42., sv. 4., srpanj, 2003.
28. Parać, Zoran, Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, god. 38., sv. 4., 1999.
29. Plavšak, Nina, Novela Zakona o prevzemih: Veća zaštita malih delničarjev in upnikov ali neprimeren poskus, Pravna praksa, br. 48., 2007.
30. Pojasnila in praktični vidiki ZPre-1, Agencija za trg vrednostnih papirjev, dostupno na: [http://www.a-tvp.si/Documents/POJASNILA\\_IN\\_PRAKTICNI\\_VIDIKI\\_ZPre.pdf](http://www.a-tvp.si/Documents/POJASNILA_IN_PRAKTICNI_VIDIKI_ZPre.pdf) (23.1.2018.).
31. Prelič, Saša, MBO - koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako, Pravna praksa, br. 2, 2008.
32. Prelič, Saša, Prostor, Jerneja, Aktualna vprašanja pri statusnih preoblikovanj v Republiki Sloveniji (implementacija Direktive 2009/109/EC), Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34., br. 1., 2013.
33. Prelič, Saša, Temeljno o varovanju interesa upnikov v pravu kapitalskih družb – pomen pravil o vezanem premoženju, Podjetje in delo, br. 2., 2005.
34. Prelič, Saša, Varstvo interesa upnikov in manjšinskih družbenikov pri statusnih preoblikovanjih, Zbornik radova „Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije“, Pravni fakultet, Rijeka, 2011.
35. Renneboog, Luc, Vansteenkiste, Cara, Leveraged Buyouts: A Survey of the Literature, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 492/2017, dostupno na <https://ssrn.com/abstract=2896653> (15.1.2018.).
36. Scholes, Louise, Wright, Mike, Westhead, Paul, Burrows, Andrew, Bruining, Hans, Information Sharing, Price Negotiation and Management Buy-outs of Private Family-owned Firms, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=982896> (28.12.2017.).
37. Seel, Gregory, Brian, An Overview of Leveraged Buy-Out Transactions, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1532261> (22.11.2017.).
38. Tompa, Gašper, Dopustnost operacij LBO/MBO, Pravna praksa, god. 28., br. 37., 2009.
39. Tübke, Alexander, Success Factors of Corporate Spin-offs, ISEN International Studies in Entrepreneurship, Kluwer Academic Publishers, 2004.
40. Varanelli, Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, Podjetje in delo, god. 27., br. 3-4., 2001.

41. Varanelli, Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, *Pravna praksa*, br. 49-50., 2007.
42. Vicari, Andrea, Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs, *European Company & Financial Law Review*, vol. 4., br. 3., September, 2007.
43. Wright, Mike, Simons, Tomas, Scholes, Louise, Renneboog, Luc, Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect, ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006; CentER Discussion Paper Series No. 2006-70, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=918121> (5.1.2018.).
44. Zubović, Antonija, Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom (doktorska disertacija), Pravni fakultet u Zagrebu, 2012.

#### Pravna vrela

1. Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366", *Gazzetta Ufficiale* n. 17 del 22 gennaio 2003 - Supplemento Ordinario n. 8.
2. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52", *Gazzetta Ufficiale* n. 71 del 26 marzo 1998 - Supplemento Ordinario n. 52.
3. Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law, OJ L 169, 30.6.2017, p. 46–127.
4. 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., str. 12-23.
5. Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, OJ L 264, 25.9.2006., p. 32–36.
6. Directive 2012/30/EU of the European Parliament and of the Council of 25 October 2012 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 54 of the Treaty on the Functioning of the European Union, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, OJ L 315, 14.11.2012, p. 74–97.
7. Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, OJ L 26, 31.1.1977., p. 1–13.
8. Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list, br. 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13, 82/13, 55/15.
9. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.
10. Zakon o prevzemih, Uradni list, br. 79/06, 67/07, 1/08, 68/08, 35/11, 105/11, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13, 25/14, 75/15.
11. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15.

#### Sudska praksa

1. Odluka u predmetu *Bruni v. Trenno*, Court of Milan, 13 May 1999, [1999] *Giurisprudenza Italiana* 2103.
2. Odluka u predmetu *Furlan v. Farmitalia Carlo Erba et al.*, Court of Milan, 14 May 1992, [2002] II *Giurisprudenza Commerciale* 988.
3. Odluka u predmetu Tribunale Milano sez. VIII 27 novembre 2008 n. 14099.
4. Odluka Višjeg sodišća u Ljubljani VSL sklep Cpg 1221/2010 od 14. listopada 2010. godine. ECLI:SI:VSLJ:2010:CPG.1221.2010.
5. Odluka Visokog trgovačkog suda RH od 21. siječnja 2012. godine u predmetu Pž-2431/10.
6. Odluka Visokog trgovačkog suda RH od 24. listopada 2007. godine u predmetu Pž-7567/05-4.



**Saša Prelič\***

**Antonija Zubović\*\***

Summary

## **LEVERAGED BUYOUT TRANSACTIONS (LBOs)**

The article analyzes leveraged buyout transactions, pointing out to the open issues in their application. Authors highlight the application of provisions concerning group of companies as well as mergers and acquisitions in LBO transactions. Furthermore, since business practice has shown that LBOs are often used in takeovers, authors analyze the application of LBOs in takeover procedures. In addition, the article analyzes the European regulatory framework for the regulation of LBOs and compares the adopted solutions in Croatian, Slovenian and Italian law. Comparing the solutions of these three legislations, authors conclude that there are significant differences between them. While Croatia and Italy adopted the provisions of Second Company Law Directive, Slovenian legislator significantly tightened the conditions for using LBOs and *de facto* precluded their application. In conclusion, authors evaluate the consequences of the adopted provisions and looks for appropriate solutions *de lege ferenda*.

**Keywords:** *leveraged buyout (LBO), management buyout (MBO), takeover, target company, financial assistance, group of companies, mergers and acquisitions.*

Zusammenfassung

## **RECHTSREGELUNG VON LBO-TRANSAKTIONEN**

Die Arbeit bespricht die Transaktionen, bei denen die Anteile der Zielgesellschaft durch Fremdkapital erworben werden (LBO-Transaktionen), und weist auf offene Fragen bei derer Anwendung. Die Anwendung der Vorschrift über verbundene Unternehmen und die Umsetzung der Statusänderung der Akquisitionen bei LBO-Transaktionen werden auch besprochen. Da die Praxis darauf hindeutet, dass LBO-Transaktionen sehr oft bei Übernahmen benutzt werden, legt man in der Arbeit besonderen Wert auf die Nutzung dieser Transaktionen bei Übernahmen. Der Regulationsrahmen der EU für die LBO-Transaktionen wird analysiert und es

\* Saša Prelič, Ph. D., Associate Professor, Faculty of Law, University of Maribor; [sasa.prelic@um.si](mailto:sasa.prelic@um.si).

\*\* Antonija Zubović, Ph. D., Assistant Professor, Faculty of Law, University of Rijeka; [azubovic@pravri.hr](mailto:azubovic@pravri.hr).

werden Beschlüsse des kroatischen, slowenischen und italienischen Rechts dargestellt und verglichen. Es wird festgestellt, dass diese Transaktionen in den analysierten Rechtsordnungen auf unterschiedliche Weisen reguliert werden. Während Kroatien und Italien ihre Regelungen im Ganzen an die Zweite Gesellschaftsrechtsrichtlinie angeglichen haben, hat der slowenische Gesetzgeber die Voraussetzungen für diese Transaktionen verschärft, beziehungsweise die Nutzung dieser Transaktionen *de facto* behindert. Ausgehend von den Ergebnissen der durchgeführten Forschung werden abschließend die Vorschläge *de lege ferenda* gegeben.

**Schlüsselwörter:** *LBO-Transaktionen, MBO-Transaktionen, Übernahmen, Zielgesellschaft, Unternehmensverschuldung, verbundene Unternehmen, Akquisition.*

Riassunto

## **LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUYOUT (LBO)**

Nel lavoro si trattano le operazioni di leveraged buyout (LBO), indicando le questioni aperte nella loro applicazione. Gli autori si concentrano sull'applicazione delle norme sulle società collegate e sulle operazioni di M&A in occasione delle operazioni di LBO. Posto che la prassi ha evidenziato che le operazioni di LBO spesso vengono utilizzate nelle procedure di take-over, gli autori mediante un capitolo specifico trattano dell'utilizzo di tali operazioni in queste procedure. Nel lavoro di disamina il quadro regolatore europeo delle operazioni LBO e si espongono e comparano le soluzioni giuridiche croata, slovena ed italiana. Paragonando le soluzioni dei sistemi giuridici analizzati s'è osservato che tutti e tre gli ordinamenti studiati regolino, anche se in modi diversi, queste operazioni. Mentre, da un lato, la Croazia e l'Italia hanno regolato le operazioni di LBO in conformità alla disciplina dettata dalla seconda direttiva nel diritto societario, dall'altra parte, il legislatore sloveno ha previsto delle condizioni molto più rigorose per potere utilizzare queste operazioni, rendendone *de facto* impossibile l'utilizzo. Sulla base dei risultati dell'indagine condotta, gli autori in conclusione offrono delle proposte *de lege ferenda*.

**Parole chiave:** *operazioni LBO, operazioni MBO, take-over societario, società bersaglio, indebitamento della società, società collegate, fusione.*

