



EVROPSKA KOMISIJA

Bruselj, 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKEMU
EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU IN ODBORU REGIJ**

Uporaba Direktive 2004/25/ES o ponudbah za prevzem

(Besedilo velja za EGP)

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKEMU EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU IN ODBORU REGIJ

Uporaba Direktive 2004/25/ES o ponudbah za prevzem

(Besedilo velja za EGP)

1. UVOD

1. To poročilo zajema pregled uporabe Direktive 2004/25/ES¹ o ponudbah za prevzem (v nadaljnjem besedilu: Direktiva o ponudbah za prevzem ali Direktiva) v skladu s členom 20 Direktive.
2. Direktiva o ponudbah za prevzem vsebuje minimalne smernice za izvajanje ponudb za prevzem, vključno z razkritjem, ki zajemajo vrednostne papirje z glasovalnimi pravicami družb, za katere velja zakonodaja držav članic, kadar so vse te delnice ali nekatere od njih sprejete v trgovanje na reguliranem trgu.
3. Cilji Direktive o ponudbah za prevzem so pomembni za finančne trge in zainteresirane strani javnih družb. Cilji Direktive so:
 - pravna varnost pri izvajanju ponudb za prevzem ter jasnost in preglednost na področju ponudb za prevzem na ravni celotne Skupnosti;
 - zaščita interesov delničarjev, zlasti manjšinskih delničarjev, ter zaposlenih in drugih zainteresiranih strani z zagotavljanjem preglednosti in pravic do informacij, kadar je družba predmet ponudbe za prevzem ali spremembe kontrole;
 - olajšanje izvajanja ponudb za prevzem z okrepitevijo svobode upravljanja z vrednostnimi papirji družb in glasovanja v zvezi z njimi ter preprečevanje dejanj, ki bi lahko onemogočala uspešnost ponudbe;
 - krepitev enotnega trga z omogočanjem prostega pretoka kapitala v EU.
4. Direktiva o ponudbah za prevzem temelji na splošnih načelih², ki jih morajo države članice upoštevati za namene prenosa Direktive. Ta načela vključujejo:
 - enako obravnavo delničarjev;
 - zaščito manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole;

¹ Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (UL L 142/12, 30.3.2004, str. 38). Na voljo na naslovu

http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm.

² Glej člen 3 Direktive.

- prepoved tržne manipulacije ali zlorabe trga; ter
- dovolj časa in informacij, da delničarji sprejmejo odločitev o ponudbi na podlagi zadostnega poznavanja dejanskega stanja.

Vsako odstopanje od pravil iz Direktive s strani držav članic mora biti v skladu z navedenimi načeli in tudi drugimi načeli, navedenimi v Direktivi.

5. V tem poročilu sta opisana učinek Direktive o ponudbah za prevzem in skladnost z njo (oddelek 2), opredeljena so glavna vprašanja, ki izhajajo iz uporabe Direktive (oddelek 3), ter navedenih je več sklepov (oddelek 4).

2. UČINEK DIREKTIVE O PONUDBAH ZA PREVZEM IN SKLADNOST Z NJO

6. Zunanja študija o uporabi Direktive o ponudbah za prevzem, ki je bila izvedena v imenu Komisije (v nadaljnjem besedilu: zunanja študija)³, ugotavlja, da Direktiva o ponudbah za prevzem ni povzročila večjih sprememb pravnega okvira držav članic, vključenih v študijo⁴, ker so podobna pravila na nacionalni ravni pred sprejetjem Direktive že obstajala ali pa so bila v pripravi.
7. Zunanja študija, poročilo služb Komisije o izvajanju Direktive iz leta 2007⁵ in dodatna raziskava, ki jo je izvedla Komisija, v zvezi s prenosom neobveznih določb Direktive o ponudbah za prevzem ugotavljajo, da je 19 držav članic⁶ preneslo pravilo o nevtralnosti uprave⁷, medtem ko so pravilo spregleda⁸ prenesle le tri države članice⁹. V skladu s členom 12(3) Direktive približno polovica držav članic¹⁰ družbam, za katere velja pravilo o nevtralnosti uprave in/ali pravilo spregleda (na podlagi zakona ali statuta družbe), dovoljuje, da zadevnega pravila ne uporabijo, kadar ponudbo za prevzem predloži ponudnik, za katerega isto pravilo ne velja (vzajemnost).
8. V zvezi z uporabo pravnega okvira v državah članicah težav glede strukturne skladnosti ni bilo.

³ Družba Marcus Partners v sodelovanju s Centrom za evropske politične študije, *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (Študija o uporabi Direktive 2004/25/ES o ponudbah za prevzem), junij 2012. Na voljo na naslovu: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

⁴ Avstrija, Belgija, Ciper, Češka republika, Danska, Estonija, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Madžarska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Poljska, Portugalska, Romunija, Slovaška republika, Španija, Švedska in Združeno kraljestvo.

⁵ Delovni dokument služb Komisije. Poročilo o izvajanju Direktive o ponudbah za prevzem (*Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*) z dne 21. februarja 2007, SEC(2007) 268.

⁶ Avstrija, Bolgarija, Ciper, Češka republika, Estonija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Latvija, Litva, Malta, Portugalska, Romunija, Slovenija, Slovaška republika, Španija in Združeno kraljestvo.

⁷ Pravilo o nevtralnosti uprave (člen 9 Direktive) določa, da mora uprava ciljne družbe v času objave ponudbe pred vsakim ukrepanjem pridobiti predhodno odobritev skupščine delničarjev za ukrep, ki bi lahko onemogočal ponudbo.

⁸ Pravilo spregleda (člen 11 Direktive) nevtralizira preventivne obrambne ukrepe med prevzemom z neizvajanjem nekaterih omejitev (npr. omejitev prenosa deležev ali glasovanja) v obdobju prevzema ter uspešnemu ponudniku omogoča, da odstavi obstoječo upravo ciljne družbe in spremeni njen statut.

⁹ Estonija, Latvija in Litva.

¹⁰ Belgija, Danska, Francija, Nemčija, Grčija, Madžarska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Poljska, Portugalska, Slovenija in Španija.

9. V zunanji študiji se ugotavlja, da je Direktiva o ponudbah za prevzem prispevala k izboljšavam na področju njenih ciljev, na primer z uvedbo usklajevalnih pravil za nadzornike v zvezi s čezmejnimi ponudbami, splošnimi načeli iz Direktive, pravili glede razkritja, pravilom obvezne ponudbe ter pravicami do izključitve in izstopa.
10. Po mnenju zainteresiranih strani, ki so bile vključene v raziskavo dojetanja, izvedeno z namenom priprave zunanje študije, je Direktiva o ponudbah za prevzem koristna za ustrezno in učinkovito delovanje trga. Zainteresirane strani menijo, da so pravila iz Direktive na splošno dovolj jasna in se ustrezno izvršujejo. Na splošno menijo, da se je z Direktivo okrepil položaj manjšinskih delničarjev, ter podpirajo ureditev razkritja, pravilo obvezne ponudbe ter pravice do izključitve in izstopa, vključene v Direktivo. Vendar so predstavniki zaposlenih, s katerimi so bila opravljena posvetovanja v okviru raziskave dojetanja, z Direktivo manj zadovoljni. Zlasti so menili, da Direktiva zaposlenih ne štiti dovolj pred tveganjem spremembe delovnih pogojev ali odpuščanj po prevzemu.
11. Po mnenju zainteresiranih strani so imele neobvezne določbe Direktive o ponudbah za prevzem, ki urejajo uporabo obrambnih ukrepov, majhen učinek. Zunanja študija na primer kaže, da Direktiva po mnenju zainteresiranih strani ni bistveno vplivala na število ponudb in da se v Evropi kljub Direktivi uporablja veliko število zlasti preventivnih obrambnih ukrepov. Zainteresirane strani so kljub temu izrazile mnenje, da je na voljo dovolj možnosti za spregled obrambnih ukrepov, čeprav večina držav članic pravila spregleda ni prenesla.
12. Učinek Direktive o ponudbah za prevzem na gospodarstvo je težko izračunati, zlasti ker je bilo po prenosu Direktive zaradi gospodarskega položaja v EU po finančni krizi¹¹ ponudb za prevzem v EU malo¹². Zaradi pristopa minimalne usklajenosti, ki ga upošteva Direktiva, skupaj z neobvezno naravo členov v zvezi z obrambnimi ukrepi in možnostjo iz člena 4(5) Direktive, da države članice odstopajo od pravil iz Direktive, so se na področju ponudb za prevzem oblikovala zelo raznolika nacionalna pravila.

Čeprav v teoriji ponudbe za prevzem spodbujajo gospodarsko učinkovitost, ekonomska analiza¹³ na splošno kaže, da v praksi ni vedno tako, ker pogoji glede razumnega ravnanja, ozaveščenih tržnih udeležencev in neobstoja stroškov transakcij niso vedno izpolnjeni (npr. ponudbe za prevzem so lahko oblikovane za namene širjenja moči, delničarji pa lahko prejmejo nepopolne informacije, imajo visoke stroške transakcij in so izpostavljeni pritisku javnih razpisov). Poleg tega nekatere določbe Direktive, npr. pravilo o nevtralnosti uprave, pravilo spregleda in pravica do izključitve, spodbujajo ponudbe za prevzem, medtem ko lahko druge določbe, npr. pravilo obvezne ponudbe, odvrtaajo od ponudb za prevzem¹⁴.
13. Primerjava s tretjimi državami¹⁵ kaže, da v teh državah zakonodaja o ponudbah za prevzem temelji na podobnih načelih, kot so načela iz Direktive o ponudbah za

¹¹ Razen „vrhunca“ prevzemov leta 2007, glej sliko 2 v Prilogi.

¹² Glej sliko 1 in 2 v Prilogi k temu poročilu.

¹³ Glej poglavje 4 zunanje študije.

¹⁴ Glej sliko 3 v Prilogi k temu poročilu.

¹⁵ Zunanja študija vključuje naslednje tretje države: Avstralijo, Kanado, Kitajsko, Hongkong, Indijo, Japonsko, Rusijo, Švico in Združene države.

prevzem. Izjema je načelo varstva zaposlenih na podlagi pravic do informacij, ki na splošno v preučeni tretjih državah ni prisotno. Tudi čas trajanja ponudbe za prevzem in informacije, ki jih je treba predložiti, so v EU in tretjih državah podobni. Zakonodajca večine preučeni tretjih držav, razen Združenih držav, vsebuje pravilo obvezne ponudbe ali podobno pravilo, v skladu s katerim je prevzemni prag običajno približno 30 % ali ena tretjina, kar je prav tako podobno kot v EU (Direktiva o ponudbah za prevzem državam članicam dopušča, da same določijo prevzemni prag, pri čemer jih je večina izbrala 30 % ali eno tretjino). V zvezi z obrambnimi ukrepi primerjava kaže, da se uporabljajo v vseh preučeni tretjih državah in da ima večina teh držav (razen Združenih držav) pravilo, enakovredno pravilu o nevtralnosti uprave. Vendar nobena preučena tretja država ni v svojo zakonodajo vključila pravila, enakovrednega pravilu spregleda. Manjše število preučeni držav pravil v zvezi s pravicami do izključitve in izstopa nima. Kljub temu obstajajo drugačni mehanizmi s podobnimi učinki (npr. delnice na vpoklic na Japonskem, obvezen nakup v Avstraliji in denarne združitve v Švici). Nekatere tretje države omogočajo tudi pridobitev popolnega lastništva nad družbo z uporabo shem dogovora.

14. V skladu s členom 20 Direktive o ponudbah za prevzem mora Komisija pri preučevanju Direktive upoštevati spremljanje nadzornih struktur in ovir pri ponudbah za prevzem, ki jih Direktiva ne zajema. V okviru zunanje študije so se preučile piramidne strukture¹⁶ in navzkrižni deleži, ki jih Direktiva o ponudbah za prevzem ne zajema. Ugotovljeno je bilo, da ima 18,1 % javnih družb v državah članicah, vključenih v študijo, piramidno strukturo, medtem ko ima 3,5 % navzkrižne deleže¹⁷. To se ujema z dejstvom, da lastniške strukture na celinskem delu EU večinoma temeljijo na paketnih deležih. Čeprav so piramidne strukture še vedno priljubljen mehanizem za ohranitev kontrole nad družbo z manj kapitala, se ugotavlja, da se oba mehanizma štejeta kot slaba obrambna ukrepa proti prevzemom. V okviru zunanje študije je ugotovljeno tudi, da druge možnosti za preprečevanje prevzemov, kot so sektorska pravila, javni skladi, postopki soodločanja in udeležba zaposlenih v lastništvu, ne povzročajo velikih ali neupravičenih ovir¹⁸.

3. PREGLED IZVAJANJA DIREKTIVE: NASTALE TEŽAVE

15. Na podlagi pregleda izvajanja Direktive o ponudbah za prevzem je bilo ugotovljenih več težav.
16. Prvič, obstaja zaskrbljenost glede pravne varnosti v zvezi s pojmom „usklajenega delovanja“ in njegovo uporabo s strani nacionalnih regulatorjev. Pojem „usklajenega delovanja“ je pomemben pri izračunu, ali je bil prevzemni prag presežen in ali je zato nastala obveznost predložitve obvezne ponudbe. V členu 2(1)(d) Direktive o ponudbah za prevzem so „osebe, ki delujejo usklajeno“, opredeljene kot:

„fizične ali pravne osebe, ki sodelujejo s ponudnikom ali ciljno družbo na podlagi bodisi izrecnega bodisi tihega, bodisi ustnega bodisi pisnega sporazuma, katerih cilj je pridobiti kontrolo nad ciljno družbo, ali onemogočati uspešen izid ponudbe.“

¹⁶ Piramidne strukture so strukture, pri katerih ima subjekt kontrolni delež v družbi, ki ima kontrolni delež v drugi družbi, ki ima kontrolni delež v drugi družbi, itd.

¹⁷ Glej sliko 4 v Prilogi k temu poročilu.

¹⁸ Glej strani 48 in 267 zunanje študije.

Države članice so to opredelitev v nacionalno zakonodajo prenesle na različne načine. Nekatero državo članico¹⁹ na primer upoštevajo opredelitev iz Direktive o ponudbah za prevzem, medtem ko so druge države članice²⁰ vključile elemente opredelitve „usklajenega delovanja“ iz direktive o preglednosti²¹. Poleg tega je pojem „usklajenega delovanja“ vključen tudi v direktivo o pridobitvah²². Splošne opredelitve izraza, vključene v smernice na ravni 3 v zvezi z direktivo o pridobitvah²³, regulatorji v povezavi s ponudbami za prevzem kljub temu ne uporabljajo. Nekateri nacionalni regulatorji²⁴ so za zmanjšanje negotovosti glede uporabe pojma „usklajenega delovanja“ izdali razlagalne smernice ali predpostavke. Vendar je vsebina teh smernic drugačna. Različne opredelitve in razlage na nacionalni ravni povzročajo negotovost pri mednarodnih vlagateljih, ki želijo med seboj sodelovati, in bi lahko imele omejevalni učinek na njihovo pripravljenost za dejavno vključitev v družbe, v katere se vlaga. To so potrdili sodelujoči, ki so predložili odzive na zeleno knjigo Komisije Okvir EU za upravljanje podjetij²⁵ in so izrazili mnenje, da je treba pojasniti obstoječe določbe o „usklajenem delovanju“²⁶.

17. Drugič, veliko število nacionalnih odstopanj od pravila obvezne ponudbe sproža vprašanje, ali pravilo obvezne ponudbe ustrezno ščiti manjšinske delničarje v primeru spremembe kontrole. Člen 4(5) Direktive o ponudbah za prevzem državam članicam omogoča odstopanje od pravil iz Direktive:

„Ob upoštevanju splošnih načel iz člena 3(1) lahko države članice v pravilih, ki jih izvajajo ali uvedejo skladno s to direktivo, predvidijo odstopanja od teh pravil:

(i) z vključitvijo teh odstopanj v nacionalna pravila, z namenom upoštevanja okoliščin, določenih na nacionalni ravni, in/ali

(ii) tako, da svojim nadzornim organom, kadar so ti pristojni, dodelijo pooblastila za odstopanje od teh nacionalnih pravil za upoštevanje okoliščin iz točke (i) ali drugih posebnih okoliščin, pri čemer se mora zahtevati obvezno utemeljitev odločitve“.

¹⁹ Npr. Avstrija, Ciper, Danska, Italija, Madžarska, Irska, Luksemburg, Nizozemska, Slovaška republika in Združeno kraljestvo.

²⁰ Npr. Belgija, Finska, Francija, Nemčija, Poljska, Portugalska, Romunija, Španija in Švedska.

²¹ Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu. V členu 10(a) Direktive je oseba, ki delujejo usklajeno, opredeljena kot: „tretj[o] oseb[o], s katero je ta oseba ali pravna oseba sklenila dogovor, po katerem so obvezane sprejeti, z usklajenim izvrševanjem glasovalnih pravic, ki jih imajo, trajno skupno politiko do upravljanja obravnavanega izdajatelja“.

²² Direktiva 2007/44/ES Evropskega parlamenta in Sveta glede postopkovnih pravil in ocenjevalnih meril za skrbno oceno pri pridobitvah in zvišanju deležev v finančnem sektorju.

²³ V skladu s smernicami na ravni 3 v zvezi z direktivo o pridobitvah se šteje, da osebe delujejo usklajeno, kadar: „se vsaka od njih odloči za izvrševanje svojih pravic, povezanih z delnicami, ki jih pridobi v skladu z eksplicitnim ali implicitnim sporazumom, sklenjenim med njimi“.

²⁴ Npr. Italija in Združeno kraljestvo.

²⁵ Zelena knjiga Okvir EU za upravljanje podjetij z dne 4. aprila 2011, COM(2011) 164 final. Na voljo na naslovu: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_sl.pdf#page=2.

²⁶ Glej: Povratno poročilo, Povzetek odzivov na zeleno knjigo Okvir EU za upravljanje podjetij. Na voljo na naslovu: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

Vse države članice, vključene v zunanjo študijo, so odstopale od pravila obvezne ponudbe. Odstopanja je mogoče razdeliti v več kategorij²⁷:

- diskrecijska pravica nacionalnega nadzornega organa, da odobri izvzetje. To možnost je izkoristilo le nekaj držav članic²⁸;
- postopki oprostitve, pri katerih se lahko delničarji odločijo za odstop od obveznosti predložitve obvezne ponudbe;
- tehnična odstopanja, kot je odstopanje v zvezi z odprtimi kolektivnimi investicijskimi shemami (ki ne spadajo na področje uporabe Direktive), ki ne omejujejo področja uporabe pravila obvezne ponudbe, kot predvideva Direktiva;
- primeri, v katerih ni dejanske spremembe kontrole, kadar je na primer sprememba kontrole začasna ali se je izvedla pridobitev znotraj iste skupine družb ali skupine, „ki deluje usklajeno“. Ta odstopanja ne vplivajo na cilj iz Direktive, in sicer zaščito manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole;
- za zaščito interesov ponudnika ali kontrolnega delničarja, kadar na primer sprememba kontrole ni posledica prostovoljnega dejanja, kadar je pridobitev neposredna ali je na podlagi življenjskega dogodka, npr. dedovanja;
- za zaščito interesov upnika, kadar je na primer pridobitev posledica izvajanja finančnega jamstva s strani upnika;
- za zaščito interesov drugih zainteresiranih strani, kadar ima na primer vlagatelj finančne težave, kadar je kontrola pridobljena na podlagi posebne vrste poslovne transakcije, kot je združitev ali shema dogovora, ali kadar je kontrola pridobljena z državno prodajo vrednostnih papirjev.

V okviru različnih nacionalnih odstopanj od pravila obvezne ponudbe ni vedno jasno, na kakšen način se zagotavlja zaščita manjšinskih delničarjev. Kot izhaja iz člena 4(5) Direktive, morajo države članice, ki omogočajo odstopanja od pravil iz Direktive, spoštovati splošna načela iz Direktive. Eno od splošnih načel določa, da je treba v primeru, ko oseba pridobi kontrolo nad družbo, druge imetnike vrednostnih papirjev zaščititi (člen 3(a) Direktive). Direktiva ne opredeljuje, kako morajo države članice zagotoviti spoštovanje splošnih načel iz Direktive.

18. Tretjič, člen 5(2) Direktive o ponudbah za prevzem določa, da kadar je kontrola pridobljena po prostovoljni ponudbi, naslovljeni na vse imetnike vrednostnih papirjev za vse njihove deleže, obveznost predložitve obvezne ponudbe ne velja več. Komisija je ugotovila, da lahko to izvzetje ponudniki uporabijo zato, da se izognejo obvezni ponudbi za pravično ceno. Prednost za ponudnike je, da Direktiva ne ureja

²⁷ Za preglednico z različnim odstopanji od pravila obvezne ponudbe in državami članicami, v katerih so ta odstopanja možna, glej str. 152 zunanje študije. To poročilo povzema najpogostejša odstopanja in jih razvršča v kategorije.

²⁸ Finska, Irska in Združeno kraljestvo. V Nemčiji ima organ Bafin omejeno diskrecijsko pravico, da odstopi od obvezne ponudbe, medtem ko je pritožbeno sodišče v Franciji podprlo odločitev organa AMF, da odobri izvzetje.

cene prostovoljne ponudbe. Izvzetje v primerih, v katerih je kontrola pridobljena po prostovoljni ponudbi, predvideva, da je bila cena ponudbe dovolj visoka, da jo je velik del delničarjev sprejel, sicer ponudnik kontrole ne bi pridobil na podlagi ponudbe. Če ponudnik že ima delež, ki je malo pod prevzemnim pragom, je dovolj, da svoje delnice ponudi le nekaj delničarjev, in ponudnik lahko preseže prevzemni prag. Tudi če ponudnik ponudi zelo nizko ceno, bo kontrolo verjetno pridobil na podlagi prostovoljne ponudbe, zato mu ni treba upoštevati pravila obvezne ponudbe. V tem primeru manjšinski delničarji ne morejo imeti deleža v kontrolni premiji. V več državah članicah ta možnost vseeno ni na voljo, ker nacionalna zakonodaja določa, da za ponudbo velja pogoj, da ponudnik pridobi minimalni delež delnic²⁹ ali pa naknadne pridobitve delnic sprožijo obvezno ponudbo³⁰.

Poleg tega se trdi, da lahko ponudniki pridobijo kontrolni delež brez predložitve obvezne ponudbe, tako da svojo udeležbo ohranijo tik pod prevzemnim pragom, tako da lahko dejansko kontrolirajo družbo, ali pridobijo pozicijo v izvedenih finančnih instrumentih³¹.

19. Četrtič, v zvezi z neobveznimi členi Direktive o ponudbah za prevzem je mogoče skleniti, da pravilo spregleda ni bilo preveč uspešno ob upoštevanju, da so ga prenesle le tri države članice, pravilo o nevtralnosti uprave pa je bilo sorazmerno uspešno³². Ob sprejetju Direktive je bilo mišljeno, da si bodo delničarji morda prizadevali za prostovoljno uporabo neobveznih določb s strani družb, če države članice ne teh določb bodo prenesle v nacionalno zakonodajo. Vendar kaže, da ni bilo tako. Zato se lahko šteje, da Direktiva pri urejanju uporabe obrambnih ukrepov ni preveč učinkovita. To potrjujejo zainteresirane strani. Vendar so te tudi navedle, da je kljub dejstvu, da pravilo spregleda ni bilo preneseno, na voljo dovolj možnosti za spregled obrambnih ukrepov proti prevzemom (glej odstavek 11 tega poročila).
20. Petič, v skladu z Direktivo o ponudbah za prevzem morajo biti predstavniki zaposlenih ciljne družbe in ponudnika v primeru ponudbe za prevzem podrobno obveščeni³³. Informacije, ki se predložijo predstavnikom zaposlenih, morajo vključevati izjavo o namenih ponudnika glede prihodnjega poslovanja ciljne družbe in ponudnika zaradi posledic za zaposlovanje in pogoje zaposlovanja³⁴ ter mnenje uprave ciljne družbe o ponudbi in njenih mogočih posledicah za zaposlovanje³⁵. Zunanja študija kaže, da predstavniki zaposlenih niso zadovoljni z načinom, na katerega se z Direktivo ščiti interese zaposlenih. Ti navajajo, da zahtevane informacije niso vedno predložene pravočasno ali pa so neustrezne ter da ponudbe za prevzem bistveno vplivajo na delovne pogoje in odpuščanja. Poleg tega trdijo, da po ponudbi ni več mogoče vedeti, ali bo ponudnik deloval v skladu z navedenimi

²⁹ V Združenem kraljestvu na primer za ponudbo velja pogoj, da ponudnik pridobi najmanj 50 % delnic.

³⁰ Za pregled nacionalnih določb, ki določajo, kdaj naknadne pridobitve sprožijo obveznost ponudbe, glej str. 130 zunanje študije.

³¹ Predlog za spremembo direktive o preglednosti že vključuje obvezno razkritje pozicij v izvedenih finančnih instrumentih. Glej: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_sl.pdf.

³² Glej odstavek 7 tega poročila.

³³ Glej člena 6(1) in (2) ter 8(2) Direktive.

³⁴ Glej člen 6(3)(i) Direktive.

³⁵ Glej člen 9(5) Direktive.

informacijami, ki so bile razkrite v postopku ponudbe. Vendar tega Direktiva ne ureja.

4. SKLEPNE UGOTOVITVE

21. V tem pregledu izvajanja Direktive o ponudbah za prevzem je ugotovljeno, da ureditev na podlagi Direktive na splošno deluje zadovoljivo. V zvezi z uporabo pravnega okvira v državah članicah ni bilo večjih težav glede strukturne skladnosti. Zainteresirane strani menijo, da so pravila iz Direktive na splošno dovolj jasna in se ustrezno izvršujejo ter da je Direktiva koristna za ustrezno in učinkovito delovanje trga. Zunanja študija ugotavlja, da je Direktiva o ponudbah za prevzem prispevala k izboljšavam na področju njenih ciljev.
22. Kljub temu obstajajo področja, na katerih bi bilo treba pravila iz Direktive o ponudbah za prevzem nekoliko pojasniti, da bi se izboljšala pravna varnost za vključene strani in bi se pravice (manjšinskih) delničarjev učinkovito uveljavljale.
23. Prvič, **pojem „usklajenega delovanja“** bi bilo treba pojasniti na ravni EU za zagotovitev večje pravne varnosti za mednarodne vlagatelje, da ti lahko med seboj sodelujejo, ne da bi se štelo, da „delujejo usklajeno“, in prevzamejo tveganje v zvezi s predložitvijo obvezne ponudbe. Pojasnilo se lahko zagotovi na primer v smernicah, ki jih oblikuje Komisija in/ali Evropski organ za vrednostne papirje in trge (*ESMA, European Securities and Markets Authority*). Na podlagi takega pojasnila bi delničarji lažje dosegli, da bi uprave odgovarjale za svoja dejanja, in bi spodbujali dobre standarde upravljanja v javnih družbah v EU. Kljub temu se pristojnim organom ne sme preprečiti, da od strani, ki delujejo usklajeno z namenom prevzema kontrole, zahtevajo, naj sprejmejo pravne posledice usklajenega delovanja. Morebitne pobude na tem področju bi bile v skladu s cilji zelene knjige Komisije Okvir EU za upravljanje podjetij in njenega sporočila z naslovom „Akt za enotni trg“³⁶, da bi se spodbujalo dolgoročno, trajnostno lastništvo v korist trajnostne rasti evropskega trga. Komisija namerava oktobra 2012 sporočiti, katere ukrepe namerava sprejeti na tem področju.
24. Drugič, v pregledu je ugotovljeno, da obstaja veliko različnih **nacionalnih odstopanj od pravila obvezne ponudbe** in da ni vedno jasno, na kakšen način se v primerih uporabe nacionalnega odstopanja upošteva splošno načelo Direktive, ki zahteva zaščito manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole. Kot nadaljnji ukrep namerava Komisija izvesti dodatno preiskavo v zvezi s tem, kako so manjšinski delničarji zaščiteni v primeru uporabe nacionalnega odstopanja od pravila obvezne ponudbe. Več informacij je potrebnih glede področja uporabe nacionalnih odstopanj od pravila obvezne ponudbe, obsega, v katerem nacionalna odstopanja omejujejo zaščito manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole, ter po potrebi vrste nadomestnih mehanizmov v nacionalni zakonodaji za zaščito manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole. Če bo preiskava pokazala, da je zaščita manjšinskih delničarjev neustrezna, bo Komisija sprejela nujne ukrepe (na primer s postopki za ugotavljanje kršitev) za ponovno vzpostavitev učinkovite uporabe tega splošnega načela iz Direktive.

³⁶ Sporočilo z naslovom Akt za enotni trg, COM(2011) 206 final, april 2011. Na voljo na naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:SL:PDF>.

25. Tretjič, v pregledu je ugotovljeno, da se ponudniki na podlagi izvzetja iz pravila obvezne ponudbe, vključenega v Direktivo o ponudbah za prevzem, v primerih, ko se kontrola pridobi po **prostovoljni ponudbi za vse deleže družbe**, lahko izognejo pravilu obvezne ponudbe, tako da pridobijo delež, ki skoraj dosega prag obvezne ponudbe, in predložijo prostovoljno ponudbo za nižjo ceno. Ponudnik bi tako presegel prag obvezne ponudbe, ne da bi manjšinski delničarji imeli dejansko možnost izstopa iz družbe in udeležbe v kontrolni premiji. Jasno je, da ta praksa ni v skladu s ciljem iz Direktive glede zaščite manjšinskih delničarjev v primeru spremembe kontrole, čeprav se zdi, da ne krši vsebine Direktive³⁷. Primeri iz nacionalne zakonodaje, kot so dodatni pragi obvezne ponudbe³⁸ ali minimalni pogoji sprejemljivosti ponudb za prevzem³⁹, kažejo, da obstajajo možnosti za preprečitev uporabe te prakse. Komisija bo sprejela ustrezne ukrepe za odvrčanje od te prakse v EU z dvostranskimi dialogom z zadevnimi državami članicami ali s priporočili Komisije.
26. Četrtič, v pregledu je v zvezi z neobveznima **členoma 9 in 11 Direktive o ponudbah za prevzem** ugotovljeno, da je pravilo o nevtralnosti uprave (člen 9) preneslo sorazmerno veliko število držav članic, kar pa ne velja za pravilo spregleda (člen 11)⁴⁰. Kljub temu se zdi, da neuporaba neobveznih pravil ni ključna ovira za ponudbe za prevzem v EU glede na to, da zainteresirane strani navajajo, da je na voljo dovolj možnosti za spregled obrambnih ukrepov proti prevzemom. Glede na navedeno in tudi ob upoštevanju pomanjkanja razpoložljivih gospodarskih dokazov, na podlagi katerih bi lahko utemeljili spremembo položaja, se predlog, da se neobvezni členi Direktive spremenijo v obvezne, na tej stopnji ne zdi ustrezen.
27. Nazadnje, predstavniki zaposlenih so navedli, da niso zadovoljni z načinom, na katerega Direktiva o ponudbah za prevzem ščiti **pravice zaposlenih** v primeru prevzema, zlasti kar zadeva tveganje spremembe delovnih pogojev in razpoložljivost delovnih mest. Komisija bo nadaljevala dialog s predstavniki zaposlenih, da bi preučila možne izboljšave v prihodnosti. Prav tako bo dodatno preučila v praksi pridobljene izkušnje na področju določb Direktive, v skladu s katerimi je treba razkriti namene ponudnika glede prihodnjega poslovanja družbe in njenih pogojev zaposlovanja ter mnenja uprave ciljne družbe o tem in tudi informacije o financiranju ponudbe in identiteti ponudnika⁴¹.
28. Države članice, Evropski parlament, Evropski ekonomsko-socialni odbor in druge zainteresirane strani so pozvani k predložitvi svojih stališč o pregledu iz tega poročila.

³⁷ Glej člen 5(2) Direktive, ki iz pravila obvezne ponudbe izrecno izvzema pridobitve po prostovoljni ponudbi za vse deleže družbe.

³⁸ Za pregled dodatnih pragov glej str. 130 zunanje študije.

³⁹ Glej str. 146 zunanje študije.

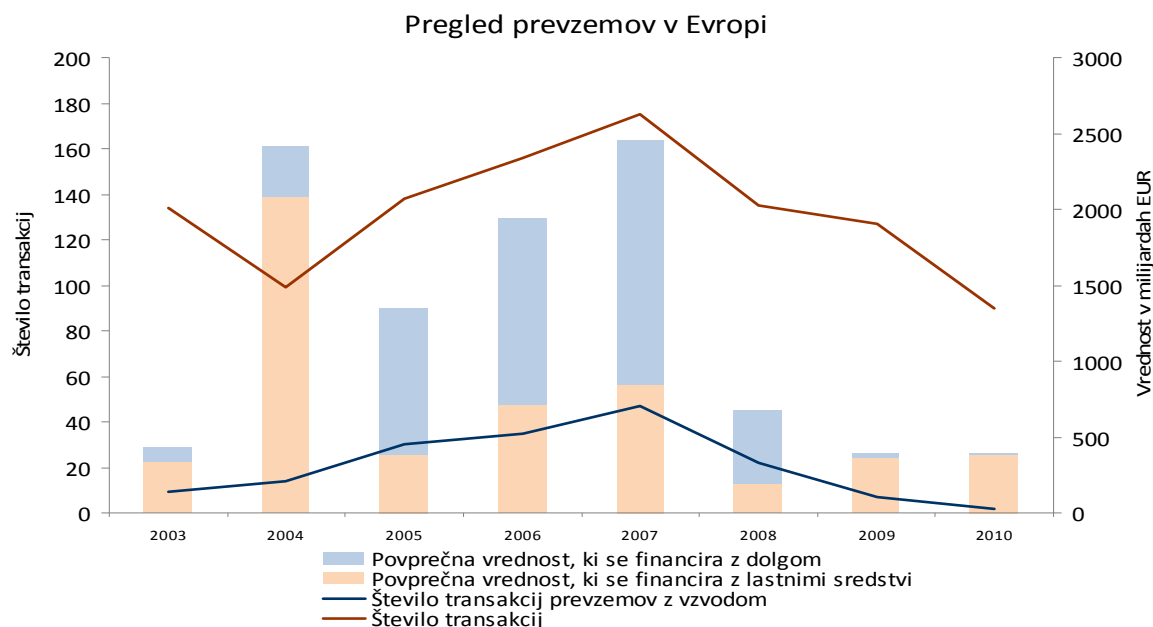
⁴⁰ Glej odstavek 7 tega poročila.

⁴¹ Glej člen 3(1)(b), člen 6(3)(i), (l) in (m) ter člen 9(5) Direktive.

PRILOGA K POROČILU KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKEMU EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU IN ODBORU REGIJ

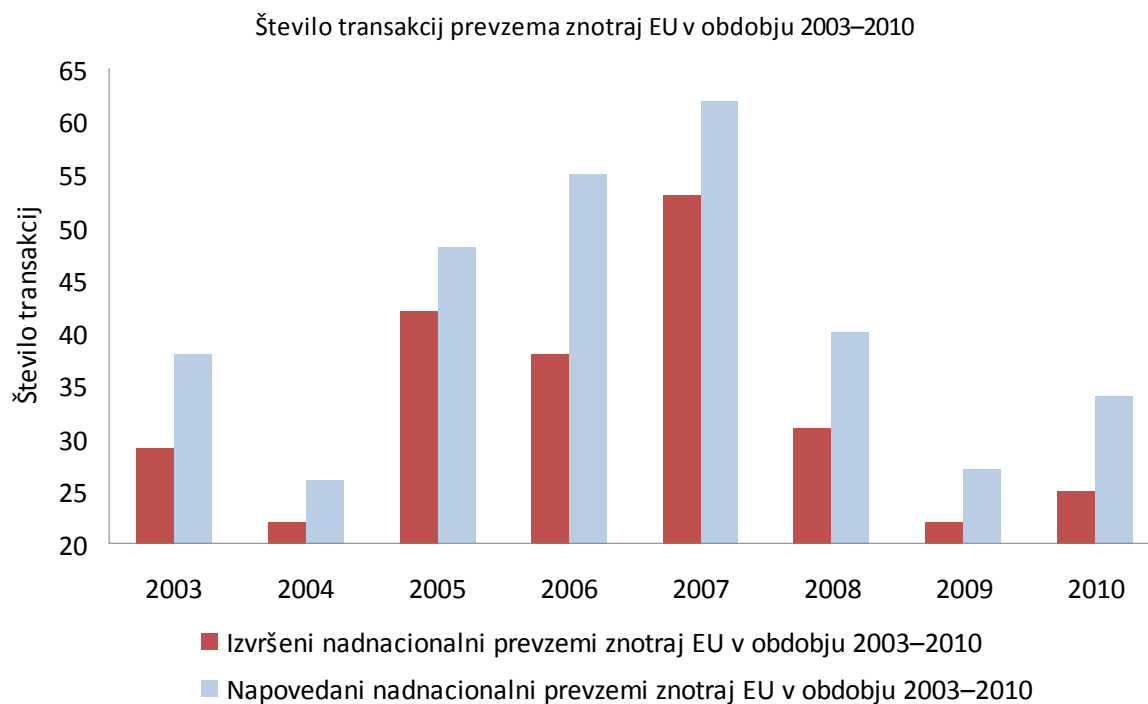
Uporaba Direktive 2004/25/ES o ponudbah za prevzem

Slika 1: Pregled prevzemov v Evropi



Vir: Zunanja študija, str. 284.

Slika 2: Število transakcij prevzema znotraj EU v obdobju 2003–2010



Vir: Zunanja študija, str. 285.

Slika 3: Vpliv ureditve prevzema (\pm povezanost in intenzivnost)

	Obseg prevzemov		Zaščita (manjšinskih) delničarjev		Nesorazmernost med lastništvom in kontrolo	
	ZGOŠČENO LASTNIŠTVO	RAZPRŠENO LASTNIŠTVO	ZGOŠČENO LASTNIŠTVO	RAZPRŠENO LASTNIŠTVO	ZGOŠČENO LASTNIŠTVO	RAZPRŠENO LASTNIŠTVO
Pravilo obvezne ponudbe	-	--	++	+	+	++
Preglednost lastništva	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Pravilo izključitvi ^o	++	+	-	-	+	+
Pravilo izstopu ^o	--	-	++	+	--	-
Pravilo spregleda	++	+	++	+	++	+
Pravilo nevtalnosti uprave ^o	++	+	+	-	+	++

Vir: Zunanja študija, str. 29.

Slika 4: Ovire za prevzeme, ki niso zajete v Direktivi o ponudbah za prevzem. Delež družb s piramidnimi strukturami ali navzkrižnimi deleži.

Piramidne strukture		
Splošno	Nedavno sprejete v kotiranje na borzi	Skupaj
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Navzkrižni deleži		
Splošno	Nedavno sprejeti v kotiranje na borzi	Skupaj
3,5 %	0 %	2,6 %

Vir: Zunanja študija, str. 48.