

*Татијана Јованић,
асистент, Правни факултет, Београд*

Златне акције и неки облици државне контроле над пословањем приватизованих предузећа која обављају делатности од општег интереса

Резиме

Дерегулација и либерализација приватизације утицале су на смањење учешћа државне својине. У погледу приватизованих предузећа која обављају делатности у стратегички битним областима и сектору јавних услуга постоји неколико начина по којима држава може да задржи одређене надлежности после приватизације. Златне акције везују се за мере попут давања сагласности за стицање одређеног учешћа у акционарском капиталу приватизованог предузећа, одлука од значаја за пословање предузећа, именовање представника у управном одбору, као и специфична гласачка права.

Њихово постојање се најчешће оправдава стицањем класичне улоге државе да обезбеди континуитет у пружању јавних услуга, али будући да су у погледу интервенционистичке мере, златне акције имају негативне ефекте на корпоративно управљање и често представљају облик економског национализма.

Европски Суд правде је у неколико случајева које је Комисија покренула против држава чланица формулисао правне оквире њихове дозвољене употребе: слободно креирање капитала може се ограничити само мерама недискриминаторне природе, у случајевима јасно дефинисано и објективно постојеће јавног интереса и по пропорционално циљу њиховог увођења.

Кључне речи: *приватизација, златне акције, прелиходна и накнадна сагласност, делатности од општег интереса.*

1. Приватизација и делатности од општег интереса

Осамдесете и деведесете године прошлог века обележило је смањење учешћа државне својине на тржишту. Приватизација се одвијала брзо или спорије, планирано или стихијски, различитим техникама а најчешће кроз механизам претварања државних предузећа у акционарска друштва јавном понудом акција. У многим државама власти су настојале да заинтересују широке слојеве становништва, а често се прибегавало и намерном смањењу вредности капитала предузећа и разним механизмима утицало на фаворизацију домаћих акционара у односу на стране. У областима од ширег друштвеног значаја, државе чланице ЕУ и земље у транзицији користиле су различите механизме којима су себи обезбедиле могућност контроле над пословањем приватизованих предузећа које обављају делатности од јавног интереса и после промене власништва. У овом раду стављен је акценат на механизме контроле приватизованих предузећа која се у упоредном праву подводе под појам „златне акције“.

Својинска трансформација је променом облика својине утицала и на измену система управљања предузећима и створила услове за функционисање тржишта капитала. Са једне стране сада се налазе приватни власници који су заинтересовани за што већи профит, а са друге стране професионални менаџери чији је приоритет постизање веће стопе раста предузећа. С обзиром да је стопа раста једна од битних детерминанти тржишне цене акција, профит који се исплаћује кроз дивиденду није више примаран фактор одређења будућих акционара.

Емпиријски је утврђено да су приватна предузећа и у домену јавних услуга ефикаснија од државних. Ефикасност предузећа зависи од степена конкуренције, а не од типа својине, те је ефекат приватизације и постизање већег нивоа конкуренције у домену јавних услуга. Амерички пример показује да чак и јавна предузећа од великог друштвеног значаја која врше веома битне јавне услуге, као и предузећа у области природних монопола, могу обављати те делатности и у режиму приватне својине, уз одређени ниво регулације.

Једно од најважнијих оправдања национализације извршене после Другог светског рата било је успостављање државне својине над природним монополима. Природни монополи означавају ситуацију када је са становишта друштва јефтиније да се производња или вршење јавних услуга врши од стране само једног привредног субјекта. Државна својина над природним монополима налазила је основ у тврдњи да је ефективније успоставити одговарајућу институционалну структуру јавноправних колективитета. Међу осталим разлозима истичу се постојање екстерних ефеката као и захтеви правичности.¹⁾

Требало би указати и на разлику између појмова јавно предузеће и предузеће које обавља делатност из области јавних служби. Наиме, израз јавно предузеће обично се везује за предузеће које обавља делатност од општег интереса а које оснива држава, односно јединица локалне самоуправе,²⁾ док је други израз шири и укључује и друштва капитала у приватној својини. У ЕУ јавна предузећа и јавне

службе имају неколико дивергентан статус, а у упоредном праву статус предузећа која врше делатност од општег интереса није јединствено уређен.³⁾

Према нашем Закону о јавним предузећима то су делатности које су као такве одређене законом у области: производње, преноса и дистрибуције електричне енергије; производње и прераде угља; истраживања, производње, прераде, транспорта и дистрибуције нафте и природног и течног гаса; промета нафте и нафтних деривата; железничког, поштанског и ваздушног саобраћаја; телекомуникација; издавања службеног гласила Републике Србије; информисања; издавања удбеника; коришћења, управљања, заштите и унапређивања добара од општег интереса (воде, путеви, минералне сировине, шуме, пловне реке, језера, обале, бање, дивљач), као и комуналне делатности. Даље, то су и делатности од стратешког значаја за Републику, као и делатности неопходне за рад државних органа и органа јединице локалне самоуправе, утврђене законом.⁴⁾

2. Појам и правна природа златних акција и сличних облика надзора над пословањем приватизованих предузећа

- Појам и права из златних акција

Златне акције су механизам којим држава задржава одређена овлашћења над приватизованим предузећима од стратешког значаја и општег интереса у погледу структуре власништва над акционарским друштвом и доношења битних одлука од стране органа предузећа. То су нарочито предузећа у области инфраструктуре: енергетског система и искоришћавања природних богатстава, телекомуникација и транспорта, војне индустрије, објекти од значаја за одбрану земље и сл.

Најкраће речено, стицање одређеног процента удела или битне одлуке предузећа не могу да се реализују без претходне или накнадне сагласности имаоца златних акција, односно уколико су одређени акти предузећа супротни интересима

1. У многим привредним гранама важи принцип економије обима: како су трошкови производње фиксни, пропорционално је јефтиније повећање обима производње, али само до извесне тачке где маргинални трошкови почињу да расту. У класичним примерима природног монопола маргинални трошкови у том случају опадају. Нпр. када се успостави електродистрибутивна инфраструктура, трошкови производње опадају са већом производњом струје. Видети нпр. А. Огус: *Regulation – Legal Form and Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1994., стр. 265-270., Р. А. Поснер: *Economic Analysis of Law*, 5th edition, Aspen Law & Business, 1998., стр. 381-386.
2. Уосталом, то је и законска дефиниција јавног предузећа према чл. 401. ст.1. Закона о предузећима („Сл. лист СРЈ“ бр. 29/96, 36/02). У ст. 2. истиче се да делатност од општег интереса могу обављати и други облици предузећа, део предузећа као и предузетник. Дефиниција је идентична и у чл.1.ст.1. Закона о јавним предузећима: „Сл. гласник РС“ бр. 25/2000.
3. М. Васиљевић: *Пословно право*, Београд, Савремена администрација, 1999., стр. 163-164.
4. Чл. 2. Закона о јавним предузећима.

друштвене заједнице ималац акција може употребити право вета или вишеструким правом гласа надгласати остале акционаре.

Златним акцијама се обично предвиђа сагласност њиховог имаоца приликом доношења одлуке о статусним променама предузећа (спајању, припајању, подели), правном режиму зависних друштва, продаји основних средстава и средстава неопходних за континуирано обављање делатности, залагању активе и задуживању на финансијском тржишту, добровољној ликвидацији предузећа, промени делатности и седишта, промени структуре акционарског капитала и смањењу државног учешћа испод одређеног процента, емитовању привилегованих акција, измени статута уопште или само по питању права имаоца златних акција. Ималац златних акција има могућност присуствовања скупштини акционара, по правилу без права гласа, понекад и право на именовање чланова тј. представника владе у управном одбору, или на вето приликом доношења одлуке о именовању или разрешењу појединих чланова. Златне акције често носе плурални вотум: то значи да број гласова ималаца златних акција у случају појединих одлука може бити већи од оног који им реално припада с обзиром на број акција у поседу, што је значајно са становишта блокаде одлука органа акционарског друштва.⁵⁾

- Правна природа и правни основ златних акција

Уопште, основна права из акција су: право на дивиденду, управљање, остатак ликвидационе или стечајне масе и располагање акцијом као хартијом од вредности. Родови акција одређују се у уговору о оснивању и статуту друштва. Обичне акције по правилу носе једнаке гласове, али могу имати и плурални вотум као и право на именовање одређеног броја чланова управног и надзорног одбора. Приоритетне акције обично дају приоритетна права у односу на дивиденду, приоритет у наплати из остатка ликвидационе или стечајне масе, по правилу су без права гласа, а права њихових ималаца се могу ограничити само уз сагласност посебне скупштине коју чине имаоци приоритетних акција.⁶⁾

Златне акције имају елементе и обичних и приоритетних акција и зато их је тешко сврстати у једну од наведених категорија. С обзиром да су оне пре свега контролни механизми, најисправнијим се чини став да златне акције представљају посебну врсту акција.⁷⁾

Њихова номинална вредност је по правилу ниска,⁸⁾ по својој природи су акције на име⁹⁾ чији је пренос ограничен, а по правилу немају право гласа на редовној

5. Статутима приватизованих предузећа често се предвиђа да у том случају златне акције дају исти толико гласова колико износи укупан број акција свих осталих акционара плус један.

6. М. Васиљевић: нав. дело, стр. 825-827.

7. Тако: Gower: *Principles of Modern Company Law*, London, Sweet and Maxwell, 1992., стр. 77.

8. У Великој Британији номинална цена златне акције износила је углавном 1£.

9. Уопште, плуралне акције, акције чији је пренос подвргнут одређеним условима и привремене акције издају се по правилу на име, а златне акције углавном имају све набројане особине.

скупштини акционара, као ни право на учешће у расподели добити. Златне акције су по правилу привремене акције, упоредно посматрано распон се најчешће креће између три и пет година.

Имаоци и вршиоци права из златних акција су по правилу државни органи, најчешће су у питању министри у чију надлежност спада сектор у коме је дозвољено њихово коришћење. То могу бити и посебни државни органи надлежни за приватизацију (што је чешћи случај у транзиторним привредама), али и локални органи и неки облици јавноправних колективитета, о чему ће бити речи даље у тексту. У неким случајевима члановима управног одбора приватизованих предузећа наметнута је обавеза контроле и обавештавања надлежних органа, нарочито када се ради о ограничењу стицања одређеног процента акционарског удела.

Нихов правни основ представљају најчешће закони о приватизацији и пратећи подзаконски акти или закони којима се уређују поједине привредне делатности (нпр. Велика Британија), а права ималаца златних акција конкретизована су у статутима приватизованих предузећа.

Наш Закон о приватизацији не предвиђа постојање златне акције, а „промет акција емитованих у поступку приватизације слободан је на секундарном тржишту и одвија се преко финансијске берзе“.¹⁰⁾ Купци капитала или имовине су како домаћа тако и страна правна или физичка лица у складу са законом,¹¹⁾ тако да формално не постоји никаква дискриминација нити повлашћени третман истих. У нашем закону о приватизацији помиње се и општи интерес у смислу да „предмет приватизације не могу бити природна богатства и добра у општој употреби, као добра од општег интереса“, али се то само посредно односи на обављање делатности јавних служби.

Законом о предузећима предвиђена су одређена ограничења у погледу врсте и обављања делатности, стицања и режима сопствених акција, а режим јавних предузећа и предузећа у поступку приватизације донекле је измењен 2002. године.¹²⁾ У делу који се односи на повезивање предузећа, предвиђена је дужност обавештавања приликом стицања преко 10% учешћа у другом предузећу, али нема елементарна контролних механизма над приватизованим предузећима какве познаје упоредно право. Одредбама које се односе на преузимање власничког пакета акција изнад процента од 25%, Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената такође није предвиђен механизам златних акција.¹³⁾

Закон о јавним предузећима значајан је са становишта дефинисања напред наведених делатности од општег интереса, али и неколико значајних одредаба са становишта вршења надзора над предузећима која обављају делатности од оп-

10. Чл. 59. Закона „Сл. Гласник РС“ бр. 38/2001.

11. Чл. 12. ст. 1.

12. Наиме одредбом из члана 398а. ограничена су извесна овлашћења предузећа која послују већинским друштвеним капиталом, а чл. 400а. држави су дата одређена овлашћења уколико орган предузећа спречава или отежава поступак приватизације.

13. „Сл. лист СРЈ“, бр. 65/2002.

штег интереса: одређивање општих услова за обављање делатности од општег интереса; ограничења улагања капитала; овлашћења оснивача и листу механизма којима се обезбеђује заштита општег интереса.¹⁴⁾

- Златне акције као заједнички назив за одређена овлашћења државе у погледу пословања приватизованих предузећа која обављају делатност од општег интереса

Златне акције (*golden shares, master shares*) појавиле су се прво у Великој Британији, где их је конзервативна влада увела осамдесетих година.¹⁵⁾ У најужем смислу израз „златне акције“ односи се само на британску варијанту: у том смислу златне акције су статутарна овлашћења одређених министара и/или регулаторних агенција да блокирају извесне одлуке органа предузећа, као и на контролу структуре мањинских и већинских акционара приватизованог предузећа.¹⁶⁾ У нешто другачијем облику јављају се у романским правним системима где се називају и „специфичне акције“ (*l'action spécifique*), а разликују се садржински у односу на британске по већим овлашћењима министара и других државних органа, као и на формалном плану, јер им непосредни правни основ није статут (као што је то по правилу у В. Британији) већ обично владина одлука или уредба којом се конкретизују закони о приватизацији.

Дакле, британске „златне акције су дисторзија али и додатак компанијског права“,¹⁷⁾ а специфичне акције и други слични механизми „регулаторне приватизације“ спадају у област јавног привредног односно економског права.¹⁸⁾ Стога, златне акције у ширем смислу обухватају златне акције у ужем смислу и специфичне акције.

У најширем смислу, златне акције су и административне мере које имају сличан ефекат као и златне акције и дају сличне надлежности овлашћеним органима, иако формално није дошло до емисије или конверзије у златне акције. Ове административне мере најчешће се односе на ограничења у погледу структуре власништва над акционарским друштвом (рестриктивни режим може бити усмерен само ка страним или страним и домаћим инвеститорима), али и на поједине облике контроле над управљањем акционарским друштвом, истог *ratio* као и златне акције.¹⁹⁾

14. Нарочито у чл. 7., 8., 20., 25. и 27.

15. Израз „golden shares“ су први пут употребили аутори Norman Lewis и Ian Harden у: „*Privatisation, Deregulation and Constitutionality: Some Anglo-American Comparisons*“, 34 NILQ (1983) 207., према: A. P. Rutabanzibwa: „*What is golden in the Golden Share?: Company Law Implications of Privatisation*“, *Company Lawyer*, бр. 17/2, 1996., стр. 40., фуснота 1.

16. C. Graham: „*All that Glitters... Golden Share and Privatised Enterprises*“, *Company Lawyer*, бр. 9(1), 1988., стр. 24-25.

17. Gower: нав. дело, стр. 77.

18. N. Thirion: „*Golden Shares, Droit des sociétés et marché intérieur*“, *Cahiers de Droit européen*, Vol. 39., 2003, стр. 263.

3. Значај златних акција и сличних механизма контроле над пословањем приватизованих предузећа

Као основни аргумент оправдања њихове употребе земље у којима постоје наводе захтеве јавног интереса, нарочито обезбеђење континуираног пружања јавних услуга. Златне акције су допунско средство којим држава испуњава своју традиционалну обавезу обезбеђивања јавних услуга.²⁰⁾ У правним системима романског типа, а нарочито француском, често се истиче да се таквим механизмима остварује заштита националног интереса и националне економске независности.²¹⁾

Златне акције су суптилнији инструменти контроле приватизованих предузећа у поређењу са директном контролом коју врше регулаторне агенције. Иако су по својој природи пасивни инструменти, златне акције омогућавају држави не само контролу, већ одређени утицај и на пословне одлуке предузећа.

Златне акције, као привремена мера, имају за циљ и заштиту приватизованих предузећа од преузимања од стране јачих конкурената, не само страних компанија већ и домаћих. У том случају, златним акцијама се менаџменту даје одређени период за прилагођавање тржишним условима, а тиме посредно и заштита од непријатељског преузимања.²²⁾ Правилима компанијског права може се предвидети обавеза обавештавања о стицању акција у одређеном проценту, али су златне акције ипак делотворније – понекад имају улогу својеврсне „отровне пилуле“ приликом покушаја непријатељског преузимања предузећа.²³⁾ Могуће је да се статутом предузећа поред права вета у погледу стицања учешћа преко дозвољеног максимума, предвиди и одузимање, односно принудна продаја, тако стечених акција.²⁴⁾

4. Негативни ефекти златних акција

Приватизација има велике ефекте на корпоративно управљање, као систем правила, институција и праксе којима је одређено како и у чијем интересу треба да послују друштва капитала. Вршење права из златних акција утиче на доношење

19. Тако Thirion разликује административне мере и мере у оквиру права привредних друштава, међу којима се разликују златне и специфичне акције. N. Thirion: нав. дело, стр. 228-229.
20. C. Graham, T. Prosser: *Privatizing Public Enterprises: Constitutions, the State and Regulation in a Comparative Perspective*, Clarendon Press, Oxford, 1991., стр. 141.
21. P. Delvolvé: *Droit public de l'économie*, Paris, Dalloz, 1998., стр. 712.
22. E. Szyszczak: „*Golden Shares and Market Governance*“ у: *Legal Issues of Economic Integration*, br. 29/3, 2002., str. 262., A. P. Rutabanzibwa: нав. дело, стр. 43.
23. У правим малим ратовима који се на тржити воде међу предузећима, тзв. „poisson pill“ представља одбрамбену стратегију „нападнутог“ акционарског друштва која се састоји у томе да сваки акционар може да прода акцију по цени која чак и неколико пута превазилази тренутну тржишну вредност акције односног предузећа.
24. C. Graham, T. Prosser: нав. дело, стр. 415-416.

битних одлука у приватизованим предузећима, што ремети улогу тржишта и корпоративног управљања.²⁵⁾ Златне акције бришу границе између приватне својине и јавног домена тако да предузећа у којима су заступљене представљају „хибридна предузећа“.²⁶⁾

Режим златних акција онемогућава инвеститорима пуно учешће у управљању приватизованим предузећем. Стога су ова предузећа мање привлачна инвеститорима од оних у чијој структури нема златних акција. Даље, надлежност за доношење одлуке о вршењу права која из њих произилазе често је подељена између неколико министарстава, других државних органа или регулаторних агенција, што ствара одређену дозу правне несигурности. Страни инвеститори сматрају да се механизмом златних акција штите домаћи инвеститори. Европска комисија у њима види механизам који превазилази обичну дискриминацију и баријеру кретању капитала: златне акције представљају облик економског национализма.²⁷⁾

Тржиште контроле над предузећем (*market for corporate control*) успоставља се само уколико постоји одговарајући ниво конкуренције на тржишту – тамо где нема конкурентности на тржишту добара и услуга не постоји ни тржиште контроле над предузећем, па тиме ни фидуцијарна одговорност менаџера према акционарима, те они неће бити вођени циљем максимизације профита, већ сопственим интересом.²⁸⁾

На тржишту потпуне конкуренције трошкови надзора над менаџерском структуром су готово елиминисани: с обзиром да постоји велика понуда менаџерских знања, они који нису компетентни ризикују да изгубе посао. На тржишту контроле над предузећем ако неефикасни менаџери не воде добро предузеће постоји ризик преузимања од стране другог предузећа.²⁹⁾ Са друге стране, лоше управљање и слаба профитабилност смањује тржишну цену акција, што чини таква предузећа метом успешнијих компанија које преузимањем могу да замене неефикасни менаџмент и утичу на повећање производње. Златне акције, уколико дају право на именовање чланова управног одбора или вето поводом доношења одлуке о именовању или разрешењу истих, заправо штите неефикасни менаџмент.

Емпиријски је потврђено да златне акције утичу да добит од пословања приватизованог предузећа буде мања него у режиму чисто приватне својине. Са друге стране, често се дешава да држава, да би привукла инвеститоре да улажу у оваква предузећа, продаје акције по цени која је мања од њихове реалне тржишне вредности.³⁰⁾

С обзиром да многе берзе искључују котирање акционарских друштва у чијој структури преференцијалне акције прелазе одређени проценат, или то уопште не

25. С. Graham: нав. дело, стр. 25., Е. Szyszczak: нав. дело, стр. 261.

26. А. Р. Rutabanzibwa: нав. дело, стр. 41.

27. Е. Szyszczak: нав. дело, стр. 263.

28. R. A. Posner: нав. дело, стр. 456-460.

29. А. Р. Rutabanzibwa: нав. дело, стр. 42.

30. Е. Szyszczak: нав. дело, стр. 272.

дозвољавају, такво ограничење односи се и на златне акције. Примера ради, на Лондонској берзи не могу да се котирају акције предузећа у чији су статут унета ограничења тј. права из златних акција, али уколико су златне акције предвиђене посебним законом или уредбом, таква предузећа могу да се котирају на берзи.³¹⁾

Једно од питања тиче се и самог режима преузимања. Наиме, у Предлогу директиве о преузимању истакнута је нужност уклањања, у току трајања понуде за преузимање, плуралног вотума, права вета и осталих ограничења преноса акција који су предвиђени у статуту компаније која је мета преузимања. Штавише, првом Директивом о друштвима предвиђено је да ограничења која произилазе из статута или одлуке органа управљања не могу да се истичу према трећим лицима.³²⁾

5. Златне акције и слични механизми: упоредно-правни режим и примери³³⁾

Велика Британија

У земљи која је њихова колевка златне акције коришћене су у 90% случајева приватизације предузећа од већег друштвеног значаја.³⁴⁾ На настанак идеје о златним акцијама непосредно је утицала пресуда *Bushell v Faith* из 1970. године којом је потврђено право плуралног вотума, па тако и право вета коришћењем плуралног вотума. Пре него што се предузеће приватизује јавном емисијом или продајом акција, у статутима приватизованих предузећа одговарајућим државним органима дата су одређена гласачка права, а нарочито већи број гласова у односу на број акција (плурални вотум) и овлашћење на давање сагласности поводом доношења одређених одлука, структуре и процентуалних удела акционара.

Упркос њиховој широкој употреби,³⁵⁾ надлежни органи ретко су вршили права из златних акција, а када је то и био случај обично је постигнут компромис. Најбољи пример је приватизација *Britoil-a* који је приватизован 1982. године, а пет година касније *British Petroleum (BP)* је дао понуду за преузимање *Britoil-a*. Иако је *BP* била домаћа компанија, британска Влада видела је у томе ризик концентрације и одлучила да стави вето. Међутим, направљен је уступак и *BP* је преузео *Britoil* под извесним условима које је поставила Влада а који су се односили на мањинске

31. Gower, нав. дело, стр. 154., фуснота 17. Нпр. Законом о аеродромима (The Airports Act) из 1986. године дата је могућност Секретару за транспорт да измени статут *British Airports Authority*.

32. Чл. 9. Директиве 68/151/ЦЕЕ од 9. марта 1968.

33. Напомена: одредбе одговарајућих закона и подзаконских аката на које се аутор позива преузете су из наведених пресуда европског Суда правде и наведене литературе.

34. S. Jones, W. Megginson, R. Nash, J. Netter: „Share Issue Privatisations as Financial Means to Political and Economic Ends“ (1999) 53 Journal of Financial Economics 217, према: E. Szyszczak: нав. дело, стр. 262., фуснота бр. 23.

власнике и права запослених, која уопште нису била предвиђена златним акцијама (као цену за невршење права из златних акција).³⁶⁾

У случајевима ограничавања права стицања акција страним инвеститорима, директори компанија у којима су златне акције предвиђале таква ограничења били су овлашћени али и обавезни да реагују ако прети опасност да компанију, у целини посматрано, више не поседују резидентна лица (нпр. *British Airways*).

Француска³⁷⁾

Француски Закон о приватизацији из 1986. године (Loi n° 86-912) имао је одредбу дискриминаторног карактера којом је било предвиђено ограничење права страних инвеститора да стичу више од 20% акција приватизованог предузећа, али је министар финансија био овлашћен да проценат смањи ако је то национални интерес дозвољавао (чл 10.2. Закона). Поврх тога, држава је задржала право да 15% акција претвори у златне акције којима се Министру дозвољава да забрани сваком потенцијалном инвеститору, домаћем и страном, стицање више од 10% акција приватизованог друштва.

Изменом закона 1993. године, Министру су додељена контролна овлашћења у случају продаје више од 5% акционарског капитала инвеститорима. Ограничење се односило без разлике на страна и домаћа лица, управо да би се уклонио аргу-

35. Тако се у случају *Cable and Wireless* није могло приступити продаји одређених средстава компаније нити извршити добровољна ликвидација без изричите писмене сагласности државног органа; у случају *British Telecom-a* држава је задржала право на именовање два члана управног одбора; у случају *British Aerospace* била је потребна сагласност за измену одредбе статута по којој је већинско власништво морало да буде у рукама домаћих лица; у случају *British Airports Authority* министар задужен за транспорт је задржао низ овлашћења у погледу својинског режима над одређеним аеродромима, ликвидације и статусних промена и у погледу учешћа које прелази 15% укупног акционарског капитала (поседовање више од дозвољеног водило је принудној продаји и губитку права гласања за време док се не продају трећим лицима); слично је било у приликом приватизације предузећа *Amersham International*, *Jaguara* и *Rolls-Roice* (25%); у случају предузећа *British Gas* постојала је дискриминација страних инвеститора у смислу да директор и његови заменици морају бити држављани Велике Британије, као и да највеће појединачно учешће не прелази 15%; исти проценат највећег дозвољеног учешћа забележен је и у приватизацији електроенергетског система и водопривреде; у случају предузећа *Britoil* и *Enterprise Oil* када један акционар поседује или учини понуду за куповину више од 50% укупних гласова, ималац златних акција добија један глас више од свих других акционара. Примери у: С. Graham, Т. Prosser: *Privatising Public Enterprises: Constitutions, the State and Regulation in a Comparative Perspective*, Clarendon Press, Oxford, 1991.
36. Слично „дењкање“ је било и у случају преузимања *Jaгуара* од стране *Форда* (на тај начин је избегнуто преузимање од стране *General Motors-a*), као и покушају *Kuwait Investment Office-a* да преузме контролу над *British Petroleum* (када је британска Влада дискреционо смањила висину дозвољеног учешћа и тако натерала Кувајт да се повуче). С. Graham, Т. Prosser: нав. дело, стр. 426-430.
37. С-483/99 *Commisson v France* (2002) ECR I-4781; P. Billot: „*Privatisation in France in 1993*“ у: *International Company and Commercial Law Review* бр 11., 1993., стр. 406-407.

мент да је таква одредба ранијег закона била дискриминаторна и у супротности са чл. 12. Оснивачког уговора о забрани дискриминације.³⁸⁾

Поред административних ограничења стицања учешћа, законом из 1986. године предвиђено је да у случају када то захтева јавни (национални) интерес обичне акције могу бити трансформисане у специфичне тј. златне акције.

Генерално говорећи, француски тип златних акција карактеришу три групе овлашћења:³⁹⁾ 1. стицање акција изнад прописаног лимита може се вршити само уз претходну сагласност надлежног министра, а у случају неовлашћеног прекорачења лимита такве акције немају право гласа и уколико се не отуђе у року од три месеца ималац златних акција може захтевати да се оне продају; 2. надзор над власничком структуром и плурални вотум у случају непријатељског преузимања (обично не и право вета као у случају британских златних акција); 3. могућност утицаја на одлуке управе или скупштине акционара које превазилазе оквире редовног пословања као нпр. продаја активе или зависних предузећа, статусне промене и слично, ако се то противи националном интересу, као и могућност именовања једног или неколико чланова управног одбора који нису имали право гласа.

Пажњу Европске комисије изазвао је случај приватизације предузећа *Société Nationale Elf-Aquitaine* поводом кога је покренут спор пред Европским судом правде (Ц-483/99), а тиче се Уредбе из 1993. године (Décret n° 93-1298) којом се заједнички режим златних акција над тим предузећем. Поред горе наведених карактеристика специфичних акција, Уредбом је био предвиђен систем дозволе за стицање више од прага 10%, 20% или 33% учешћа и право вета у погледу одлука о продаји зависних предузећа или имовине (*Elf-Antar, Elf-Gabon* и *Elf-Congo*).

Белгија⁴⁰⁾

Поседовање златних акција у Белгији ограничено је на предузећа која су део електроенергетског система, као она која производе опасне материје. Краљевским одлукама из 1994. године златне акције установљене су у предузећима *Société Nationale de Transport par Canalizations (SNTC), Distrigaz* и *Synatom* (нуклеарна истраживања).

Белгијски тип златних акција, које са становишта Европског суда правде у односу на остале представљају мање интервенционистичке инструменте, карактерише следеће: 1. овлашћење министра надлежног за област енергетике да се супротстави одлукама органа управљања које су „противне националном интересу у домену енергетике“; 2. у случају продаје или измештања тачно одређених делова средстава предузећа Министар мора бити обавештен и у року од 21 дана може да ускрати давање одобрења (*ex post facto*); 3. право на именовање два владина пред-

38. R. Turrini: „Privatisations et droit communautaire“, Revue de droit des affaires internationales, бр. 5., 1993., стр. 818.

39. N. Thirion: наведено дело, стр. 238-239.

40. C-503/99 *Commission v Belgium* (2002) ECR I-4809.

ставника у управном одбору предузећа који су дужни да обавештавају Министра о одлукама управног одбора и скупштине акционара које су у супротности са националним интересом у области енергетике; 4. плурални вотум у случајевима када у скупштини акционара дође до сукоба мањинских и већинских акционара: када настала блокада може да има негативне ефекте на енергетски систем у целини, владин представник добија могућност плуралног вотума; 5. одлуке министра и владиних представника подложне су управној и судској контроли и морају бити оправдане.

Португал⁴¹⁾

Закон о приватизацији из 1990. године (бр. 11/90) пример је дискриминације страних инвеститора. Чланом 13.3. Закона створена је могућност да се уредбама ограничи учешће страних инвеститора у приватизацији предузећа национализованих седамдесетих година и фиксира највеће дозвољено појединачно или групно учешће, које је одређено у распону од 5% до 40% када су у питању банке и осигуравајуће организације. Посебном Уредбом бр. 65/94 из исте године одређено је да страни инвеститори не могу да учествују са више од 25% у акционарском капиталу.

Уредбом из 1993. године Министар финансија овлашћен је да одлучује о оправданости стицања акционарског капитала, тј. да дозволи куповину која прелази више од 10% акција са правом гласа, без обзира да ли су инвеститори домаћа или страна лица.

Шпанија⁴²⁾

Закон из 1995. године (бр. 5/95 од 23. 3. 1995) отворио је могућност да се подзаконским актима уведу рестриктивне мере у погледу одређених предузећа од великог друштвеног значаја, а нарочито у домену јавних услуга и оних који су изузети из режима слободне конкуренције. Ту се нарочито имају у виду предузећа у области телекомуникација, енергетике, али и банкарство и дуванска индустрија.⁴³⁾ Ограничења могу да се односе на структуру акционара, управљачку структуру као и ограничења у погледу доношења одлуке о извесним питањима ван редовног оквира пословања предузећа. Рестриктивне мере могле су бити уведене уколико је висина државног учешћа у акционарском капиталу смањена за најмање 10% или пала испод 50% (чл. 2. Закона). Шпанске златне акције условљавају пуноважност одређених радњи дозволом министра надлежног за одређену привредну област, а те радње су: добровољна ликвидација, статусне промене, располагање средствима

41. C-367/98 *Commission v Portugal* (2002) ECR I-4731.

42. C-463/00 *Commission v Spain* 13. мај 2003., (2003) ECR-I-4581.

43. У периоду од 1996-1998 године приватизована су следећа предузећа: Repsol (нафтни деривати), Endesa (електродистрибуција) Telefónica de España, Corporación Bancaria de España, Tabacalera (дуванска индустрија).

која су неопходна за нормално обављање делатности или промена делатности. Овлашћења обухватају и дозволу за куповину акција у случајевима горе наведеног смањења државног учешћа у приватизованом предузећу, као и у сваком случају стицања више од 10% учешћа (чл. 3. Закона).

Италија⁴⁴⁾

Италијански систем контроле над вршењем делатности од општег интереса не почива на вршењу права из златних акција, већ представља својеврсно дерогирање компанијског права. Закон од 30. јула 1994. године (бр. 474/1994) овластио је Председника Савета министара да донесе одлуку да се у статуте одређених предузећа унесе одредба којом се Министру трезора дају специјална овлашћења, попут оних која произилазе из златних акција. То се односи на предузећа у области одбране, транспорта и телекомуникација, енергетског система и других јавних услуга. Поменути случај пред Судом правде покренут је поводом Уредбе (бр. 332/1994) којом су установљена специјална овлашћења приликом приватизације *Telecom Italia SpA* и *ENI SpA*. Специјална овлашћења Министра трезора могу се свести на следеће облике: 1. дозвола стицања учешћа већег од 20% акционарског капитала или мање, ако тако одреди Министар, а до момента давања дозволе акционари не могу да врше права гласања на стеченим акцијама преко дозвољеног максимума; 2. могућност утицања на одлуке о ликвидацији или промени делатности или седишта, статусним променама, променама статута, а нарочито клаузуле о специјалним овлашћењима; 3. право на именовање најмање једног владиног представника у управном одбору и синдикату, као и спољашњег ревизора. Осим Министра трезора, нека овлашћења имају и локални органи власти и јавноправни колективитети, по чему се италијански режим „златних акција“ разликује од осталих које познаје упоредно право.

Бразил⁴⁵⁾

Контроверзни Устав Бразила који је ступио на снагу 1988. године у чл. 173. дефинисао је овлашћења државе у погледу приватизације предузећа од ширег друштвеног значаја и за одбрану земље. Укратко, то су предузећа у следећим областима: електроенергетски систем укључујући хидроелектране и нуклеарна постројења; искоришћавање нафте и рудног богатства земље; транспорт (ваздушни транспорт и аеродроми, железнички, речни и поморски транспорт и пратеће објекте); пошта, телевизија и остале телекомуникационе услуге. Истим Уставом била је предвиђена и позитивна дискриминација у корист бразилских предузећа и искључена страна предузећа када је у питању нафтних извора и рудног богатства земље.

44. C-58/99 од 23. маја 2000., *Commission v Italy* (2000) ECR I-3811.

45. D. de Noronha Goyos, E. M. Filippozzi: „*The Brazilian Constitutional Review and the Privatisation Programme – an Overview*“ у: *International Company and Commercial Law Review*, br. 5(7), 1994., стр. 243-246.

1990. године донет је Закон о приватизацији (бр. 8031) којим је прописана забрана страним инвеститорима да стичу више од 40% од укупног броја акција предузећа у поменутиим областима. Чл. 8. Закона прописао је да „када год је то потребно, држава ће директно или индиректно задржати специјалне акције на основу којих ће имати право вета у тачно одређеним областима прецизираним статутима приватизованих компанија“. Иницијатива за установљење златних акција потицала је од Националног фонда за приватизацију при Националној банци за економски и социјални развој, а Приватизациони комитет могао је да предложи креирање златних акција председнику Бразила који је имао последњу реч.

Русија⁴⁶⁾

Уредбом бр. 1392. из 1992. године о мерама спровођења приватизације државних предузећа, била је установљена могућност приватизације уз златне акције у областима изричито наведеним у чл. 1. Уредбе, а то су следеће области: комуникације; производња и дистрибуција електричне енергије; истраживање и коришћење извора нафте и природног гаса; рудници угља, племенитих метала, драгог камења, радиоактивних и ретких елемената; производња оружја; производња алкохолних пића; железнички, речни и ваздушни транспорт; научно-истраживачке делатности; објекти од значаја за народну одбрану; предузећа која увозе и извозе добра од значаја за функционисање државе.

Златне акције могле су бити издате само уз дозволу Владе на име Државног комитета за управљање државном имовином (*Goskomimuschestvo*). Било је предвиђено да акције буду издате с роком важења од три године, истеком кога би држава морала да их прода инвеститорима. Руске златне акције носиле су следећа права: право вета на измене статута, реорганизацију или добровољну ликвидацију, доношење одлука о улагању у друга предузећа и залагање или лизинг основних средстава, али и право на дивиденду (чл. 2-4).

6. Златне акције као облик нарушавања слободе кретања капитала и став Европског суда правде

Оснивачки уговори ставили су државе чланице у неповољнији положај у односу на приватне власнике с обзиром да је држава субјекат кумулативне примене правила о конкуренцији, али и слободном кретању четири слободе. Дозвољено ограничење конкуренције представљају правила о државној помоћи и ингеренцији држава чланица у вези са „услугама од општег економског значаја“ (чл. 86(2) ЕЦ), односно „услуга од општег интереса“.⁴⁷⁾ Када је у питању приватизација на нивоу ЕУ, у првом плану истичу се забрана дискриминације и реципроцитета, као и по-

46. О златним акцијама у Русији: W. G. Frenkel: „*Analysis of the Russian Regulations on Holding Companies: State Monopoly during Market Reform and Privatisation*,“ у: *International Company and Commercial Law Review*, бр. 4(6), 1993., стр. 226-230.

треба обезбеђења високог степена правне сигурности.⁴⁸⁾ Европска економска и политичка интеграција не захтева дефинитивно уклањање државе са тржишта, већ постављање јасних правила тржишне утакмице.

У пресудама европског Суда правде које се односе на случајеве поводом златних акција истиче се потреба уклањања свих баријера ради постизања што веће конкурентности јединственог тржишта, тиме и јача снага европског правног поретка и принципа у односу на националне. Током деведесетих година Комисија је истицала да су златне акције у супротности са принципом слободног оснивања предузећа и управљања,⁴⁹⁾ али у последњих неколико година Комисија сматра да су златне акције препрека слободном кретању капитала, што је Суд истакао у свим случајевима поводом златних акција.

Појам капитала, чије је кретање слободно, није дефинисан оснивачким уговорима. У случају *Trummer and Mayer*⁵⁰⁾ суд је истакао да се чланови 56-60 Уговора примењују и на трансакције које су непосредно повезане са кретањем капитала. Облици кретања капитала дефинисани су у Анексу Директиве 88/361/ЕЕС, где је јасно истакнуто да је директна инвестиција у облику стицања удела или акција на тржишту капитала кретање капитала у смислу чл. 58. Уговора, као и да је карактеристика директног инвестирања могућност ефективног учествовања у управљању компаније и контроли пословања. Земље чланице су у својој одбрани истицале овлашћење из члана 58(1) ЕС. Поменутом одредбом Уговора дозвољено је земљама чланицама да ограниче слободу кретања капитала у одређеним случајевима, нарочито у погледу опорезивања, пруденцијалне контроле финансијских институција, као и овлашћење да се под извесним условима ограничи кретање капитала, а као један од услова наводи се и јавни или национални интерес.

Пре него што је покренула спорове против држава чланица, Комисија је у чл. 8. Комуникације о одређеним правним аспектима прекограничног инвестирања⁵¹⁾ истакла да, иако златне акције често имају облик режима претходне дозволе, на изглед недискриминаторне мере, критеријуми дозволе нису довољно јасни и носе са собом елемент дискриминације страних инвеститора, као и правну несигурност.

Позивајући се на случај (случајеве) *Sanz de Lera*,⁵²⁾ Суд је истакао да је претходна дозвола за стицање акција изнад прописаног лимита дискриминаторни акт према оснивачким уговорима, и потврдио шире схватање ограничења кретања капитала: то није само изричита забрана већ и смањење „атрактивности“ инвестиције које настаје као последица рестриктивног режима. Такође, позивајући се на случај *Аналир*,⁵³⁾ критеријуми које је Суд поставио у погледу режима претходне

47. У чл. 35. европске Повеље о основним правима истакнуто је да је пружање услуга од општег интереса обавеза ЕУ према грађанима.

48. R. Turrini: исто, стр. 818-830.

49. Нпр. Случај *Factortame*, C-221/89 (1991) ECR I-3905.

50. C-222/97 *Trummer and Mayer* (1999) ECR I-1661.

51. Communication of the Commission on Certain Legal Aspects Concerning Intra-EU Investment, OJ 1997 C 220/15.

52. Joined Cases C-163, 165 and 250/94 *Sanz de Lera* (1995) ECR I-4821.

дозволе су јасни: поступак мора бити објективан, недискриминаторног карактера, критеријуми морају бити познати и јасни, а свим лицима на која се рестриктивни режим односи мора бити обезбеђена правна заштита. У споровима поводом златних акција Суд је истакао не само то да ограничења (нарочито у погледу режима претходне сагласности) морају да важе за све инвеститоре под истим условима, већ и да предузете мере морају да буду најподесније, те да земље чланице не треба да предузимају мере које превазилазе неопходне.

Позивајући се на чл. 295. Уговора, земље чланице настојале су да оправдају коришћење златних акција у „сивој зони“ између дефинисаних надлежности Заједнице и држава чланица и тако ограниче растући утицај комунитарног права на привредни систем и политичко устројство земље. У свим случајевима, Суд је одбацио овај аргумент и дао примат новом европском поретку и конкурентном јединственом тржишту. Том приликом истакнуто је да питање како приватизовати државна предузећа решавају саме државе и самостално одлучују о својинском режиму, али под условом да сам поступак приватизације није противан основним начелима Уговора.⁵⁴⁾

Државе су истицале разлоге интервенције наведене у законима, подзаконским актима и статутима приватизованих предузећа, као и у одбрани. На пример, Португал је дискриминаторни режим према страним инвеститорима правдао економским разлозима, као што су финансијски интерес, циљеви економске политике, проналажење стратешког партнера, јачање конкурентности тржишта, модернизација и повећање ефикасности средстава производње и сл.,⁵⁵⁾ али је Суд (позивајући се на раније случајеве⁵⁶⁾) истакао да економски разлози никада не могу послужити као оправдање ограничавања загарантованих слобода.⁵⁷⁾ Такође, Суд је схватања да је примарна улога златних акција обезбеђивање континуираног вршења услуга, тако да употреба истих у вези са дуванском индустријом или приватизацијом банака, као нпр. у Шпанији и Португалу, није оправдана.⁵⁸⁾ Поводом разлога који су изричито наведени у прописима Француске и Белгије, а тичу се „легитимног јавног интереса“ и „обезбеђивања континуираног вршења јавних служби“ у складу са чланом 58. (1.) (б.), Суд је истакао да су ови разлози државне интервенције исувише уопштени и да то није прихватљиво.⁵⁹⁾

Као што је већ истакнуто, белгијски приступ био је нешто конкретизованији јер се односио на јавни интерес у енергетском сектору, с циљем да се одржи минимум снабдевања у случају стварних или озбиљних претњи снабдевању енергијом, али је Суд истакао да је и тако сужен интерес требало подробније дефинисати.⁶⁰⁾

53. Као у случају C-205/99 (2001) ECR I-271 у чл. 38.

54. C-367/98 Португал, чл. 28.

55. У чл. 52. C-367/98 Суд је истакао да се такви разлози не могу прихватити.

56. Нарочито случај C-265/95 *Commission v. France* (1997) ECR I-6959.

57. C-503/99, чл. 51.

58. C-463/00 чл. 70.

59. Прецедент је случај C-347/88 *Commission v. Greece* (1990) ECR I-4747.

Поводом спора око златних акција у *British Airports Authority*, Велика Британија је истицала чињеницу да су златне акције институт права привредних друштава, али је Суд ипак био схватања да су златне акције и слични механизми део јавног економског поретка.⁶¹⁾

За разлику од Португала, чији је режим оцењен као исувише дискриминаторан, и француског, који је широко одређен и интервенционистички, белгијски приступ чини се најближим пожељном моделу златних акција: не ради се о претходној дозволи већ о накнадној сагласности, чиме се донекле поштује слобода уговарања привредних субјеката; интервенција Министра дозвољена је у тачно одређеним случајевима када су угрожени циљеви енергетске политике, нарочито у кризним ситуацијама; одлуке Министра подложне су контроли – те су стога белгијске златне акције прихватљивије у односу на остале случајеве.

Истиче се да је у циљу постизања што већег степена правне сигурности неопходно да се национални интерес конкретизује и да се одређени режим примењује на тачно одређене области јавних услуга и предузећа од стратешког значаја. Стога се препоручује посебан законски оквир за сваку област делатности од јавног интереса којим би требало да се што детаљније одреде објективни разлози оправдања и дозвољени облици државне интервенције.⁶²⁾

7. Осврт на алтернативне мере државне контроле

Јавна предузећа која су у државној или мешовитој својини могу бити подвргнута разноврсним инструментима претходне и накнадне контроле, као и контроле путем учешћа представника државе у управљачкој структури предузећа. Најчешћи облици претходне контроле су давање сагласности на одређене акте, одлуке, тарифне системе, избор чланова управе и сл. Накнадна контрола одвија се најчешће посредством специјалних комисија и обухвата преглед годишњег пословања предузећа. Директно учешће представника државе у управним и надзорним одборима може бити проширено и учешћем представника корисника услуга и других удружења.⁶³⁾

Ограничење употребе златних акција и сличних механизма контроле над пословањем предузећа која врше делатност од јавног интереса, уз непромењену, па и појачану потребу за државном интервенцијом у циљу обезбеђења континуираног одвијања делатности од општег интереса, довело је до изналажења нових начина

60. Директивом 98/30/ЕС којом је донекле либерализовано европско тржиште енергената државама чланицама дозвољено је да користе јавна овлашћења када је потребно да се обезбеди сигурност и континуирано снабдевање енергентима, квалитет и цена производа као и заштита човекове околине (чл. 2. Директиве (ОЈ L 1998 204/1)).

61. Чл. 26., 35. и 51. С-98/01.

62. R. Turrini: нав. дело, стр. 830-831.

63. М. Васиљевић: нав. дело, стр. 169. У том смислу нарочито: чл. 25. и 27. Закона о јавним предузећима.

задржавања контроле над таквим предузећима. Један од тих начина је карактеристичан за Велику Британију а то су јавно-приватна партнерства (public-private partnerships).⁶⁴⁾

Са друге стране, истиче се значај специјализованих регулаторних агенција које врше стални надзор над приватизованим предузећима, и имају квази законодавну власт и извршну функцију.⁶⁵⁾ Специјализоване регулаторне агенције за поједине секторе карактеристичне су за англосаксонске земље, а њихова овлашћења су прилично велика: давање и одузимање лиценце за вршење делатности од јавног интереса, а нарочито контрола цена и квалитета услуга.⁶⁶⁾

8. Закључак

Златне акције омогућавају држави да задржи одређени ниво контроле над приватизованим предузећима од стратешког значаја и у сектору јавних услуга. Упркос различитим појавним облицима у националним правним системима, оне имају улогу контролора приватизованих предузећа. Поред заштите апстрактног јавног интереса, златне акције су корисни инструменти спречавања појаве концентрације власништва, непријатељског преузимања и несавесног поступања са имовином приватизованих предузећа. Њихови негативни ефекти огледају се у смањењу ефикасности корпоративног управљања и због тога изазивају одређени ниво одбојности инвеститора.

Имајући у виду ставове Суда правде, златне акције ће и даље имати улогу у процесу приватизације на територији ЕУ, а тиме и у земљама које ће јој ускоро приступити.⁶⁷⁾ Прокламована слобода кретања капитала, у смислу вршења права из златних акција, може бити привремено ограничена када је то у складу са прецизно дефинисаним општим интересом у одређеној области, а овлашћења њихових ималаца сразмерна заштити тог интереса. Такве мере би требало да буду мере *ex post facto*, дакле не у форми претходне сагласности, а акти надлежних органа

64. E. Szyszczak: нав. дело, стр. 278.

65. Међутим, са становишта теорије економске регулације овим се агенцијама упућују различити приговори, а нарочито истиче да су подложне лобирању интересних група и политичким утицајима. R. A. Posner: нав. дело, стр. 667-671., A. Ogus: нав. дело: стр. 68-69.

66. У Великој Британији постоји неколико специјализованих регулаторних агенција (колоквијално „watchdogs“) као нпр. *Office of Telecommunications (OFTEL)* као и установа *Director General of Telecommunications, Office of Gas Supply (OFGAS), Office of Water Services (OFWAT), Office of Electricity Regulation (OFFER)* и др. О томе: A. Ogus: нав. дело, стр. 309-317.

67. Коришћене су почетком деведесетих у приватизацији у Пољској и Мађарској, као и у приватизацији бугарске дуванске индустрије. Овлашћења држава ужа су у поређењу са земљама чланицама ЕУ, готово да и није било потребе за вршењем права из златних акција, тако да су оне више служиле као опомена страним инвеститорима. P. Demko: „Golden Shares in privatized companies in Hungary and Poland“, *East European Business Review*, бр. 93(3), 1993., стр. 12-20.

морају бити подложни контроли и имати што мање елемената дискреционог одлучивања.

С обзиром да у нашој земљи још није приватизован велики број предузећа која обављају делатности од општег интереса, нарочито комуналне инфраструктуре и јавних услуга, уколико надлежни органи одлуче да таква предузећа приватизују, златне акције могу да представљају једну од могућих варијанти контроле над њиховим пословањем.

Tatjana Jovanić,
Teaching Assistant, Faculty of Law, Belgrade

Golden Shares and Certain Mechanisms of a State Control Over Privatized Enterprises Utility Suppliers

Summary

Deregulation and liberalization moves towards less direct State intervention in the market. There are various tools which the State could use to retain some control over privatized companies, especially where the supply of goods and services in sensitive sectors is involved. Golden shares are often linked to measures such as granting of authorisation for acquiring a part of a privatized company's stock, certain decisions of a crucial importance, nomination of a representative, as well as specific voting rights.

The use of golden shares is often justified by the State's traditional duty to provide public services, while on the other side it replaces the market in corporate governance and often represents a form of economic nationalism.

The recent judgments of the Court of Justice established a framework through which Member States may continue their influence in privatized companies. The free movement of capital may be restricted only by non discriminatory measures, as a response to overriding requirements relating to specified public interest, based on the objective criteria and proportionate to the objective which they pursue.

Key words: *privatization, golden shares, prior approval, public interest, utilities.*

Acknowledgement: This article had been written during author's research at King's College, University of London, sponsored by the European Commission, Directorate General for Education and Culture (Contract No. SCG 2013-2003).