

Др Јелена ЛЕПЕТИЋ
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

ЗЛАТНЕ АКЦИЈЕ ИЗМЕЂУ ПРИВАТНОГ И ЈАВНОГ ПРАВА У ПРАКСИ СУДА ПРАВДЕ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

Резиме

Аутор у овом раду анализира одлуке Суда правде Европске уније у вези са златним акцијама. Специјална права државе Суд у својим одлукама квалификује као националне/државне мере, наводећи да је реч о механизму којим се одступа од уобичајеног поступања у компанијском праву. Након анализе златних акција као ограничења слободног кретања капитала и/или права настањивања предвиђених Уговором о функционисању Европске уније, аутор се осврће на разлику између поступања државе као регулатора и државе као акционара. На крају, аутор анализира утицај одредаба о основним слободама на систем својинских односа држава чланица. Аутор закључује да није значајно којим инструментима су предвиђене златне акције, већ да ли је држава користила атрибут власти приликом њиховог настанка. Аутор се залаже за примену теста дејства специјалних права на улагаче приликом оцене да ли је реч о ограничењима основних слобода.

Кључне речи: *златне акције, специјална права, слободно кретање капитала, националне мере, државне мере.*

І Постављање проблема

Златне акције су посебна врста акција у власништву државе које држави дају специјална права у приватизованим друштвима. Специјална права омогућавају држави да очува утицај на приватизовано друштво у погледу власничке структуре, односно њене промене или на доношење одлука које спадају у надлежност управе друштва, која могу али и не мо-

рају бити везана за акције.¹ Утицај који држава на тај начин стиче је већи од уобичајеног који би имала према правилима компанијског права.² Типична специјална права се могу поделити на она која представљају директна ограничења улагања у виду квантитативних ограничења стицања акција која се односе на иностране улагаче, квантитативних ограничења стицања значајног капитал учешћа која се односе на све улагаче и обавезна сагласност за стицања капитал учешћа или промену власничке структуре преко одређеног прага, с једне стране, и индиректна ограничење улагања у виду права вета на одређене одлуке, на пример, спајање, располагање имовином велике вредности, затим права именовања чланова управе и других ограничења права гласа акционара, која улагања чине мање примамљивим, с друге стране.³

С обзиром на то да је у случајевима у вези са златним акцијама реч о специјалним правима државе, може се стећи утисак да су златне акције предмет истраживања јавног, а не приватног права. Као аргумент у прилог наведене тврдње може се навести да су златне акције средство државе за очување контроле у приватизованим друштвима.⁴ Такође, у случају када специјална права државе нису везана за акције, није реч о компанијско-правној материји *per se*. С друге стране, постоји више разлога због којих је неспорно да су златне акције предмет интересовања компанијског права. Прво, златне акције су најчешће везане за својство акционара. Друго, правна квалификација златних акција као механизма ограничења основних слобода (слободног кретања капитала и/или права настањивања), које су загарантоване Уговором о функционисању Европске уније (даље: УФЕУ),⁵ може имати последице на све акционаре без обзира на њихов карактер (јавноправни или приватноправни).⁶ Треће, чак и када специјална права државе нису везана за акције, реч је о механизму којим се утиче на пословање друштва, али и улагаче на тржишту капитала, који улагањем постају

1 Извештај који је припремила Оксера за Европску комисију под називом „Специјална права државе у приватизованим компанијама Европске уније: утицај на микроекономију“ (тзв. Оксера извештај), из 2005. године („*Special rights of public authorities in privatised EU companies: the microeconomic impact*”, *Report prepared for the European Commission, November 2005*), *i*.

2 *Ibid.*

3 *Ibid.*, *i*, 15 и 20.

4 Alberto Artés, „Advancing harmonization: Should the ECJ Apply Golden Shares’ Standards to National Company Law?”, *European Business Law Review*, Vol. 20, No. 3/2009, 458.

5 Уговор о функционисању Европске уније (Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, *OJ C 326*, 26. 10. 2012, pp. 47–199).

6 A. Artés, 458–459.

акционари. И на крају, четврто, приватизација подразумева „прелазак власништва над привредним субјектом“ из државне у приватну својину, што је такође предмет истраживања компанијског права.

Подела на јавно и приватно право нија апсолутна и све више губи на значају, посебно због потребе сагледавања права као целине.⁷ Ове две сфере често се преплићу, и, што је много важније, надовезују једна на другу. То је случај и када је реч о специјалним правима акционара и о дometу одредаба о слободном кретању капитала на компанијско право држава чланица и држава кандидата за пријем у чланство у Европској унији. Уплив јавног у приватно право, посебно компанијско право, није занемарљив, посебно у случајевима златних акција где је евидентна неједнакост воља државе и приватноправних субјеката. Држава може вршити специјална права и преко приватноправних субјеката, али ни то је не може аболити од чињенице да и тада може бити речи о поступању *iure imperii*.

Да ли се може направити разлика у третману специјалних акција у власништу државе: прво – у контексту приватизације и друго – акција у власништу државе генерално, с једне стране, и акција са специјалним правима акционара приватноправног карактера, с друге стране? Уколико је третман златних акција исти без обзира на начин на који држава поступа – да ли као регулатор или као привредник, поставља се и питање да ли се специјална права свих акционара, и јавноправног и приватноправног карактера, могу схватити као ограничења слободног кретања капитала и/или права настањивања. Случајеви у вези са златним акцијама посебно су осетљиви јер су последице не само правне, већ и политичке и економске. Одлуке Суда правде Европске уније у вези са златним акцијама могу се схватити и као утирање заобилазног пута за увођење принципа једна акција – један глас. На крају, вредно је помена да постоје чак и мишљења да златне акције подривају правила у директивама компанијског права, односно да нису „у духу тих правила“.⁸

7 Вид. више о односу јавног и приватног права у Јелена Лепетић, *Однос компанијског и управног права*, одбрањени преддокторски рад на Правном факултету Универзитета у Београду, Београд, 2010, 13–18.

8 Тако Gianluca Scarchillo, „Privatizations, Control Devices and Golden Share. The Harmonization Intervention of The European Court of Justice“, *Comparative Law Review*, Vol. 3, No. 2/2012, 11–12. Аутор наводи Другу директиву (данас Директива бр. 30/2012 о усклађивању заштитних механизма које, ради заштите интереса чланова и трећих лица, државе чланице захтевају од привредних друштава у смислу чл. 54, ст. 2 Уговора о функционисању Европске уније, у погледу оснивања привредних друштава, одржања и промене њиховог капитала, с циљем уједначавања тих заштитних механизма – Directive 2012/30/EU of the European Parliament

II Специјална права државе као акционара

Акције представљају серијске хартије од вредности које издаје акционарско друштво.⁹ Појам хартија од вредности (енгл. *securities*) има исто значење у свим директивама Европске уније којима је хармонизовано право тржишта капитала.¹⁰ Посебне врсте акција креирају се за посебне ситуације.¹¹ Једна од посебних врста акција је златна акција (енгл. *golden share* фр. *action spécifique*, нем. „*Goldene Aktien*“) чије се издавање већује за поступак приватизације. Реч је о акцијама које дају специјална/посебна права држави. Уопштено говорећи, према правима које дају, акције се могу поделити на оне које дају редовна и оне које дају специјална права. Прве се називају обичне, а друге преференцијалне акције. На основу те поделе, златне акције би се погрешно могле сврстати у категорију преференцијалних. Наиме, златне акције нису преференцијалне акције, већ посебна врста акција, јер их власник – држава стиче да би утицала на управљање привредним друштвом, док улагачи приликом стицања преференцијалних акција имају у виду економска права која оне дају. Иако и златне и преференцијалне акције дају специјална права акционару у односу на акционаре који су власници обичних акција, основна разлика између њих се састоји у томе што се посебна права које дају преференцијалне акције односе на добит, док се специјална права које дају златне акције односе на утицај на управљање друштвом. Дакле, основна карактеристика златних акција је то што је реч о посебној врсти акција које дају специ-

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, pp. 74–97), али и правила Треће директиве (данас Директиве бр. 35/2011 о спајањима акционарских друштава – Directive 2011/35/EU of the European Parliament and of the Council of 5 April 2011 concerning mergers of public limited liability companies, *OJ L 110*, 29. 4. 2011, pp. 1–11) и Шесте директиве која се односи на поделу акционарских друштава (Sixth Council Directive 82 /891 /EEC of 17 December 1982 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty, concerning the division of public limited liability companies, *OJ L 378*, 31. 12. 1982, pp. 47–54), односно право пречег уписа акционара и правила по којима је за доношења одлука о спајању и подели потребна двотрећинска већина на седници скупштине акционара. G. Scarchillo, 12.

9 Мирко Васиљевић, *Компанијско право – право привредних друштава*, Београд, 2015, 247.

10 Stefan Grundmann, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Market*, Cambridge – Antwerp – Portland, 2012, 447.

11 Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, 447.

јална права, омогућавајући њиховом власнику повећани утицај на управљање друштвом у односу на друге акционаре.¹²

Генерално, акције које дају специјална права могу бити у власништву субјеката јавног или приватног права. Само уколико је реч о акцијама у власништву државе, те акције се називају златним акцијама. Дакле, карактеристика златних акција је да су оне у власништву државе или других организација јавноправног карактера. Даље, специјална права могу постојати у свим привредним друштвима, а не само у онима која су приватизована. Имајући у виду одлуку Суда правде Европске уније, златне акције везане су искључиво за приватизована привредна друштва.¹³ Ако држава поседује акције са специјалним правима у вези са повећаним утицајем на управљање друштвом које није претходно приватизовано, није реч о златним акцијама. Да закључимо, када су акције у приватизованом друштву које дају специјална права у вези са утицајем на управљање друштвом у власништву државе, реч је о златним акцијама у ужем смислу.

-
- 12 Јелена Лепетић, „Златне акције у компанијском праву Србије“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2012, 166.
- 13 Суд је од 2000. године до данас донео преко петнаест одлука у вези са златним акцијама. Вид. одлуке Суда у следећим случајевима (хронолошки): Комисија против Италије I (*Commission v Italy, Case C-58/99, Judgment of the Court, 23 May 2000*); Комисија против Португала I (*Commission v Portugal, Case C-367/98, Judgment of the Court, 4 June 2002*); Комисија против Француске (*Commission v France Case C-483/99 Judgment of the Court, 4 June 2002*); Комисија против Белгије (*Commission v Belgium, Case C-503/99, Judgment of the Court, 4 June 2002*); Комисија против Шпаније I (*Commission v Spain, Case C-463/00, Judgment of the Court, 13 May 2003*); Комисија против Уједињеног Краљевства (*Commission v United Kingdom, Case C-98/01, Judgment of the Court, 13 May 2003*); Комисија против Италије II (*Commission v Italy, Case C-174/04, Judgment of the Court (First Chamber), 2 June 2005*); Комисија против Холандије (*Commission v Netherlands, Joined Cases C-282/04 and 283/04, Judgment of the Court (First Chamber), 28 September 2006*); Комисија против Немачке I (*Commission v Germany, Case C-112/05, Judgment of the Court (Grand Chamber), 23 October 2007*); Федерконсуматори против Милана (*Federconsumatory and others v Comune di Milano, Joined Cases C-463/04 and C-464/04, Judgment of the Court (First Chamber), 6 December 2007*); Комисија против Шпаније II (*Commission v Spain, Case C-207/07, Judgment of the Court (Third Chamber), 17 July 2008*); Комисија против Италије III (*Commission v Italy, Case C-326/07, Judgment of the Court (Third Chamber), 26 March 2009*); Комисија против Португала II (*Commission v Portugal, Case C-171/08, Judgment of the Court (First Chamber), 8 July 2010*); Комисија против Португала III (*Commission v Portugal, Case C-543/08, Judgment of the Court (First Chamber), 11 November 2010*); Комисија против Португала IV (*Commission v Portugal, Case C-212/09, Judgment of the Court (First Chamber), 10 November 2011*); Комисија против Грчке (*Commission v Greece, Case C-244/11, Judgment of the Court (Fourth Chamber), 8 November 2012*); Комисија против Немачке II (*Commission v Germany, Case C-95/12, Judgment of the Court (Grand Chamber), 22 October 2013*).

Својство златних акција је ограничено временски јер те акције губе специјални статус када престану да буду у власништву државе или других субјеката јавноправног карактера. Дакле, специјална права која дају акције везана су за њеног власника, а не за саму акцију. Специјална права акционара негативно утичу на цену акција друштва у којем постоје.¹⁴ Дакле, с једне стране, цена тих акција је ниска, док је, с друге стране, њихова карактеристика одвраћајући утицај на улагаче, што, економски гледано, не кореспондира једно другом.

Узимајући у обзир да држава може бити улагач на тржишту капитала, као што то могу и субјекти приватног права, специјална права државе могу настати вољом чланова друштва, на пример, уговором чланова или коришћењем атрибута власти, на пример, предвиђањем специјалних права законима, уредбама и другим подзаконским актима. Такође, држава може имати специјална права која нису везана за саме акције у приватизованом привредном друштву. Конкретно, доношење или спровођење одлуке може бити условљено одобрењем које даје држава.¹⁵ У том случају права настају коришћењем атрибута власти државе. Дакле, иако се специјална права државе називају златним акцијама, држава може имати специјална права и у приватизованом друштву чији није акционар. Тада је реч о златним акцијама у ширем смислу. Стога, исправан термин за специјална права државе у приватизованим привредним друштвима у језичком смислу није златна акција, иако је то општеприхваћени појам.

III Специјална права државе као ограничења основних слобода у праву Европске уније

1. Слободно кретање капитала и право настањивања

Хармонизација компанијског права Европске уније на пољу специјалних права акционара може се постићи не само директивама компанијског права, већ и директном применом одредаба о слободном кретању капитала и праву настањивања, имајући у виду да је тржиште корпоративне контроле део унутрашњег тржишта.¹⁶ Наведене слободе предвиђе-

14 Stanislaw Soltysiński, „Golden Shares: Recent Developments in E.C.J. Jurisprudence and Member States Legislation“, *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Band 2 (Hrsg. Stefan Grundmann et al.), De Gruyter, Berlin – New York, 2010, 2581.

15 A. Artés, 459.

16 Вид. Thomas Papadopoulos „Infringements of Fundamental Freedoms within the EU Market for Corporate Control“, *European Company and Financial Law Review*, Vol 9, No. 2/2012, 230.

не су Уговором о функционисању Европске уније (даље: УФЕУ) – примарно право Европске уније.¹⁷ Слободно кретање капитала предвиђено је у чл. 63 (раније чл. 56, још раније чл. 73б) УФЕУ, односно забрањена су сва ограничења кретања капитала између држава чланица и између држава чланица и трећих држава. Право настањивања, односно забрана ограничења права настањивања држављана једне државе чланице на територији друге регулисана је у чл. 49 УФЕУ (раније чл. 43, још раније 52). Исто право имају и привредна друштва која су основана у складу са прописима неке од држава чланица, која при том у Унији имају регистровано седиште, главну управу или централно место пословања (чл. 54 УФЕУ).¹⁸ Поставља се питање да ли концепт златних акција као посебних права државе представља ограничење слободног кретања капитала и/или права настањивања, односно повреду наведених основних слобода.¹⁹ Суд правде Европске уније најчешће се изјашњавао да у случајевима у вези са златним акцијама није потребно посебно разматрати повреду права настањивања, јер је реч о последици повреде слободног кретања капитала, али је у неким одлукама новијег датума Суд одступио од тог становишта.²⁰ На пример, у случају Комисија против Немачке I, Суд разматра златне акције посебно у контексту слободе настањивања.²¹

Имајући у виду да само кретање капитала није дефинисано у чл. 63 УФЕУ, Суд је у својим одлукама установио праксу да приликом одлучивања у вези са слободним кретањем капитала полази од отворене листе примера кретања капитала која се налази у Анексу I Директиве бр.

17 О изворима права Европске уније вид., на пример, Будимир Кошутећ, *Увод у европско право*, Београд, 2006, 169 и даље.

18 Вид. детаљније на која правна лица се односи ова слобода у Мирко Васиљевић, Вук Радовић, Татјана Јевремовић Петровић, *Компанијско право Европске уније*, Београд, 2012, 44.

19 Ово питање је разматрала Европска комисија још 1997. године у документу по називом „Комуникација Комисије у вези са одређеним правним аспектима улагања унутар Европске уније“ (Communication of the Commission on certain legal aspects concerning intra – EU investment, Official Journal of the European Communities, OJ C 220, 19. 7. 1997, pp. 15-18).

20 Вид., на пример, Vladimir Savković, „The Alleged Case of Golden Shares in Montenegro: A Candidate Country’s Experience as an Incentive for Including *Acta Jure Gestionis* within the Range of Restrictions on Free Movement of Capital“, *Review of Central and East European Law*, Vol. 41, No. 2/2016, 119–120.

21 Вид. на пример, Одлуку у случају Комисија против Италије III, пар. 39. Вид. више у Nicola Ruccia, „The New and Shy Approach of the Court of Justice Concerning Golden Shares“, *European Business Law Review*, Vol. 24, No. 2/2013, 282–283.

361/88 за имплементацију чл. 67 Уговора.²² Према номенклатури из Анекса I под кретањем капитала подразумевају се: директна улагања, улагања у непокретности, послови са хартијама од вредности који се редовно обављају на тржишту капитала, послови у вези са јединицама инвестиционих фондова, послови у вези са хартијама од вредности који се редовно обављају на тржишту новца, послови у вези са текућим и депозитним рачунима код финансијских институција, кредити у вези са пословним трансакцијама или пружањем услуга у којима учествује резидент, финансијски зајмови или кредити, обезбеђења, друге гаранције и залога, трансфери приликом извршења уговора о осигурању, лична кретања капитала, стварно уношење и изношење финансијских средстава и друга кретања капитала. Дакле, реч је само о примерима, то јест о отвореној листи. Оно што је посебно значајно за даљу анализу у овом раду је да се под директним улагањима сматрају, између осталог, оснивање привредних друштава или преузимање постојећих друштава од стране једног лица и учествовање у новом или постојећем друштву са циљем успостављања или очувања трајних економских веза. Према Објашњењима из Анекса учествовање у друштву постоји када акционару (физичком или правном лицу) стечене акције омогуће ефективно учествовање у управљању друштвом или његовој контроли. Дакле, директна улагања су она која се чине ради стицање контроле или значајног утицаја на управљање друштвом. Под кретањем капитала подразумевају се не само директна, већ и индиректна (портфолио) улагања. Конкретно, у оквиру послова са хартијама од вредности који се редовно обављају на тржишту капитала, који такође представљају кретања капитала, наведена су и стицања домаћих хартија од вредности, како оних којима се тргује на берзи, тако и оних којима се не тргује на берзи, од стране нерезидената. Да закључимо, свако стицање акција сматра се кретањем капитала. Дакле, уколико је улагачу отежано или онемогућено стицање акција, реч је ограничењу слободног кретања капитала. Директна улагања спадају у оквир и слободног кретања капитала и права настањивања, док се портфолио улагања могу разматрати једино у контексту слободног кретања капитала.²³ С тим у вези, може се поставити и питање да ли специјална права треба схватити као ограничења слободе само када је реч о котираним друштвима или и некотираним друштвима такође? Тумачењем одредаба из Анекса I Ди-

22 Директива бр. 361/88 за имплементацију чл. 67 Уговора (Council Directive of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty 88/361/EEC, OJ L 178, 8. 7. 1988, pp. 5–18). Вид., на пример, Одлуку у случају Комисија против Француске, пар. 36.

23 N. Ruccia, 293.

рективе бр. 361/88 за имплементацију чл. 67 Уговора (о оснивању Европске економске заједнице), може се закључити да се не може направити таква разлика, јер се под кретањем капитала подразумева и стицање акција које се не котирају на берзи.²⁴ С друге стране, котирана друштва су управо она чијим се акцијама тргује на берзама, па различита ограничења могу утицати на прекогранично пословање, што води закључку да у том смислу треба правити разлику према томе да ли је реч о котираним или некотираним друштвима.²⁵ Свака диспропорција капитала и права чини улагање у привредно друштво мање привлачним потенцијалним инвеститорима.²⁶ Треба имати у виду да је принцип аутономије воље ограничен када је реч о јавним друштвима, па да према природи ствари, ограничења треба, пре свега, везати за котирана друштва.

2. Националне мере

Да би утврдио да ли је реч о ограничењу, Суд прво разматра да ли су специјална права национална/државна мера или нису. Национална мера је резултат поступања државе као регулатора. Дакле, националне мере су специјална права државе у приватизованим друштвима предвиђена законима или подзаконским актима. Националне мере могу бити и права предвиђена класичним компанијскоправним актима, на пример, статутом акционарског друштва. Приликом анализирања самог ограничења, Суд се опредељивао према критеријуму да ли ограничења произилазе из уобичајених радњи у компанијском праву.²⁷ Дакле, смисао тог критеријума је да се утврди да је реч о државној мери и ако јесте какав је

24 Тако и А. Artés, 474. За разлику од *Grundaman* и *Möslein*, Artés сматра да је реч о ограничењима и у случају некотираних друштава када се улагач ослони на директни ефекат Директиве бр. 88/361, односно када се улагач ослони на чл. 63 (слободно кретања капитала) и чл. 267 (претходно одлучивање) Уговора о функционисању Европске уније, а да у случајевима Комисије против државе чланице стоји аргумент поменутих аутора да само хипотетички постоји могућност да ограничавајућа правила националног компанијског права спречавају прекогранично улагање када конкретни стварни улагач није идентификован (ако је реч о некотираним друштвима). А. Artés, 474.

25 Stefan Grundmann, Florian Möslein, „Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects“, *Euredia – European Banking and Financial Law Journal*, No. 4/2001–2002, 657.

26 А. Artés, 470.

27 Вид., на пример, одлуке у случајевима: Комисија против Немачке I, пар. 61 и Комисија против Португала III, пар. 52. Вид. и V. Savković, 129 и 155.

њен утицај на слободно кретања капитала.²⁸ Значајно је навести да се питање специјалних права акционара приватноправног карактера, која се често установљавају пре него што друштво постане јавно, односно када постоји намера да нејавно друштво постане јавно, у контексту слободног кретања капитала, није до данас поставило пред Судом.²⁹

Уколико националне мере имају одвраћајући утицај на улагаче реч је о ограничењу слободног кретања капитала.³⁰ Одвраћајући карактер не мора да има свака мера појединачно, већ је довољно и да такав ефекат имају одређене мере посматране заједно.³¹ Национална мера представља ограничење у случају када се њоме спречава или отежава стицање акција у конкретном друштву.³² У сваком случају, приликом утврђивања да ли одређена мера ограничава слободу, требало би применити тест дејства одређене мере на стварне и потенцијалне инвеститоре.³³ Тесту дејства мере може се замерити што нема јасног критеријума по којем се може утврдити који све инструменти могу представљати ограничења слободног кретања капитала и то што је његов домет преширок.³⁴ Аутор овог чланка сматра да сваки акт може представљати ограничење слободног кретања капитала, то јест да сама врста акта није значајна, па да у том смислу тест нема преширок домет. То доводи до питања дејста одредаба УФЕУ о основним слободама на приватноправне субјекте али и на питање одговорности државе која је својим законодавством омогућила приватноправним субјектима да ограниче основне слободе других приватноправних субјеката, што захтева анализу у посебном раду. Тест дејства ограничења је Суд и применио у случајевима Комисија против Немачке I и Комисија против Холандије.³⁵

28 Pekttra Antonaki, „*Keck in Capital? Redefining ‘Restrictions’ in the ‘Golden Shares’ Case Law*“, *Erasmus Law Review*, No. 4/2016, 182.

29 S. Soltysiński, 2581.

30 Вид., на пример, Одлуку у случају Комисија против Португала IV, пар. 48; N. Ruccia, 277.

31 Вид. Одлуку у случају Комисија против Немачке I, пар. 82 и Одлуку у случају Комисија против Немачке II, пар. 38.

32 Вид., на пример, Одлуку у случају Федерконсуматори против Милана, пар. 21.

33 Wolf-Georg Ringe, „*Is Volkswagen the New Centros? Free Movement of Capital’s Impact on Company Law*“, *Corporate Finance Law in the UK and EU* (eds. Dan Prentice, Arad Reisberg), Oxford – New York, 2011, 487.

34 V. Savković, 149.

35 Вид. Одлуку у случају Комисија против Немачке I, пар. 30; Ringe сматра да би тај тест могао објаснити неразјашњене ставове Суда у та два случаја. W.G. Ringe, 487.

У случају Комисија против Велике Британије, држава је тврдила да није реч о мерама предвиђеним законом већ о акцијама које су издате у складу са националним компанијским и уговорним правом, али је Суд установио да ограничење слободе није резултат нормалног пословања у оквиру компанијског права већ да је држава поступала користећи атрибут власти.³⁶ Из одлуке Суда у случају Комисија против Немачке I (случај Фолксваген) произилази да су ограничења у принципу дозвољена када су предвиђена статутом друштва, што није случај када се то чини законом.³⁷ У том спору специјална права државе била су предвиђена законом који је заправо заснован на уговору приватног права. Суд је ту чињеницу уважио, али је навео да закон није могуће променити вољом уговорних страна, па је стога реч о националној мери.³⁸ У случају Комисија против Холандије, специјална права била су предвиђена оснивачким актом и статутом друштва, али је Суд закључио да је реч о националним мерама, јер је њихово доношење било резултат одлука државе у поступку приватизације.³⁹ Од новијих случајева, специјална права била су предвиђена статутом у случају Комисије против Португала III, при чему је одредба која се односила на та права унета у статут у време када је држава била већински акционар (пре краја прве фазе приватизације), што према мишљењу Суда „није резултат уобичајене примене компанијског права“, па је реч о националној мери.⁴⁰ У случају Комисија против Португала IV, Суд правде Европске уније разматрао је уговор акционара у контексту златних акци-

36 Вид. Одлуку у случају Комисија против Велике Британије, пар. 31 и 48; S. Soltysiński, 2576–2577. Редовно пословање компаније (енгл. „*normal course of company’s business*“) се помиње и у Директиви о преузимању, чл. 9, ст. 3.

37 Erik Werlauff, „Safeguards against Takeover after Volkswagen – On the Lawfulness of such Safeguards under Company Law after the European Court’s Decision in ‘Volkswagen’“, *European Business Law Review*, Vol. 20, No. 1/2009, 108–109. Након анализе Одлуке у случају Комисија против Немачке, Werlauff закључује да се када држава поступа *iure gestionis* мора водити рачуна о правилима права конкуренције, да улога акционара мора бити раздвојена од надзорне функције државе и да држава мора вршити права акционара „транспарентно, предвидљиво и објективно“, као и да права државе морају бити пропорционална правима приватних инвеститора – држава не може да има специјална права која јој омогућавају да спречи преузимање. E. Werlauff, 115–117. Аутор овог рада сматра да се из наведене Одлуке не може закључити да држава не може имати специјална права уколико постоји сагласност других акционара, односно када је реч о *acta iure gestionis*.

38 Вид. Одлуку у случају Комисија против Немачке I, пар. 26, 28 и 29.

39 Вид. Одлуку у случају Комисија против Холандије, пар. 22.

40 Вид. Одлуку у случају Комисија против Португала III, пар. 50–53.

ја.⁴¹ Из одлуке Суда не може се закључити да ли сам уговор акционара може представљати националну меру – ограничење кретања капитала или је само реч о средству за остварење права из статута, али се може тврдити да је то корак ка укључењу уговора акционара на листу ограничавајућих мера слободног кретања капитала.⁴² Може се закључити да сама врста акта у којем су предвиђена специјална права није и не треба да буде од пресудног значаја, већ је кључно да ли је држава користила атрибут власти.

3. Оправданост ограничења слобода

Националне мере које спречавају или чине примену слобода мање примамљивом су забрањене уколико нису испуњени одређени услови.⁴³ У чл. 64–66 предвиђени су изузеци од слободног кретања капитала. Према пракси Суда, ограничења кретања капитала су оправдана ако постоје разлози наведени у чл. 65 или због општег интереса.⁴⁴ Да би ограничења била дозвољена, према пракси Суда, мере не смеју да буду дискриминаторне на националној основи, морају бити предвиђене ради заштите јавног интереса и при том одговарајуће и пропорционалне сврси ради које су установљене.⁴⁵ Значајно је нагласити да дискриминаторне мере нису само оне које се односе искључиво на иностране субјекте, који су дакле третирани на мање повољан начин од националних (директна дискриминација), већ и на мере које се односе на све субјекте подједнако али фактички фаворизују домаће субјекте у односу на иностране отежавајући на тај начин примену слобода (индиректна дискриминација).⁴⁶ Другачије речено, забрањена су ограничења слободног кретања капитала која су дискриминаторна према држављанству односно припадности другој држави чланици и она која се не односе директно на држављане других држава чланица, односно привредна друштва која имају припадност другој држави чланици, али која на њих утичу.⁴⁷ Поред поменута четири услова која морају бити испуњена да би ограничење било оправдано и дозвољено, у случају Комисије против Белгије, јављају се још два: 1) одобрење од-

41 V. Savković, 135.

42 Тако *ibid.*, 135 и 137.

43 Mads Andenas, Tilman Gütt, Matthias Pannier, „Free Movement of Capital and National Company Law“, *European Business Law Review*, Vol. 16, No. 4/2005, 767.

44 Вид., на пример, Одлуку у случају Комисија против Немачке I, пар. 72.

45 Вид. V. Savković, 133–134; M. Andenas, T. Gütt, M. Pannier, 771.

46 T. Papadopoulos (2012), 225.

47 M. Andenas, T. Gütt, M. Pannier, 767.

луке од стране државе мора бити накнадно, а не претходно, у случајевима када је предвиђено и 2) мора постојати механизам правне заштите у случају коришћења права вета.⁴⁸ Одлука Суда у случају против Белгије је једина у којој је Суд закључио да су ограничења била оправдана, те да Белгија није повредила одредбе о слободама. Важно је напоменути да одредбе Уговора у вези са дозвољеним ограничењима нису исте када је реч о праву настањивања и слободном кретању капитала, иако се у пракси анализирају на једнак начин.⁴⁹

IV Држава као регулатор *v.* држава као акционар

Ограничења слободног кретања капитала у виду посебних права државе могу бити предвиђена не само законима и подзаконским актима већ и актима друштва, уговорима акционара или другим уговорима у којима је држава једна од уговорних страна.⁵⁰ Дакле, посебна права државе могу бити предвиђена јавноправним инструментима, на пример, законом којим се регулише приватизација када је реч о *acta iure imperii*, које Суд квалификује као националне мере или приватноправним инструментима у којима доминира принцип аутономије воље, на пример, статут друштва, када је реч о *acta iure gestionis*.⁵¹ *Acta iure gestionis* могу, али не морају бити националне мере. Није једноставно утврдити да ли је држава искористила атрибут власти када су посебна права предвиђена класичним приватноправним актима. Другачије речено, неспорно је да држава може искористити атрибут власти, на пример, приликом закључења уговора или промене статута друштва чији је члан. С тог аспекта посматрано, било би једноставније третирати *acta iure gestionis* као механизме ограничења слободног кретања капитала у сваком случају, то јест као да је реч о *acta iure imperii*. Иако је тај приступ једноставнији, то не значи да је и оправдан. Да ли одговарајући третман *acta iure gestionis* треба везати искључиво за приватизацију или он треба да буде исти увек када је реч о држави као акционару? Бројни су разлози због којих држава може стећи акције у привредном друштву, на пример, конверзија потраживања у власнички капитал у поступку реорганизације када држава процени да је за њу боље да стечајни субјект не престане банкротством. У том смислу,

48 Вид. Одлуку у случају Комисија против Белгије, пар. 49 и 51; V. Savković, 134.

49 Wolfgang Schön, „Free Movement of Capital and Freedom of Establishment“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 17, No. 3/2016, 234–235; Вид. УФЕУ, чл. 52 и 65.

50 Вид., на пример, V. Savković, 121.

51 Тако *ibid.*, 129.

може се поставити питање оправданости разликовања случајева када држава поступа *iure gestionis*, односно као акционар у целости или делимично приватизованог друштва, од оних када држава поступа као акционар друштва које је раније било искључиво у власништву приватноправних субјеката или је тек основано. Третман специјалних права државе у контексту приватизације треба да буде различит од третмана специјалних права државе као акционара генерално, јер је према природи ствари већа вероватноћа да ће држава у првом случају (у контексту приватизације) поступати користећи атрибут власти.

Одлуке Суда у вези са златним акцијама углавном се односе на приватизована друштва чија је делатност од општег економског интереса. Самим тим, могло би се закључити да је држава имала интерес који се не састоји искључиво у профиту. Према чл. 106, ст. 2 УФЕУ, одредбе Уговора могу се применити на друштва која обављају делатности од општег економског интереса само уколико се на тај начин не угрожава обављање делатности, што би могло значити да се та одредба односи и на случајеве у вези са златним акцијама.⁵² Златне акције подразумевају сукоб „солидарности националног благостања и економске солидарности“.⁵³ Суд је дао предност концепту економске солидарности на уштрб социјалне.⁵⁴ С друге стране, у случају Комисије против Немачке I и II није било речи о делатности од општег економског интереса.⁵⁵ У том спору, Немачка је безуспешно истицала, између осталог, значај заштите интереса запослених, чија се права и интереси, пре свега, штите у домену јавног права.⁵⁶

Да ли државу, када поступа без коришћења атрибута власти, треба третирати на једнак начин као акционаре приватноправног карактера? Да ли уопште држава може поступати без обзира на атрибут власти? Подозрење у том смислу свакако постоји. Томе у прилог говори чињеница да се на државу примењују строжа правила него када је реч о истим случајевима у којима је приватноправни субјект страна у послу. Првенстве-

52 Вид. одлуке Суда у случајевима: Комисија против Белгије, пар. 34, 54–56, Комисија против Шпаније I, пар. 80 и 81 и Комисија против Португала IV, пар. 95 и 96, у којима су државе навеле тај аргумент, али безуспешно. Вид. више Daniel Gallo, „On the Content and Scope of National and European Solidarity under Free Movement Rules: The Case of Golden Shares and Sovereign Investments“, *European Papers – A Journal on Law and Integration*, Vol. 1, No. 3/2016, 833–838.

53 D. Gallo, 841.

54 *Ibid.*, 845.

55 *Ibid.*, 824–825.

56 Вид. Одлуку у случају Комисија против Немачке I, пар. 74.

но, реч је о посебним обавезама државе у вези са транспарентношћу, понуди и одговорности, односно о правилима којима се регулишу јавне набавке.⁵⁷ Други пример „подозрења” према држави је регулатива државне помоћи у праву Европске уније.⁵⁸ С друге стране, када држава закључи одређени уговор и на њу се примењују правила приватног права. Стога, специјална права која држава има када поступа *iure gestionis* не треба аутоматски третирати као ограничење слободног кретања капитала, односно само на основу јавноправне природе улагача. У Сједињеним Америчким Државама држава може бити улагач равноправно као и приватни инвеститори, што значи да је кључан карактер инвестиције (када држава не поступа као регулатор), а не природа улагача.⁵⁹

Присуство државе као акционара у привредном друштву може чак и охрабрити улагаче да уложе у то друштво. Наиме, то може бити сигнал улагачима да би улагањем у привредно друштво њихова инвестиција била сигурна, односно да је реч о друштву које добро послује, што би подједнако привукло и домаће и стране инвеститоре.⁶⁰ Дакле, требало би применити критеријум суштинског ограничења слободног кретања капитала, по угледу на критеријум који се примењује када је реч о слободи кретања робе (случај *Keck and Mithouard*), на чему је безуспешно инсистирао Португал у спору Комисије против Португала III.⁶¹

С друге стране, може се тврдити да држава не може да поступа као приватни инвеститор, јер увек има дужности према својим грађанима, односно да се држава не може водити искључиво стицањем профита, што представља одступање од уобичајеног поступања у компанијском праву.⁶² Таквом схватању се може замерити то што су правила, иако их је донела држава, једнака за све када она учествује у тржишној утакмици равноправно са другима, а посебно када поступа као улагач изван своје територије.⁶³ Такође, таквом логиком могло би се погрешно закључити и да концепт друштвене одговорности компанија није у складу са уобичајеним поступањем у компанијском праву. У сваком случају, требало би узе-

57 W.G. Ringe, 481.

58 *Ibid.*

59 Larry Catá Baker, „The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law“, *Tulane Law Review*, Vol. 82, No. 5/2008, 1849.

60 Вид. I. Antonaki, 185.

61 Вид. Одлуку у случају Комисија против Португала III, пар. 32, 65–67; I. Antonaki, 185.

62 Вид. L. Catá Baker, 1841–1842.

63 *Ibid.*, 1842.

ти у обзир правила о државној помоћи, што би водило закључку да држава може да инвестира ако би тако поступио и разумни приватни инвеститор у циљу стицања добити.⁶⁴ Важност карактера инвестиције, Суд је препознао у случају Комисија против Италије II. Тај случај није један од случајева у којима се Суд изјашњавао о златним акцијама, али је са њима блиско повезан.⁶⁵ У случају је било речи о настојању Италије да онемогући некотирана друштва директно или индиректно контролисана од стране других држава, која имају доминантни положај на домаћем тржишту, да стекну утицај на приватизована друштва.⁶⁶ Конкретно, у националном праву била је предвиђена суспензија права гласа, преко одређеног прага, на основу акција које стекну друштва контролисана од стране држава (при чему се не рачунају у кворум), у сектору електричне енергије и гаса.⁶⁷ За разлику од случајева у вези са златним акцијама када државе имају за циљ да себи омогуће утицај у приватизованим друштвима, у помешаном случају циљ предвиђених мера је био да се државе у томе спрече.⁶⁸ Суд је истакнуо да одредбе УФЕУ о слободном кретању капитала не праве разлику између компанија у којима држава има капитал и оних које су у приватном власништву нити између оних које имају, од оних које немају доминантан положај на тржишту.⁶⁹ Друштва која контролише држава могу се ослонити на одредбе УФЕУ о слободном кретању капитала подједнако као што то могу и компаније у приватном власништу.⁷⁰ Суд закључује да Италија није испунила обавезу из чл. 56 (слободно кретање капитала). Дакле, у конкретном случају, установљено је да су друштва која контролише држава заштићена одредбама о слободном кретању капитала једнако као и улагачи приватноправног карактера, чиме је као одлучујући фактор препознат карактер улагања, а не својство улагача.

64 Вид. *ibid.*, 1844.

65 Вид. Мишљење општег правобраниоца Кокота поводом случаја Комисија против Италије II (*Opinion of Advocate General Kokott delivered on 3 March 2005, Case C-174/04*), пар. 1.

66 Вид. *ibid.*

67 Вид. Одлуку у случају Комисија против Италије II, пар. 6.

68 Вид. Одлуку у случају Комисија против Италије II, пар. 20. Вид. и Мишљење општег правобраниоца Кокота поводом случаја Комисија против Италије II, пар. 1

69 Вид. Одлуку у случају Комисија против Италије II, пар. 32.

70 Мишљење општег правобраниоца Кокота поводом случаја Комисија против Италије II, пар. 13. Додаје и да супротно тумачење не би било у складу са принципом неутралности УФЕУ у односу на правила којима је регулисан систем својинских односа, односно да би то водило обавезној приватизацији друштава (пар. 24).

Логична последица препознавања карактера инвестиције као елемента од кључног значаја била би примена истих правила на све акционаре. Дакле, у том смислу, може се расправљати само о дејству конкретне мере. У ширем контексту посматрано, специјална права акционара (не само државе) ограничавају кретање капитала, па би се могло залагати за исти третман специјалних права акционара без обзира на то да ли је акционар држава или приватно лице.⁷¹ Ако би се такво становиште прихватило, то би имало озбиљан утицај на дозвољене мере одбране од преузимања (на пример, акције које дају више гласова биле би забрањене, као и ограничења броја гласова по акционару), чиме би се промовисао принцип једна акција – један глас.⁷² У том случају, одлуке Суда у вези са златним акцијама имале би озбиљан утицај на национална компанијска права, што ће се тек видети у будућности.

V Утицај одредаба о основним слободама на својинскоправне односе држава чланица

Специјална права државе, без обзира на то да ли су предвиђена инструментима приватног права, према ставу Суда могу се сматрати националним мерама, односно инструментима ограничења слобода. Имајући у виду да је реч о акцијама у власништву државе, односно о праву својине државе, може се поставити питање да ли одредбе о слободама имају штетно дејство на правила којима је регулисан систем својинскоправних односа држава чланица. Према чл. 345 УФЕУ (раније чл. 295, а још раније чл. 222), предвиђено је да Уговори неће доводити у питање правила држава чланица којима је регулисан систем својинских односа. Сама одредба, као ни њено порекло и домањај нису до краја јасни.⁷³ Иако су се државе чланице у случајевима у вези са златним акцијама позивале на одредбу 345 Уговора, Суд је закључио да се ефекат те одредбе не састоји у изузимању система својинских односа од основних слобода предвиђених Уговором.⁷⁴

71 Тако S. Soltysiński, 2587.

72 *Ibid.*

73 Bram Akkermans, Eveline Ramaekers, „Article 345 TFEU (ex. 295 EC), Its Meanings and Interpretations“, *European Law Journal*, Vol. 16, No. 3/2010, 2 (број страна доступан према електронској верзији на SSRN-у).

74 „That article does not have the effect of exempting the Member States' systems of property ownership from the fundamental rules of the Treaty“. Вид. на пример одлуке у случајевима: Комисија против Француске, пар. 44; Комисија против Белгије, пар. 44; Комисија против Шпаније I, пар. 67; Комисија против Португала II, пар. 64. У новијој одлуци Комисија против Грчке, Суд наводи да држава свакако може одлучити да приватизује друштво, али да сам начин

Иако би се језичким тумачењем овог члана могло закључити да је својинско право остало изван европске регулативе, то није случај – Суд правде се бавио стварноправним питањима.⁷⁵ И друге одредбе УФЕУ, а не само оне које се тичу кретања капитала, имају утицај на право својине.⁷⁶

Приватизација без сваке сумње спада у систем својинскоправних односа.⁷⁷ Одлука о приватизацији је ван домета одредаба о слободама, али сам поступак приватизације није.⁷⁸ Дакле, држава која одлучи да не приватизује друштво може на тај начин ограничити слободу настањивања и кретања капитала у потпуности, али ако одлучи да га приватизује не може ограничити слободе ни делимично осим ако је то оправдано. Онај ко може више би требало да може и мање („*he who is able to do the most, can also do the least*“),⁷⁹ али према пракси Суда то није случај. Према неким ауторима, ову одредбу не треба тумачити као одобрење за ограничење кретања капитала, јер је прилично нејасна и може угрозити концепт унутрашњег тржишта, чији неизоставни део чине основне слободе.⁸⁰ Тај аргумент није оправдан с правног аспекта, јер ако норма није довољно јасна то не значи да се она не мора применити. Такође, као аргумент у прилог тезе да чл. 345 не може заштитити државе, у споровима у вези са

приватизације подразумева примену основних слобода (пар. 17). Такође, наглашава да ако се јавно предузеће претвара у друштво чије се акције котирају на берзи, чл. 295 не може служити за то да се потенцијална стицања акција искључе из домета слобода (пар. 18). Изузетно је важно то што Суд говори о котирањима друштвима.

75 В. Akkermans, Е. Ramaekers, 1. Према историјском тумачењу та одредба односила на „систем својинских односа предузећа“ (енгл. „*system of property ownership of the undertaking*“), без обзира на то да ли је власник држава или приватноправни субјект, што се може закључити из Шуманове декларације, коју је представио француски министар спољних послова Роберт Шуман (*Robert Schuman*) 9. 5. 1950. Вид. више В. Akkermans, Е. Ramaekers, 9–11. Вид. и Мишљење општег правобраниоца Коломера у случајевима Комисија против Португала I, Комисија против Француске и Комисија против Белгије (*Joined Opinion of Mr Advocate General Ruiz-Jarobo Colomer delivered on 3 July 2001 (Case C-367/98, Case C-483/99, Case C-503/99)*), пар. 50.

76 S. Grundmann, F. Möslin, 661.

77 Thomas Papadopoulos, „Privatized companies, golden shares and property ownership in the Euro crisis era: A discussion after *Commission v. Greece*“, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 12, No. 1/2015, 9.

78 T. Papadopoulos (2015), 10.

79 Мишљење општег правобраниоца Коломера у случајевима Комисија против Португала I, Комисија против Француске и Комисија против Белгије, пар. 66.

80 Jürgen Bröhmer, „The Free Movement of Capital in the European Union and the Problem of ‘Golden Shares’ and Similar Instruments“, *Law in Context: A Socio-Legal Journal*, Vol. 25, No. 2/2007, 152.

златним акцијама, када је реч о приватизованим друштвима, често се наводи да привредни субјекти могу да буду у потпуности у приватној али и у јавној својини, односно да могу да буду под окриљем приватног или јавног права, то јест да приватизација није обавезна.⁸¹ Иако се одлуке Суда у вези са златним акцијама могу тумачити као разлог против приватизације, данас је евидентно да се приватизација као концепт намеће кроз различите аранжмане са државама (на пример, Грчке са Европском централном банком, Комисијом и Међународним монетарним фондом због дужничке кризе), али и одредбе које се односе на привредну политику и питања конкуренције.⁸² Стога, наведени аргумент губи на снази. Може се закључити да се у контексту специјалних права акционара протежира приватна својина у односу на државну.

VI Закључак

Иако су златне акције специјална права државе, оне су пре свега предмет истраживања приватног, а не јавног права. Златне акције спадају у предмет истраживања компанијског права јер су најчешће везане за својство акционара. Одлуке Суда правде Европске уније у вези са златним акцијама имају изузетан значај за национална компанијска права, имајући у виду домашај тих одлука на питања специјалних права акционара у компанијском праву генерално. Златне акција сматрају се механизмом ограничења слободног кретања капитала и/или права настањивања. И онда када специјална права државе нису везана конкретно за акције у том друштву, реч је о инструменту којим се утиче на његово пословање. Златне акције у ужем смислу су акције у власништву државе или других субјеката којима она управља, које омогућавају држави да очува утицај на управљење друштвом у контексту приватизације на основу специјалних права која те акције дају. Држава може имати специјална права и у приватизованом друштву чији није акционар. Тада је реч о златним акцијама у ширем смислу. Стога, исправан термин за специјална права државе у приватизованим привредним друштвима у језичком смислу није златна акција, већ треба говорити о специјалним правима државе. Специјална права државе могу настати вољом чланова друштва, на пример, статутом или уговором чланова, с једне стране, или коришћењем атрибута власти, на пример, предвиђањем специјалних права законима или подзаконским актима, с друге стране.

81 J. Bröhmer, 152.

82 Вид. детаљније Т. Papadopoulos (2015), 13; S. Soltysiński, 2594.

Према пракси Суда правде Европске уније концепт златних акција као посебних права државе представља ограничење слободног кретања капитала и/или права настањивања, односно повреду наведених основних слобода које су загарантоване Уговором о функционисању Европске уније. Хармонизацију компанијског права Европске уније на пољу специјалних права акционара могуће је постићи директном применом одредаба о основним слободама, имајући у виду да је тржиште корпоративне контроле део унутрашњег тржишта. С обзиром на то да кретање капитала није дефинисано у чл. 63 УФЕУ, приликом одлучивања у вези са слободним кретањем капитала, Суд полази од отворене листе примера кретања капитала која се налази у Анексу I Директиве бр. 361/88 за имплементацију чл. 67 Уговора. Директна улагања спадају у оквир и слободног кретања капитала и права настањивања, док се портфолио улагања могу разматрати једино у контексту слободног кретања капитала. Узимајући у обзир да свака диспропорција капитала и права чини улагање у привредно друштво мање привлачним потенцијалним инвеститорима, специјална права представљају ограничење основних слобода посебно када је реч о котираним друштвима. Да би утврдио да ли је реч о ограничењу, Суд разматра да ли је мера којом су предвиђена специјална права национална или није. Националне мере могу бити закони и подзаконски акти у којима су предвиђена специјална права државе у приватизованим друштвима, али и класични компанијскоправни акти, на пример, статут акционарског друштва. Национална мера представља ограничење у случају када се њоме спречава или отежава стицање акција у конкретном друштву. Реч је о мерама које имају одвраћајући карактер на улагаче, при чему такав карактер не мора да има свака мера појединачно, већ и две или више мера заједно. Приликом утврђивања да ли одређена мера или мере ограничавају слободу, треба применити тест дејства мера на стварне и потенцијалне инвеститоре, што је Суд и учинио у случајевима Комисија против Немачке I и Комисија против Холандије. Врста акта у којем су предвиђена специјална права није од пресудног значаја, већ је кључно да ли је држава користила атрибут власти или није. Дакле, *acta iure gestionis* могу, али не морају бити националне мере. У случају Комисија против Италије II, установљено је да су друштва која контролише држава заштићена одредбама о слободном кретању капитала једнако као и улагачи приватноправног карактера, чиме је као одлуђујући фактор препознат карактер улагања, а не својство улагача.

Имајући у виду да су државе власници златних акција, у случајевима у вези са специјалним правима, државе чланице су се позивале на

чл. 345 Уговора о функционисању Европске уније којим је предвиђено да Уговори неће доводити у питање правила држава чланица којима је регулисан систем својинских односа. Иако би се језичким тумачењем овог члана могло закључити да је својинско право остало изван европске регулативе, то није случај. Суд је више пута навео да се ефекат те одредбе не састоји у изузимању система својинских односа од основних слобода предвиђених Уговором. Одлука о приватизацији јесте ван домета одредаба о слободама, али сам поступак приватизације није. Иако се одлуке Суда у вези са златним акцијама могу тумачити као разлог против приватизације, она се као концепт намеће државама на различите начине. Специјална права акционара приватноправног карактера још увек нису била под лупом Суда правде Европске уније у контексту основних слобода. Треба имати у виду да ли су специјална права настала уз поштовање принципа аутономије воље, то јест да специјална права акционара, па и државе, могу настати вољом чланова друштва, што је уобичајено у компанијском праву. С друге стране, то не значи да је приватноправна врста акта којим су предвиђена специјална права гарант да је држава поступала без атрибута власти, односно да није реч о националној мери. Специјална права државе не треба аутоматски третирати као ограничења слобода само због тога што је реч о држави као акционару. Аргумент у прилог изнетом тврдњи је и да акционари приватноправног карактера могу имати специјална права креирана у складу са националним компанијским правом. Дакле, Суд би прво требало да установи да ли су специјална права настала коришћењем атрибута власти државе. Уколико су специјална права предвиђена законом или подзаконским актима, држава је без сумње поступала користећи атрибут власти, па је јасно да је реч о ограничењима основне слободе или слобода. Када су та специјална права предвиђена инструментима приватноправног карактера, као што су уговор акционара или статут друштва, треба оценити да ли су настала поштовањем принципа аутономије воље чланова друштва и да ли могу престати на основу те воље. Имајући у виду да је реч о држави, увек постоје подозрења о томе да ли је држава поступала без атрибута власти, што је тешко оценити. Због тога, да би се утврдило да ли је реч о ограничењу, односно о националној мери, треба применити тест дејства једне или више мера заједно на улагаче, као корективни механизам у конкретном случају.

Jelena LEPETIĆ, PhD

Assistant Professor at the Faculty of Law University of Belgrade

**PRIVATE v. PUBLIC LAW: GOLDEN SHARES
IN THE JURISPRUDENCE OF THE COURT OF JUSTICE
OF THE EUROPEAN UNION**

Summary

In this paper, the author analyzes judgments of the Court of Justice of the European Union concerning golden shares. The Court qualifies special rights of the state as national/state measures, specifying that golden shares are mechanism which derogates from normal course of business in general company law. After analyzing golden shares as restrictions on the movement of capital and/or the freedom of establishment prescribed by the Treaty on the Functioning of the European Union, the author brings forward the difference between the actions of the state as a regulator and its actions as a shareholder. Finally, the author analyzes the effect of the Treaty rules concerning fundamental freedoms on the Member States' systems of property ownership. The author concludes that the type of the instrument in which special rights are provided for is not relevant – it is crucial whether the state has used the attribute of power while establishing them. The author advocates the application of the effect-based test when assessing whether golden shares restrict fundamental freedoms.

Key words: *golden shares, special rights, free movement of capital, national measures, state measures.*