

ČLANCI I RASPRAVE

Prof. dr Klaus Hopt*

UDK 336.717.71:34:061.1EC
339:923;061.1EC:34
str. 5 - 16.
izvorni naučni rad

EVROPSKO BERZANSKO PRAVO I PRAVO TRŽIŠTA KAPITALA

I. Stanje i načela regulisanja evropskog berzanskog prava i prava tržišta kapitala

1. Stanje evropskog berzanskog prava i prava tržišta kapitala

Berzansko pravo i pravo tržišta kapitala je pored prava trgovačkih društava¹ jedno od područja u okviru trgovačkog i privrednog prava na kome

* Professor Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt, Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg.

¹ Isto: Forum Europaeum, Konzernrecht für Europa, *ZGR* 1998, 672, 732 ff.

je pravno usaglašavanje u okviru Evropske unije najviše uznapredovalo. Standardni udžbenik o evropskom pravu preduzeća je Luterov u kome je ovo opisano na preko 100 stranica, a uputstvima o berzi i društvima za investiranje posvećuje čitavo treće poglavlje. Drugo poglavlje sadrži uputstva i nacрте uputstava o bankama i finansijskim institucijama.²

a) Polazište i osnov za evropsko berzansko pravo i pravo tržišta kapitala su slobode proklamovane Ugovorom o osnivanju Evropske ekonomske zajednice i to ne samo sloboda osnivanja preduzeća nego, takođe i pre svega, sloboda kretanja kapitala, član 67. i dalje, a od Ugovora o Evropskoj uniji član 73.b i dalje, danas člana 56. Ugovora o osnivanju Evropske zajednice. U meri u kojoj berzansko pravo i pravo tržišta kapitala obuhvata i finansijske posrednike koji rade na tržištu kapitala od značaja su, takođe, druge slobode komunitarnog primarnog prava, kao sloboda pružanja usluga.

b) Iz sekundarnog prava moraju se navesti druga mnogobrojna uputstva i to:

- Uputstvo o registraciji berzi iz 1979. godine;
- Prospekt o registraciji berzi - Uputstvo iz 1980. godine;
- Uputstvo o međjuizveštaju iz 1982. godine;
- Uputstvo o investicionim fondovima iz 1985. godine;
- Prospekt o emisijama - Uputstvo iz 1989. godine;
- Uputstvo o transparentnom učešću iz 1988. godine;
- Uputstvo o insider trgovini iz 1989. godine;
- Uputstvo o vršenju usluga hartijama od vrednosti iz 1993. godine;
- Uputstvo o adekvatnom kapitalu iz 1993. godine i
- Uputstvo o obeštećenju iz 1997. godine.³

c) Ovde spadaju i mnogobrojne izmene ovih uputstava kao i druga uputstva koja su u fazi predloga. Od poslednjih ovde se pominje samo predlog 13. Uputstva o preuzimanju ponuda (*take over*), o čijoj sadržini će u daljem tekstu biti više reči. Ovo Uputstvo je ovde iz tog razloga vredno pomena jer ono od Komisije čak nije navedeno u okviru berzanskog prava i

² Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, ZGR-Sonderheft 1, 4. Aufl., Berlin, New York 1996, S. 36 ff, 528-650.

³ Vidi Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, na gore pomenutom mestu, isto tako Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB, Dippel/Neutze/Schoppmann), ured., *Kreditwirtschaftlich wichtige Vorhaben der EU*, 8. Aufl., Berlin/Brüssel 2000.

prava tržišta kapitala, nego kao 13. Uputstvo u cilju ujednačavanja (harmonizacije, *angleichung*) prava društava. Po svom sadržaju tamo se ne radi pak, u prvom planu, o fenomenu prava društava, nego o transakciji na tržištu kapitala kako to već pokazuje javno preuzimanje ponude od akcionara ciljnog društva koje je notirano na berzi.

2. Načelo zaštite ulagača i modeli njegovog ostvarivanja

a) U okviru osnovnih načela koja su u temeljima evropskog prava tržišta kapitala, pre svega, se mora navesti načelo zaštite ulagača.⁴ Ono je oblikovano kao individualna zaštita za pojedinačne ulagače i kao funkcionalna zaštita za berzu, tržište kapitala i privredu. Pravila koja se odnose na pravnu regulativu tržišta kapitala mogu da u prvi plan postave ili jedno ili drugo. U modernim regulativama po pravilu se daje prednost poslednjem, što u postojećem stanju konkurencije malo iznenađuje. Švajcarska je bila u svom pragmatičnom načinu razmišljanja predvodnik naglašavanja funkcionalnog načina zaštite kao primarnog cilja regulisanja. Sa druge strane, ne može se poreći da se dobrim funkcionisanjem berze i tržišta kapitala istovremeno ostvaruje najbolja zaštita ulagača. Dakle, u pitanju su dve strane iste medalje.

b) Ako sada pogledamo kojim putevima može da krene evropsko berzansko pravo i pravo tržišta kapitala prilikom regulisanja berzi i tržišta kapitala, možemo razlikovati sledeće modele regulativa:⁵

- (1) U pravcu regulisanja sankcija za prevare sa akcijama i prevare na berzi. Ovde onda odlučujuću ulogu igra krivično pravo, pre svega opšte činjenično stanje koje predstavlja prevaru, koje je danas višestruko specijalno formirano u činjeničnom stanju prevare prilikom ulaganja kapitala.
- (2) U pravcu regulisanja položaja posrednika prodaje, dakle pravni zahtevi koji se postavljaju bankama, posrednicima (*maklerima*) na berzi i ostalim finansijskim posrednicima.

⁴ O tome Hopt, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, München 1975.

⁵ Bliže: Hopt, ZHR 141 (1977) 389, 411 ff.

- (3) U pravcu razvijanja zaštite putem publiciteta (i polaganja računa) umesto direktne regulative.
- (4) U pravcu razvijanja zaštite posebnim zahtevima koji se postavljaju u slučaju emisije i njenim emitentima sve do zadržavanja prava od strane države na davanje odobrenja.
- (5) U pravcu zaštite regulisanjem strukture tržišta. To je jedna od najoštrijih regulativa. Primer za to iz oblasti bankovnog prava predstavlja američki *Glass-Steagall Act* iz 1933, koji je propisivao sistem odvojenih banaka za razliku od sistema univerzalnih banka u SAD. Ovaj zakon je posle dugogodišnjeg otpora lobija zainteresovanih za *status quo* prestao da važi 1999. godine.

Danas na međunarodnom planu na najviše odobravanja nailaze drugi i treći način regulisanja, naime propisi o posrednicima u prodaji i publicitetu. Kod drugog načina se misli na uputstva o uslugama sa hartijama od vrednosti, kao jedno od najvažnijih uputstava prava tržišta kapitala Evropske Unije⁶, a kod trećeg načina na *ad hoc* publicitet, što u ekonomskom i dogmatskom smislu otvara teška i sporna pitanja.⁷

3. Načelo subsidijarnosti i konkurencija pravnih poredaka

a) Moderna diskusija o pravu društava, berzanskom i pravu tržišta kapitala i opštem evropskom približavanju prava razmatra načelo subsidijarnosti i konkurenciju pravnih poredaka. Načelo subsidijarnosti je kodifikovano kao načelo evropskog prava u članu 5. Ugovora o osnivanju Evropske Zajednice iz Amsterdama. Prema odredbama ovog člana Zajednica, u oblastima koji ne spadaju u njene isključive nadležnosti, može da predizima akcije samo onda, "ako i ukoliko se ne mogu na zadovoljavajući način postići ciljevi preduzetim merama na nivou država članica i stoga se isti zbog svog obima ili njihovih dejstava mogu bolje postići na nivou Zajednice."

⁶ Za dalja ukazivanja: Hopt, Zum Begriff des geregelten Marktes nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – am Beispiel von Eurex -, *Festschrift für Schimansky*, Köln 1999, 631, kao i komentar paragrafa §§ 31 ff WpHG von Koller in Assmann/Schneider, *WpHG*, 2. Aufl., Köln 1999.

⁷ O tome u komentaru § 15 WpHG von Kümpel in Assmann/Schneider, *WpHG*, na gore pomenutom mestu, i Hopt, u: *Bankrechts-Handbuch*, Bd. III, 2. Aufl., München 2001, § 107 Rn 45 ff.

Posle početne nesigurnosti danas smo saglasni o svojstvu odredbi člana 5. Ugovora o osnivanju Evropske zajednice kao važećem pravnom načelu, ali nismo saglasni po pitanju sadržaja i pojedinačnom dometa, a kamoli o njegovom procesnom i pravno-praktičnom značenju. O tome u međuvremenu postoji već prebogata literatura⁸.

b) Tema o kojoj se u najnovije vreme na međunarodnom i interdisciplinarnom nivou veoma kontroverzno diskutuje ne odnosi se na pravno načelo već, nasuprot tome, na ekonomsku i privredno-političku problematiku "konkurencije pravnih poredaka". Ne postoji, naime, samo konkurencija proizvoda i proizvođača na tržištu za robu ili odgovarajuća konkurencija usluga i davalaca usluga, već i konkurencija propisa i konkurencija njihovih donosilaca, odnosno zakona i zakonodavaca. Ova ideja je u pravnom pogledu već stara i potiče iz američkog prava društava. Tamošnji razvoj je doveo do prava o društvima u pojedinačnim državama, koje je u velikoj meri oslobođeno od restriktivnih regulativa za zaštitu investitora i poverilaca (naime u Delavaru, Njujorku i Nju Džersiju). To je prvobitno bilo kritikovano kao "konkurencija olakšica" (*competition of laxity*) i kao "trka prema dnu" (*race to the bottom*) (Carey)⁹. Protiv ovoga se danas može naići na veoma jasno suprostavljene stavove: načela liberalizacije i fleksibilnosti koja su nastali kao posledica konkurencije oko zainteresovanih grupa za osnivanje nekog društva u jednoj ili nekoj drugoj državi u kojima postoje različiti propisi o pravima društava, trebalo bi ceniti kao rezultat "trke prema dnu" (*race to the top*)¹⁰.

Ova diskusija je zatalasala i Nemačku i Evropu. Ovde u zemlji se nisu našli tako radikalni zagovornici konkurencije pravnih poredaka kao što je to bio slučaj u SAD. Za evropsko berzansko pravo i pravo tržišta kapitala ovo sporno pitanje i suprostavljene pozicije se ne mogu svrstati ni na jednu ni na drugu stranu. U svakom slučaju se i u pravu o društvima mora ići na

⁸ Primera radi: Müller-Graff, *ZHR* 159 (1995) 34; Rohe, *RabelsZ* 61 (1997) 1, 2 ff. Na kraju Hopt, *Company Law in the European Union: Harmonisation and/or Subsidiarity?*, 1 *International and Comparative Corporate Law Journal* (ICCL, 1999) 41.

⁹ Carey, W., *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 *Yale L. J.* 663 (1974).

¹⁰ Na primer: Romano, *The State Competition Debate in Corporate Law*, 8 *Cardozo L. Rev.* 709 (1987); Winter, *The Race for the Top Revisited: A Comment on Eisenberg*, *Columbia L. Rev.* 89 (1989) 1526.

deregulaciju, da bi se obezbedilo više slobode u donošenju propisa u akcionarskom pravu.¹¹

4. U vezi pitanja odgovarajućeg zakonodavstva

Na osnovu ovde (u Nemačkoj, primedba R.V.) zastupanih mišljenja¹² mogu se izdvojiti tri veoma pojednostavljena stava o tome kako bi trebalo regulisati sporna pitanja, odnosno u kom pravcu bi trebalo da ide pravna regulativa. Tako doneti propisi bi važili ne samo u evropskom pravu o društvima, berzanskom pravu i pravu tržišta kapitala, već i šire:

a) Intervencija zakonodavca ili nekog drugog donosioca normi se opravdava samo onda ako se na tržištu ne razvije spontano pravo (u slučaju zakazivanja tržišta). Do takvog zakazivanja tržišta može pored ostalog doći i zbog tržišne moći nekog učesnika (1), usled spoljnih odnosno dejstva prelivanja (*spillover effects*) (2), ako postoji takozvano javno dobro i ako postoji bojazan od dejstva slobodnog jahača (*free-rider effect*) (3), zbog asimetrije u informacijama (4), i ako su pogođena lica koja ne poznaju svoje sopstvene interese, odnosno ne mogu ih na pravi način sagledati (5). Svakako nije opravdano da se potrošači kao lica poslednje kategorije posmatraju na osnovu loših običaja. I "takav" potrošač može i mora u principu da pazi na sebe, ali to ne znači da nije potrebno doneti i posebne propise o pojedinačnoj zaštiti potrošača¹³. Isto važi i za investitore. Investitori ("ulagači kapitala") ne postoje. Pre bi trebalo da se tačno proverí da li su dotični ulagači ekonomski ili intelektualno - po informacijama slabiji i da li postoji potreba za zaštitom istih.

¹¹ U prilog ovoga: Spindler, *AG* 1998, 53; Hopt, *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht in Europa – Generalbericht* -, u: Lutter/Wiedemann, ured., *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, ZGR-Sonderheft* 13, Berlin, New York 1998, S. 123. Takode: Streit, *Systemwettbewerb im europäischen Integrationsprozeß*, in: *Festschrift für Mestmäcker*, Baden-Baden 1996, S. 521

¹² O pravnim aspektima vid: Buxbaum/Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise – Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the USA*, Berlin, New York 1988; o ekonomskim aspektima: White, *International Regulation of Securities Markets: Competition or Harmonization?* In: Lo, *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, Chicago, London 1996.

¹³ Bliže: Drexler, *Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers*, Tübingen 1998.

b) Kao što postoji zakazivanje tržišta tako postoji i zakazivanje zakonodavca, (ne funkcionisanje države ili regulativnog sistema); ako se npr. postave nejasni ciljevi (kao na primer "služiti narodu"), ako donosilac normi ima isuviše malo informacija o okolnostima koje treba regulisati ili ako branša vrši odgovarajući uticaj na zakonodavne organe (*regulatory capture*). Može se svakako zamisliti i da zakonodavac sasvim svesno želi da uvede preraspodelu, bez obzira na političke ili socijalne ili razloge druge prirode.

c) Načelno prema tome važi pretpostavka protiv regulisanja a za konkurenciju. Ova pretpostavka važi i protiv harmonizacije a za konkurenciju pravnih poredaka. Tačno je, doduše, da ova konkurencija u državama članicama, a i u Evropskoj Uniji, u stvarnosti nailazi na mnogobrojne teškoće¹⁴. Ali to ne dovodi u pitanje ovo načelo.

II Budući razvoj evropskog berzanskog prava i prava tržišta kapitala

1. Pitanja evropskog berzanskog prava

a) Prevaziđena je uobičajena predstava berze da je to jedna zgrada koja prvobitno stoji u centru grada, i često je akhitektonski gledano puna staroga duha i draži. Elektronika i ekrani marširaju ispred. Prvobitna nemačka diskusija o konkurenciji glavne berze u Frankfurtu i niza sporednih berzi, kao i oko uloge prisutne berze i maklera (posrednika, diler) kursa gubi u značaju na međunarodnom planu. Važnije postaju mogućnosti elektronskih sistema i konkurencija između prvobitnih berzi i svojinskih trgovačkih sistema. To se održava i na definiciju berze. Prvobitna insitucionalna definicija berze se mora dopuniti funkcionalnim elementima definicije¹⁵. Jasno je kao dan da i ova teška razgraničenja spadaju u evropsko berzansko pravo.

¹⁴ Zutreffend Merkt, *RabelsZ* 59 (1995) 545.

¹⁵ Više: Hopt/Baum, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, u: Hopt/Rudolph/Baum, Hrsg., *Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart 1997, S. 287, 377 ff.

b) Ali mnoga druga pitanja o reformi berzanskog prava, kao što se danas u Nemačkoj diskutuje o pripremanju Četvrtog Zakona o pospešivanju finansijskog tržišta 2000¹⁶, razmatraju se nadugačko na evropskom nivou - najmanje u tom pravcu da li treba pristupiti na evropski način ili ne. Primeri za to su:

- konkurencija berzi i uslovi za jednu takvu konkurenciju;
- zadaci za sveukupnu organizacionu strukturu berzi, pre svega da li se gleda sa evropsko-pravnog aspekta na dug period, kao što u Nemačkoj berze smeju da funkcionišu samo kao javnopravne berze i pri tome je dozvoljena javnopravna provera potreba;
- da li se monopol maklera kursa i definisanja cena nalazi u određenim rukama bilo koje države članice, bez ograničenja;
- koje evropsko pravne implikacije ima kolebljivo ponašanje država članica u vezi deregulisanja i privatizovanja berzi;
- da li bi trebalo da postoje evropska pravna načela o mogućnostima i kautelima u slučaju povlačenja sa berze, i mnogo drugoga.

2. Pitanja evropskog prava tržišta kapitala

a) Evropsko pravo tržišta kapitala, posmatrano u pravom svetlu, jeste evropsko berzansko pravo. Granična linija je skoro sasvim reglisano tržište. U stvarnom smislu pravo tržišta kapitala je Uputstvo uslugama hartija od vrednosti sa pripadajućim Uputstvom adekvatnosti kapitala i, možda treba uskoro očekivati 13. Uputstvo o preuzimanju ponuda. Na jednom drugom mestu sam se izjasnio o njihovom sadržaju i raznim stadijumima i o sadejstvu evropskog i nemačkog prava preuzimanja¹⁷. Suštinska pitanja ovog 13. Uputstva su načelo jednakog tretiranja u pogledu prava tržišta kapitala, neutralna ponuda za upravu i obavezna ponuda.

¹⁶ Hopt/Baum in: Hopt/Rudolph/Baum, op.cit., S. 287 ff; isto: Hellwig, *ZGR* 1999, 781. Takođe: Mues, *Die Börse als Unternehmen, Modell einer privatrechtlichen Börsenorganisation*, Baden-Baden 1999.

¹⁷ Hopt, *Europäisches und deutsches Übernahmerecht*, *ZHR* 161 (1997) 368; isto, *Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen – Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa –*, *Festschrift für Lutter*, Köln u.a. 2000, S. 1361.

b) Veoma važna problematika je pristup malih i srednjih preduzeća (MSP) sopstvenom kapitalu i kapitalu rizika, i to pre svega i u svakom slučaju najpre van berze¹⁸. Ovaj problem nije samo nemački problem, već se kao takav javlja i u mnogim drugim zemljama članicama, u kojima prohodnost ka berzi nije čak ni za MSP tako sama po sebi razumljiva, kao npr. u Velikoj Britaniji. Evropska komisija se već pozabavila ovim krugom problema na razne načine. Tako je npr. pre mnogo godina doneta "preporuka za poboljšanje i pojednostavljivanje osnivanja preduzeća"¹⁹. Kasnije je Komisija odredila i plan akcija za pospešivanje preduzetničke inicijative i konkurentnosti sa raznim merama (za razliku od istih u državama članicama).

c) U maju 1999. godine Komisija je razgraničila jedan okvir akcija za finansijske usluge²⁰. U njemu se pored brojnih praktičnih mera nalazi i obilje mogućnosti preduzimanja akcija na tržištu kapitala. Ove mere ne bi trebale da dovedu do većih izmena u postojećem sistemu normi, već da daju uži okvir pravila za tržište finansijskih usluga, naime za tržište firmi i privatnih klijenata. Trebalo bi i da se intenzivira saradnja između nadzornih organa unutar EU i u međunarodnom okviru. Stvaranje jednog takvog unutrašnjeg finansijskog tržišta u Evropi, koje je u stanju da u potpunosti funkcioniše, zahtevalo bi i aktivnost pored ostalog u cilju dostizanja integrisane infrastrukture, striktno primene ugovornih propisa za konkurenciju i državne subvencije, kao i u cilju otklanjanja neuravnoteženosti u poreskim tretmanima.

Pojedinačne tačke, koje se odnose na pravo tržišta kapitala, odnosno koje su relevantne za tržište kapitala, su npr.:

- međusobno priznavanje berzanskih prospekata;

¹⁸ O nemačkom shvatanju pre svih Gerke, *Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt*, Baden-Baden 1995. kao i Hopt, *Verbesserter Zugang zu Risikokapital für Existenzgründer sowie kleine und mittlere Unternehmen* Festschrift für Brandner, Köln 1996, S. 541.

¹⁹ EG-Kommission, *ABl. EG L 145/29* od 5.6.1997.

²⁰ G-Kommission, *Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan*, Brüssel, 11.5.1999, KOM (1999) 232 endg., takođe u: *ZBB* 1999, 254 ff. Za evropsko berzansko pravo Ferrarini, *The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives*, 36 *C.M.L.Rev.* 569 (1999).

- finasiranje nenotiranih novoosnovanih (mladih) preduzeća i pri tome moguće stvaranje pravne regulative za specijalizovane fondove kapitala rizika;
- upravljenje preduzećem (*corporate governance*);
- dalje harmoniziranje obaveza polaganja računa i obaveze istupanja u javnosti;
- razvijanje zajedničkog razumevanja uloge zakonskog završnog kontrolora prilikom informisanja investitora i tržišta kapitala unutar EU;
- ukidanje ograničenja investicija za upravljačka društva fonda;
- isti uslovi konkurencije za slične finansijske proizvode;
- izrada "karte nadzornih organa";
- provera regulative kapitala evropskih banaka paralelno sa Bazelskim odborom za nadzor banaka;
- ispitivanje od strane finansijskih konglomerata eventualno postavljenih pitanja;
- zatvaranje pravnih praznina u oblasti platnih sistema i sistema obračuna hartija od vrednosti.
- Komisija će dalje slediti mere koje su nagoveštene u Zelenoj knjizi u vezi pitanja poverenja korisnika prilikom pružanja finansijskih usluga.

Predstave o mnogim pojedinačnim navedenim tačkama su doduše na prvi pogled još u pokretu i više maglovite nego opipljive. Ali neke se već mogu konkretno pravno obuhvatiti. U svakom slučaju ovi planovi pokazuju u kom pravcu se dalje razvija evropsko pravo tržišta kapitala i koja bi se nova polja eventualno mogla otvoriti. Napredak koji je Evropska komisija učinila ovim planovima biće saopšten u godišnjim izveštajima²¹.

3. Pitanje nadzora evropskog berzanskog tržišta i tržišta kapitala

U literaturi i praksi se u novije vreme sve više zastupa zahtev za jednim centralnim nadzorom evropske berze i, pod određenim okolnostima, i tržišta kapitala. Evropska komisija s pravom do sada nije zauzimala čvrst stav

²¹ Na kraju: Commission of the European Communities, *Financial Services Priorities and Progress Third Report*, Brussels 08/11/2000, COM(2000) 692/2 final.

u pogledu toga. Pod znakom pitanja je i da li bi EU mogla da zauzme poseban stav (pravne osnove, princip subsidiariteta)²². U svakom slučaju ovaj zahtev nema nikakve političke šanse da se probije. Potreba prakse za izvesnom jednoobraznošću nadzora svakako da neosporno postoji. Ali ona mora da se prevaziđe i reši na drugačiji način, naime poboljšanom saradnjom nadzornih organa i, ukoliko je moguće, uputstvima o zadacima organa koji su po rangu ispod njih kao rukovodni regulator, onako kao i u evropskom pravu o bankama i hatijama od vrednosti.

4. Pitanje pravog evropskog upravljanja preduzećem (corporate governance)

Naposletku treba misliti na upravljanje preduzećem kao o mestu spajanja između prava društava i tržišta kapitala. Ranije striktno odvajanje akcionarskog prava s jedne strane i berzanskog prava i prava tržišta kapitala s druge strane, danas je konceptualno prevaziđeno u korist gledišta koje dobija komplementarnost i delimično jednakost funkcija obeju oblasti. Upravo se o tome radi kod upravljanja preduzećem, o čemu se već nekoliko godina unazad diskutuje, dakle o stručnoj kontoli upravljanja preduzećem²³. Ovo upravljanje nije samo problem obaveza u ponašanju i jemstvu upravljanja i njihovog sprovođenja od strane akcionara, već je i problem disciplinovanja uprave od strane insuticionalnih ulagača, banaka i finansijskih posrednika kao i od strane samih tržišta, naime berze i tržišta kapitala.

Ovo pitanje je ekonomski i sa aspekta pozicioniranja Evrope u transnacionalnoj konkurenciji tako centralno da malo i čudi što Komisija u Briselu razmlišlja o tome u kojoj meri bi se mogle pokazati mere prilagođavanja evropskog prava u oblasti upravljanja preduzećem (*corporate governance*). Komisija je u decembru 1997. godine u Briselu stavila na diskusiju upravljanje preduzećem kao jednu od mogućih akcionarskih oblasti. Englez *Pol Devis* se, kao izvestilac ovlašćen od strane Komisije, oprezno izjasnio za evropske mere, u svakom slučaju najpre samo za preporuku po čl. 189. Ugovora o evropskoj ekonomskoj zajednici. Primeri koje on daje po tom

²² Bliže Hoppmann, C., *EWS* 1999, 204 sa daljim upućivanjem.

²³ O tome na kraju krajeva Hopt, *ZGR* 2000, 779; Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, eds., *Comparative Corporate Governance*, Oxford 1998.

pitanju su delimično akcionarski pravni kao što su ukidanje prava maksimalnog broja glasova i većinskog broja glasova ili definisanje službovanja direktora na najduže tri godine, ali delimično idu i van toga. Tako on preporučuje da se statutom reguliše pravo istupanja manjinskih akcionara i da se paralelno uz to eventualno reguliše i pravo isključivanja većinskih akcionara od 95% glasova²⁴. Poslednja prava se po funkciji odnose na pravo tržišta kapitala. Jer, reč je o isključivanju akcionara iz društva po osnovu novčane nadoknade.

Ako bi Komisija trebalo da krene ovim putem evropeizacije upravljanja preduzećem, time se za nju otvara široko polje kako kod internog upravljanja preduzećem (suština su akcionarsko pravo, polaganje računa i provera privrede) tako i kod eksternog upravljanja preduzećem (organizacija i uredbe o ponašanju berzi i tržišta kapitala).

rad primljen 27. 01. 01.

²⁴ O tome Hopt, Harmonisierung im europäischen Gesellschaftsrecht, *ZGR* 1992, 265; isto, Europäisches Gesellschaftsrecht – Krise und neue Anläufe, *ZIP* 1998, 96; Wiesner, Europäisches Unternehmensrecht, *ZIP* 2000, 1792.