



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 28.6.2012 г.
COM(2012) 347 final

**ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ, СЪВЕТА,
ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ И КОМИТЕТА
НА РЕГИОНИТЕ**

Прилагане на Директива 2004/25/ЕО относно предложенията за поглъщане

(текст от значение за ЕИП)

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ, СЪВЕТА, ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ И КОМИТЕТА НА РЕГИОНИТЕ

Прилагане на Директива 2004/25/ЕО относно предложенията за поглъщане

(текст от значение за ЕИП)

1. ВЪВЕДЕНИЕ

1. С настоящия доклад се прави преглед на прилагането на Директива 2004/25/ЕО¹ относно предложенията за поглъщане (наричана по-долу: „Директивата за поглъщанията“ или „Директивата“) в съответствие с член 20 от нея.
2. Директивата за поглъщанията съдържа минимални насоки за поведение при предложения за поглъщане, включително при оповестяване, които са свързани с ценни книжа с право на глас от дружества, управлявани съгласно законодателството на държавите членки, като всички или някои от тези акции са допуснати до търговия на регулирания пазар.
3. Целите, преследвани от директивата за предложенията за поглъщане, са важни за финансовите пазари и за лицата, които имат интереси, свързани с дружества, регистрирани за борсова търговия. По-конкретно, Директивата има за цел:
 - Постигане на правна сигурност при получаване на предложение за поглъщане и яснота и прозрачност на общностно равнище по отношение на предложенията за поглъщане;
 - Защита на интересите на акционерите, по-специално на миноритарните акционери и на служителите, както и на други заинтересовани лица, посредством прозрачност и право на информация, когато дадено дружество е обект на предложение за поглъщане или за промяна на контролния дял;
 - Улесняване на предложенията за поглъщане посредством увеличаване на свободата при договаряне и при упражняване на правото на глас, свързано с ценните книжа на дружествата, както и предотвратяване на операции, които биха осуетили предложението;
 - Укрепване на единния пазар посредством позволяване на свободното движение на капитали в ЕС.

¹ Директива 2004/25/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 г. относно предложенията за поглъщане (ОВ L 142, 30.3.2004 г., стр. 38) На разположение на следния адрес: http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

4. Директивата за предложенията за поглъщане се базира на няколко основни принципа², с които държавите членки следва да се съобразяват при транспонирането на Директивата. Тези принципи са:
- Равнопоставено третиране на акционерите;
 - Защита на миноритарните акционери в случай на промяна на контролния дял;
 - Забрана за манипулиране на пазара или злоупотреба; както и
 - Предоставяне достатъчно време и информация на акционерите, за да вземат решение по дадено предложение.

Всякакви изключения, допускани от държавите членки по отношение на правилата на директивата, трябва да отговарят на тези принципи, както и на останалите принципи, посочени в нея.

5. В настоящия доклад се представя въздействието и прилагането на Директивата за предложенията за поглъщане (раздел 2); открояват се основните проблеми, произтичащи от прилагането на директивата (раздел 3), и се посочват няколко основни извода (раздел 4).

2. ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА ДИРЕКТИВАТА ЗА ПРЕДЛОЖЕНИЯТА ЗА ПОГЛЪЩАНЕ И НЕЙНОТО СПАЗВАНЕ

6. Според външно проучване на прилагането на Директивата за предложения за поглъщане, извършено от името на Комисията (наричано по-нататък „външното проучване“)³, Директивата не е довела до съществени промени в правната уредба на държавите членки, обхванати от проучването⁴, тъй като подобни правила вече са съществували или пък са били в процес на въвеждане на национално равнище още преди приемането на Директивата.
7. С оглед на транспонирането на допълнителните разпоредби на Директивата за предложенията за поглъщане, външното проучване, Докладът на службите на Комисията от 2007 г. относно прилагането на Директивата⁵ и допълнителни проучвания, направени от Комисията, показват, че 19 държави членки⁶ са

² Вж. член 3 от директивата.

³ Marcuss Partners, в сътрудничество с Центъра за европейски политически проучвания (Centre for European Policy Studies), юни 2012 г.; *Проучване на прилагането на Директива 2004/25/ЕО относно предложенията за поглъщане (Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids)*. Проучването може да бъде намерено на следния адрес: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm

⁴ Австрия, Белгия, Германия, Гърция, Дания, Естония, Ирландия, Испания, Италия, Кипър, Люксембург, Нидерландия, Обединеното кралство, Полша, Португалия, Румъния, Словакия, Унгария, Финландия, Франция, Чешката република и Швеция.

⁵ Работен документ на службите на Комисията. Доклад относно прилагането на Директивата относно предложенията за поглъщане, 21 февруари 2007 г., SEC(2007) 268.

⁶ Австрия, България, Кипър, Чешката република, Естония, Финландия, Франция, Гърция, Ирландия, Италия, Латвия, Литва, Малта, Португалия, Румъния, Словакия, Словения, Испания и Обединеното кралство.

транспонирани правилото за неутралност на управителните съвети⁷, а само три държави членки⁸ са транспонирани правилото за обезсилване на ограниченията⁹. В съответствие с член 12, параграф 3 от Директивата около половината от държавите членки¹⁰ позволяват на дружествата, които са обхванати от правилото за неутралност и/или правилото за обезсилване на ограниченията (чрез закон или въз основа на устава на дружеството), да не прилагат правилото, когато са изправени пред предложение за поглъщане от предложител, който не е обект на същото правило (реципрочност).

8. Във връзка с прилагането на законодателната рамка на държавите членки не са възникнали проблеми със структурното хармонизиране.
9. Според външното проучване Директивата за предложенията за поглъщане е допринесла за подобрения във връзка с нейните цели, например чрез въвеждането на правила за координация на надзорните органи по отношение на трансграничните предложения, основните принципи на директивата, правилата за оповестяване, правилото за задължително предложение, правото на оттегляне и на изкупуване.
10. Заинтересованите лица, които в хода на подготовката на външното проучване участваха в анкета за начина, по който се възприема Директивата, смятат, че Директивата за предложенията за поглъщане е полезна за правилното и ефикасното функциониране на пазара. Заинтересованите лица като цяло са удовлетворени от яснотата на правилата, включени в Директивата, и адекватността на тяхното прилагане. Като цяло заинтересованите лица смятат, че Директивата е засилила позициите на миноритарните акционери и са настроени положително към режима на оповестяване, правилото за задължителното предложение, правата на оттегляне и на изкупуване, включени в Директивата. Допитване чрез анкета за възприемането на директивата с представители на служителите показва, че те обаче са удовлетворени от Директивата в по-малка степен. По-специално, те изразяват становището, че Директивата не защитава служителите в достатъчна степен от риска от промяна в условията на труд или от съкращения на персонал.
11. Що се отнася до незадължителните разпоредби на Директивата относно предложенията за поглъщане, които регулират използването на защитните мерки, заинтересованите лица по-скоро смятат, че те са оказали слабо въздействие. Така например външното проучване показва, че заинтересованите лица смятат, че Директивата не е оказала съществено влияние върху броя на

⁷ Правилото за неутралност на управителните съвети (член 9 от Директивата) предвижда, че в периода на предложението съветът на дружеството, обект на предложението, трябва да получи предварително изрично пълномощно от общото събрание на акционерите преди предприемането на действия, които биха могли да възпрепятстват предложението.

⁸ Естония, Латвия и Литва

⁹ Правилото за обезсилване на ограниченията (член 11 от Директивата) неутрализира защитата отпреди предложението по време на поглъщането, като прави някои ограничения (като например прехвърляне на акции или ограничения за правото на глас) неработещи в периода на поглъщането и позволява на успешния предложител да свали действащия управителен съвет на дружеството, обект на предложението, и да измени неговия устав.

¹⁰ Белгия, Дания, Германия, Гърция, Испания, Италия, Люксембург, Нидерландия, Полша, Португалия, Словения, Унгария и Франция.

предложенията и че независимо от съществуването на Директивата, в Европа се прилагат голям брой защитни практики предимно преди отправянето на предложението. Те обаче споделят виждането, че има достатъчно възможности за преминаване през защитните практики, въпреки че повечето държави членки не са транспонирали правилото за обезсилване на ограниченията.

12. Трудно може да се изчисли въздействието върху икономиката на Директивата за предложенията за поглъщане, тъй като в ЕС е имало съвсем малко предложения за поглъщане след транспонирането на Директивата¹¹ поради икономическата ситуация в ЕС вследствие на финансовата криза¹². Освен това минималното хармонизиране, изисквано от Директивата, заедно с незадължителния характер на членовете, отнасящи се до защитните мерки, и възможността, дадена в член 4, параграф 5 от Директивата държавите членки да прилагат дерогация от директивата, доведе до голямо многообразие от национални правила в областта на предложенията за поглъщане.

В по-общ план икономическият анализ¹³ показва, че въпреки че предложенията за поглъщане на теория насърчават икономическата ефективност, на практика случаят не е винаги такъв, тъй като не винаги са изпълнени условията за рационално поведение, отлично информирани пазарни участници и отсъствие на транзакционни разходи (т.е. предложенията за поглъщане могат да бъдат отправяни с цел изграждане на империя, а акционерите може да се окажат недостатъчно информирани, трансакционните разходи да са високи и да е налице натиск за сключване на сделка). Освен това някои разпоредби на Директивата, като например правилото за неутралност на управителните съвети, правилото за обезсилване на ограниченията и правото на оттегляне улесняват предложенията за поглъщане, докато други разпоредби, като например правилото за задължително предложение, могат да ги обезкуражат¹⁴.

13. Сравнение с трети държави¹⁵ показва, че законодателството за предложенията за поглъщане в тези държави се основава на принципи, сходни с тези на Директивата за предложенията за поглъщане. Изключение е принципът за защита на служителите чрез право на информация, който като цяло отсъства в изследваните трети държави. Правилата за продължителността на предложението за поглъщане и информацията, която трябва да бъде предоставена, са сходни в ЕС и в третите държави. Законодателствата на най-добре проучените трети държави, с изключение на САЩ, съдържат правилото за задължително предложение или подобно на него, според което прагът за контрола обикновено е около 30 % или една трета, което също така е сходно с правилата в ЕС (Директивата за предложенията за поглъщане оставя на държавите членки определянето на контролните прагове, но повечето държави членки са избрали 30 % или една трета). Що се отнася до защитните мерки, сравнението показва, че те се използват във всички изследвани трети държави и че повечето от тези държави (с изключение на САЩ) имат правило,

¹¹ С изключение с пика при поглъщанията, отбелязан през 2007 г., вж. фиг. 2 в приложението.

¹² Вж. фиг.1 и фиг.2 в приложението към настоящия доклад.

¹³ Вж. глава 4 от външното проучване.

¹⁴ Вж. фиг. 3 в приложението към настоящия доклад.

¹⁵ Външното проучване включва следните трети държави: Австралия, Канада, Китай, Хонконг, Индия, Япония, Русия, Швейцария и САЩ.

аналогично на правилото за неутралност на управителния съвет. Същевременно обаче във всички изследвани трети държави липсва еквивалент на правилото за обезсилване на ограниченията. Що се отнася до правата на оттегляне и на изкупуване, подобни правила липсват у малък брой от изследваните трети държави. Същевременно обаче са налице други механизми, които имат сходно въздействие (напр. акции с подлежащо на поискване изплащане в Япония, задължителни придобивания в Австралия и касови сливания в Швейцария). Някои трети държави също така предлагат възможността за придобиване на пълна собственост над дружество посредством схеми за уреждане.

14. Член 20 от Директивата за предложенията за поглъщане инструктира Комисията да включи в своя преглед на Директивата обзор на контролните структури и бариери пред предложенията за поглъщане, които не са обхванати от Директивата. Външното проучване разглежда пирамидалните структури¹⁶ и взаимното притежаване на акции, които не са обхванати от Директивата за предложенията за поглъщане. Проучването е установило, че 18,1 % от регистрираните за борсова търговия дружества, включени в проучването, имат пирамидални структури, а 3,5 % са с взаимно притежаване на дялове¹⁷. Това съответства на факта, че континенталните акционерни структури в ЕС до голяма степен се основават на блокиращи пакети акции. В него се прави изводът, че въпреки че пирамидалните структури остават популярен механизъм за запазване на контрола върху дружество с по-малко капитал, и двата механизма се смятат за слаба защита срещу поглъщания. Във външното проучване също така се отбелязва, че други възможни бариери пред поглъщанията, като например специфични за сектора правила, публични фондове, процедури за съвместно управление и притежание на акции от страна на служителите, не създават силни или неоправдани пречки¹⁸.

3. ПРЕГЛЕД НА ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА ДИРЕКТИВАТА: ВЪЗНИКНАЛИ ВЪПРОСИ

15. При прегледа на действието на Директивата за предложенията за поглъщане възникнаха редица въпроси.
16. На първо място, съществуват някои опасения относно правната сигурност на концепцията за „съгласувани действия“ и нейното прилагане от националните регулаторни органи. Концепцията за „съгласувани действия“ е подходяща при преценяването на това дали контролният праг е прекрачен и следователно за оценка на това дали е налице задължение за отправяне на задължително предложение. Член 2, параграф 1, буква г) от Директивата за предложенията за поглъщане определя „съгласуваните действия“ като:

„физически или юридически лица, които сътрудничат на предложителя или на дружеството, обект на предложението, въз основа на споразумение, било то

¹⁶ Пирамидалните структури представляват структури, при които субектът притежава контролен дял в дружество, което държи контролен дял от друго дружество, което пък от своя страна държи контролни дял от трето дружество и т.н.

¹⁷ Вж. фиг. 4 в приложението към настоящия доклад.

¹⁸ Вж. стр. 48 и стр. 267 от външното проучване.

явно или негласно, устно или писмено, насочено към придобиване на контрол върху дружеството, обект на предложението, или към осуетяване на успешния изход от предложението“;

Държавите членки транспонираха дефиницията по различен начин. Така например, някои държави членки¹⁹ се придържат тясно към определението, дадено в Директивата за предложенията за поглъщане, а други²⁰ са включили елементи от определението за „съгласувани действия“, дадено в Директивата за прозрачност²¹. Освен това концепцията „съгласувани действия“ също така е включена в Директивата за придобиванията²². Определението на термина в най-общ вид, включено в насоките от ниво 3 на Директивата за придобиванията²³ обаче не се използва от регулаторните органи във връзка с предложенията за поглъщане. За да бъде ограничена несигурността около прилагането на концепцията за „съгласувани действия“ някои национални регулаторни органи²⁴ са издали тълкувателни насоки или презумпции. Съдържанието на тези насоки обаче не е едно и също. Съществуването на различни определения и тълкувания на национално равнище е източник на несигурност за чуждестранните инвеститори, които желаят да си сътрудничат помежду си, а това може да окаже ограничителен ефект върху тяхното желание да се ангажират активно с инвестиционни дружества. Това бе потвърдено и от коментарите на Зелена книга — Европейска рамка за корпоративно управление²⁵, в които се изразява становището, че е необходимо допълнително разясняване на действащите разпоредби относно „съгласуваните действия“²⁶

17. На второ място, широкият обхват на националните дерогации от правилото за задължително предложение повдига въпроса за това дали правилото за задължително предложение защитава адекватно миноритарните акционери в ситуации на промяна на контрола. Член 4, параграф 5 от Директивата за предложенията за поглъщане позволява на държавите членки да извършват дерогации от правилата на Директивата при следните условия:

¹⁹ Напр. Австрия, Кипър, Дания, Италия, Унгария, Ирландия, Люксембург, Нидерландия, Словакия и Обединеното кралство.

²⁰ Напр. Белгия, Финландия, Франция, Германия, Полша, Португалия, Румъния, Испания и Швеция.

²¹ Директива 2004/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно хармонизиране на изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар. Член 10, буква а) от Директивата определя „съгласуваните действия“ като: „трета страна, с която това лице е сключило споразумение, което го задължава да възприеме, чрез съгласувано упражняване на притежаваните права на глас, постоянна обща политика по отношение на управлението на въпросния издател“.

²² Директива 2007/44/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно процедурните правила и критериите за оценяване за предварителната оценка на придобиванията и увеличението на участия във финансовия сектор

²³ Съгласно ръководството на равнище три по Директивата за придобиванията се смята, че лицата „действат съвместно“, когато: „всеки от тях реши да упражнява правата си, свързани с акциите, които придобива във връзка с изрично или имплицитно споразумение между тях.“

²⁴ Напр. Италия и Обединеното кралство,

²⁵ Зелена книга — Европейска рамка за корпоративно управление, 4 април 2011 г.; COM(2011) 164 окончателен. На разположение е на следния адрес: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2

²⁶ Виж: Становище на получените мнения, обобщение на отговорите на Зелената книга относно европейската рамка за корпоративно управление. Документът може да бъде намерен на следния адрес: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

„При условие, че се съблюдают принципите, определени в член 3, параграф 1, в правилата, които установяват или въвеждат съгласно настоящата директива, държавите членки могат да предвидят дерогации от тези правила:

като включат такива дерогации в своите национални правила, за да имат предвид обстоятелства, определени на национално ниво и/или

ii. като предоставят на своите контролни органи, когато последните са компетентни, правомощия да освобождават от спазване на такива национални правила, за да се вземат предвид обстоятелствата, посочени в i), или при други специфични обстоятелства, в който случай следва да се изисква мотивирано решение.

Всички държави членки, включени във външното проучване са извършили дерогации от правилото за задължително предложение. Дерогациите могат да бъдат разделени в няколко категории²⁷.

- Правомощия на националните надзорни органи за предоставяне на изключение. Само няколко държави членки²⁸ са се възползвали от тази възможност;
- Процедури за отмяна, при които акционерите могат да решат да отменят задължение за отпращане на задължително предложение;
- Технически дерогации, като например дерогация от отворени схеми за колективно инвестиране (които са извън обхвата на Директивата), които не ограничават приложното поле на правилото за задължително предложение, както е предвидено в Директивата;
- Ситуации, при които няма реална промяна на контролния дял, например когато промяната на контролния дял е временна или придобиването става в рамките на една и съща група или на група за „съвместни действия“. Тези дерогации не засягат целта на директивата да защити миноритарните акционери при промяна на контрола;
- Защита на интересите на предложителя или на акционер с контролно дялово участие, например когато промяната на контрола е в резултат на доброволен акт, придобиването е косвено или вследствие на лично събитие, като например наследяване;
- Защита на интересите на кредитора, например в ситуации, при които придобиването е в резултат на упражняването на финансова гаранция от страна на кредитор;

²⁷ Таблица с различните дерогации от правилото за задължително предложение и държавите, в които те са използвани, може да бъде видяна на стр. 152 от външното проучване. Докладът обобщава най-разпространените дерогации и ги разпределя по категории.

²⁸ Финландия, Ирландия и Обединеното кралство. В Германия WaFin има ограничени правомощия за отмяна на задължително предложение, докато във Франция Апелативният съд потвърди решение на AMF за прилагане на изключение.

- Защита на интересите на заинтересованите лица, например при финансови затруднения на инвеститора, когато контролът е придобит посредством специфичен вид корпоративна сделка, като например сливане или схема за уреждане, или когато контролът се придобива в резултат на продажбата на ценни книжа от страна на държавата.

Като се има предвид многообразието от различни национални дерогации от правилото за задължителното предложение, не винаги е ясно как може да бъде гарантирана защитата на миноритарните акционери. Както следва от член 4, параграф 5 от Директивата, държавите членки, които предвиждат дерогации от правилата на Директивата, трябва да спазват основните принципи на Директивата. Един от основните принцип предвижда, че ако едно лице придобие контрол от дружество, останалите държатели на ценни книжа трябва да бъдат защитени (член 3, буква а) от Директивата). Директивата не определя как държавите членки следва да подсигурят спазването на нейните основни принципи..

18. Трето, член 5, параграф 2 от Директивата за предложенията за поглъщане предвижда, че когато контролът е придобит вследствие на доброволно предложение, отправено към всички притежатели на ценни книжа за всички техни дялове, задължението да се излезе с предложение вече не се прилага. Комисията обърна внимание, че освобождаването може да се използва от предложителите, за да се избегне необходимостта от отправяне на задължително предложение за справедлива цена. Предимството за предложителя е, че Директивата не регулира цената на доброволното предложение. Освобождаването за ситуации, при които контролът е бил придобит в резултат на доброволно предложение, предполага, че предложената цена е била достатъчно висока, за да убеди значителна част от акционерите да приемат предложението, в противен случай предложителят не би могъл да придобие контролно дялово участие чрез предложението. Ако обаче предложителят вече притежава дял, който е много близо до прага за контролен дял, необходими са само няколко акционери, които да предложат своите акции на предложителя, за да бъде прекрачен прагът на контролния дял. Ето защо, дори и ако предложителят предложи много ниска цена, той вероятно ще придобие контролен дял чрез доброволно предложение и така ще може да използва изключението от правилото за задължително предложение. В този случай миноритарните акционери не могат да участват в контролната премия. В някои държави членки обаче тази възможност не е достъпна, тъй като националното законодателство предвижда предложението да е обвързано с условието, че предложителят придобива минимален процент²⁹ от акциите или последващите придобивания на акциите задействат задължителното предложение³⁰.

Също така се смяташе, че предложителите могат да придобият контролен дял без да е необходимо да отправят задължително предложение, като поддържат

²⁹ Така например в Обединеното кралство предложението е обвързано с условието предложителят да придобие най-малко 50 % от акциите.

³⁰ Прегледът на националните разпоредби, определящи кога съответното придобиване задейства задължението за отправяне на предложение, е на стр. 130 от Външното проучване.

своя дял малко под контролния праг, докато на практика са в състояние да контролират дружеството, или чрез придобиване на деривативна позиция³¹.

19. Четвърто, с оглед на незадължителните членове на Директивата за предложенията за поглъщане, може да се направи изводът, че въпреки че правилото за неутралност на управителния съвет може да бъде сметено за известен успех,³² правилото за обезсилване на ограниченията не е толкова успешно, като се има предвид, че е транспонирано от три държави членки. При приемането на Директивата идеята беше, че акционерите могат да настояват за прилагането на незадължителните клаузи на доброволни начала от дружествата, в случаите, в които държавите членки са решили да не ги транспонират. Но изглежда случаят не е такъв. Ето защо може да се направи заключението, че Директивата не е много ефективна що се отнася до регулирането на прилагането на защитни мерки. Този извод беше потвърден от заинтересованите лица. Те обаче посочиха, че независимо от липсата на транспониране на правилото за обезсилване на ограниченията, има достатъчно възможности за преминаване на защитите срещу придобиване.
20. Пето, Директивата за придобиванията изисква представителите на служителите на дружеството, обект на предложението и на предложителя, да бъдат информирани подробно в случай на предложение за поглъщане³³. Информацията, предоставена на представителите на служителите, следва да включва изявление с намеренията на предложителя що се отнася до бъдещето на дейността на дружеството, обект на предложението, както и на бъдещето на самия предложител, с оглед на въздействието върху заетостта и условията на заетостта³⁴. Необходимо е също така и изявление с намеренията от страна на ръководството на дружеството, обект на предложението, относно предложението и въздействието върху заетостта³⁵. Външното проучване показва, че представителите на служителите не са удовлетворени от начина, по който Директивата защитава интересите на служителите. Те посочват, че не винаги необходимата информация е предоставяна навреме или пък не съответства на информационните нужди, както и че предложенията за поглъщане имат сериозно въздействие върху условията на труд и съкращаването на персонал. Освен това според тях след предложението няма контрол върху изпълнението на ангажиментите, които предложителят е поел в информацията, разпространена в хода на процедурата по предлагането. Това обаче не се регламентира от Директивата.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

21. Настоящият преглед на действието на Директивата за предложенията за поглъщане показва, че като цяло режимът, установен с Директивата, работи

³¹ Предложението за промяна на Директивата за прозрачността вече включва задължението за оповестяване на деривативни позиции. Виж: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf

³² Вж. параграф 7 от настоящия доклад)

³³ Вж. член 6, параграфи 1 и 2 и член 8, параграф 2 от Директивата.

³⁴ Вж. член 6, параграф 3, буква и) от Директивата.

³⁵ Вж. член 9, параграф 5 от Директивата.

удовлетворително. Не са възникнали структурни проблеми на спазването във връзка с прилагането на правната рамка в държавите членки. Заинтересованите лица като цяло са доволни от яснотата на правилата, включени в Директивата, и от уместността на тяхното привеждане в действие; те смятат Директивата за полезна за правилното и ефикасно функциониране на пазара. Във външното проучване се посочва, че Директивата за предложенията за поглъщане е допринесла за подобренията във връзка с нейните цели.

22. Въпреки това има области, в които правилата на Директивата за предложенията за поглъщане се нуждаят от допълнително изясняване, за да може да се подобри правната сигурност за засегнатите страни и ефективното упражняване на правата на (миноритарните) акционери.
23. Първо, **понятието за „съвместни действия“** може да бъде уточнено на равнище ЕС, за да се подсили по-голяма правна сигурност на международните инвеститори до степен, която позволява те да сътрудничат помежду си без това да бъде смятано за „съвместни действия“ и да поемат риска да стане необходимо отправянето на задължително предложение. Пояснението би могло да бъде направено например чрез разработването на ръководни насоки от Комисията и/или ЕОЦКП. Такова пояснение ще даде повече възможности на акционерите да държат управителните съвети отговорни за техните действия и да насърчават стандартите за добро корпоративно управление на публично търгуваните дружества в ЕС. Това обаче не следва да ограничи възможността на компетентните органи да задължат стремящите се към контролен дял страни, които действат съвместно, да приемат правните последици от своите съвместни действия. Възможни инициативи в тази сфера ще бъдат в съответствие с целите на Зелената книга на Комисията относно европейската рамка за корпоративно управление и съобщението „За Акт за единния пазар“³⁶ с цел насърчаването на дългосрочно, устойчиво приобщаване към каузата на устойчивия растеж на европейския пазар. Комисията възнамерява през октомври 2012 г. да обяви какви мерки предвижда да предприеме в тази област.
24. Второ, прегледът показва, че е налице широко многообразие от **национални дерогации от правилото за задължително предложение** и че не винаги е ясно как се спазва основният принцип на директивата, който изисква защита на миноритарните акционери при промяна на контролния дял, когато се прилага национална дерогация. Като възможна следваща стъпка Комисията възнамерява да направи допълнително проучване за защитата на миноритарните акционери при прилагане на национална дерогация от правилото за задължително предложение. Наистина е необходима повече информация относно обхвата на прилагането на национални дерогации от правилото за задължително предложение, относно степента, в която националните дерогации ограничават защитата на миноритарните акционери при промяна на контролния дял, а където е уместно — и за наличие в националното законодателство на алтернативни механизми за защита на миноритарните акционери при промяна на контролния дял. Ако след

³⁶ Съобщение „За Акт за единния пазар“, април 2011 г., COM(2011) 206 окончателен Документът може да бъде намерен на следния адрес: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:BG:PDF>

извършването на проучването се окаже, че защитата на миноритарните акционери е недостатъчна, Комисията ще предприеме необходимите стъпки (напр. чрез процедурите за нарушение) за възстановяването на ефективното прилагане на този основен принцип на директивата.

25. Трето, прегледът показва, че изключението от прилагането на правилото за задължително предложение, включено в Директивата за предложенията за поглъщане, в ситуации, при които контролният дял е бил придобит вследствие на **доброволно предложение за всички акции на дружеството**, е създадо възможност предложителите да заобиколят правилото за задължително предложение посредством придобиването на дял, близък до прага на задължителното предложение и тогава да отправят доброволно предложение за по-ниска цена. В резултат на това предложителят прекрачва прага за задължителното предложение без да даде достатъчно възможност на миноритарните акционери да напуснат дружеството и да участват в разделянето на контролната премия. Този подход определено не съответства на целта на Директивата да защити миноритарните акционери при промяна на контролния дял, въпреки че формално тя не нарушава „буквата“ на Директивата³⁷. Примери в националното законодателство, като, да речем, праговете за задължително предложение³⁸ или минимални условия за приемане на предложения за поглъщане, показват, че има възможности за предотвратяване използването на този подход³⁹. Комисията ще вземе съответните мерки за предотвратяване на използването на този подход в ЕС, като например чрез двустранни обсъждания със съответните държави членки или чрез препоръки на Комисията.
26. Четвърто, с оглед на незадължителните **член 9 и член 11 от Директивата за предложенията за поглъщане** прегледът показва, че въпреки че много държави членки са транспонирали правилото за неутралност на управителните съвети (член 9), случаят с правилото за обезсилване на ограниченията (член 11) не е такъв⁴⁰. Неприлагането на незадължителните правила обаче изглежда не е представлявало сериозна пречка пред предложенията за поглъщане в ЕС, като се има предвид, че акционерите показаха, че има достатъчно възможности за преминаване през защитата от поглъщане. В тази връзка, а също така като се има предвид липсата на икономически доказателства, които да оправдаят промяната на ситуацията, не изглежда подходящо на този етап да се правят задължителни онези членове от Директивата, които понастоящем са незадължителни.
27. И накрая, представители на служителите изразиха неудовлетворението си от начина, по който Директивата за предложенията за поглъщане защитава **правата на служителите** при поглъщане и по-специално що се отнася до риска от промените в условията на труд и броя на работните места. Комисията ще продължи диалога си с представителите на служителите, за да потърси

³⁷ Вж. член 5, параграф 2 от Директивата, който изрично изключва от задължението за отправяне на предложение придобивания, следващи доброволно предложение за всички акции на дружеството.

³⁸ Вж. стр. 130 от външното проучване за обзор на допълнителните прагове.

³⁹ вж. стр.146 от външното проучване.

⁴⁰ Вж. параграф 7 от настоящия доклад.

възможности за подобрения. Тя също така допълнително ще проучи практическия опит с разпоредбите на Директивата, които изискват оповестяване на намеренията на предложителя що се отнася до бъдещата дейност на дружеството и условията на заетост, които предлага, намеренията на управителния съвет на дружеството, обект на предложение, както и оповестяване на информация относно финансирането на предложението и самоличността на предложителя⁴¹.

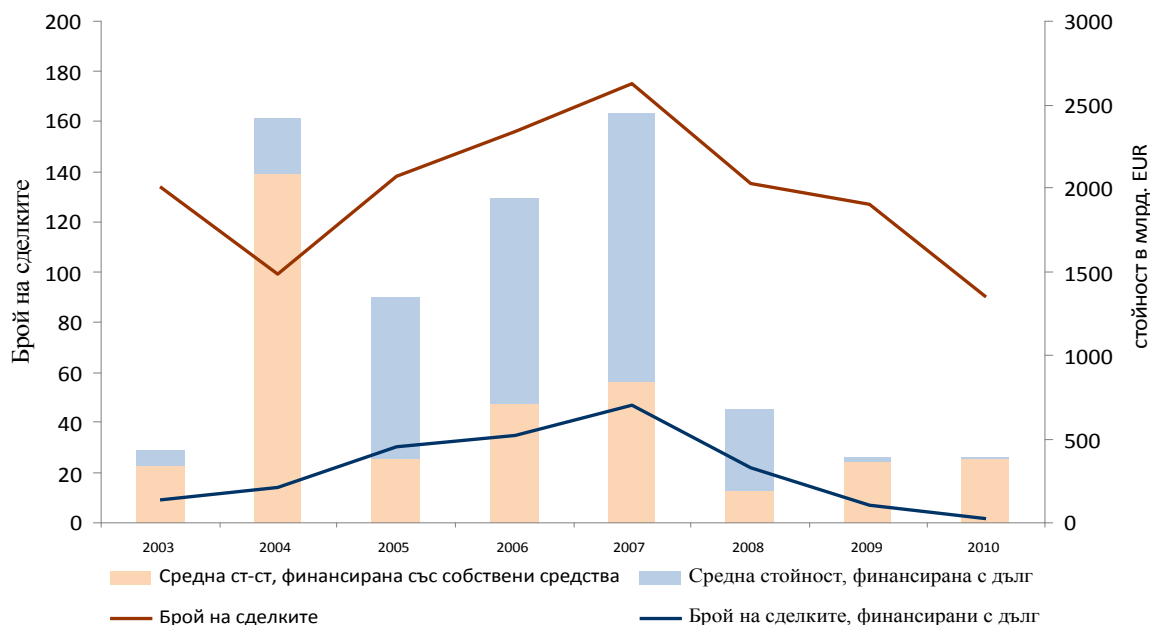
28. Държавите членки, Европейският парламент, Европейският икономически и социален комитет и други заинтересовани страни се приканват да изразят своите виждания относно прегледа, представен в настоящия доклад.

⁴¹ Вж. член 3, параграф 1, буква б), член 6, параграф 3, букви и), л) и м) и член 9, параграф 5 от Директивата.

ПРИЛОЖЕНИЕ КЪМ ДОКЛАДА НА КОМИСИЯТА ЗА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ, СЪВЕТА, ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ И КОМИТЕТА НА РЕГИОНИТЕ

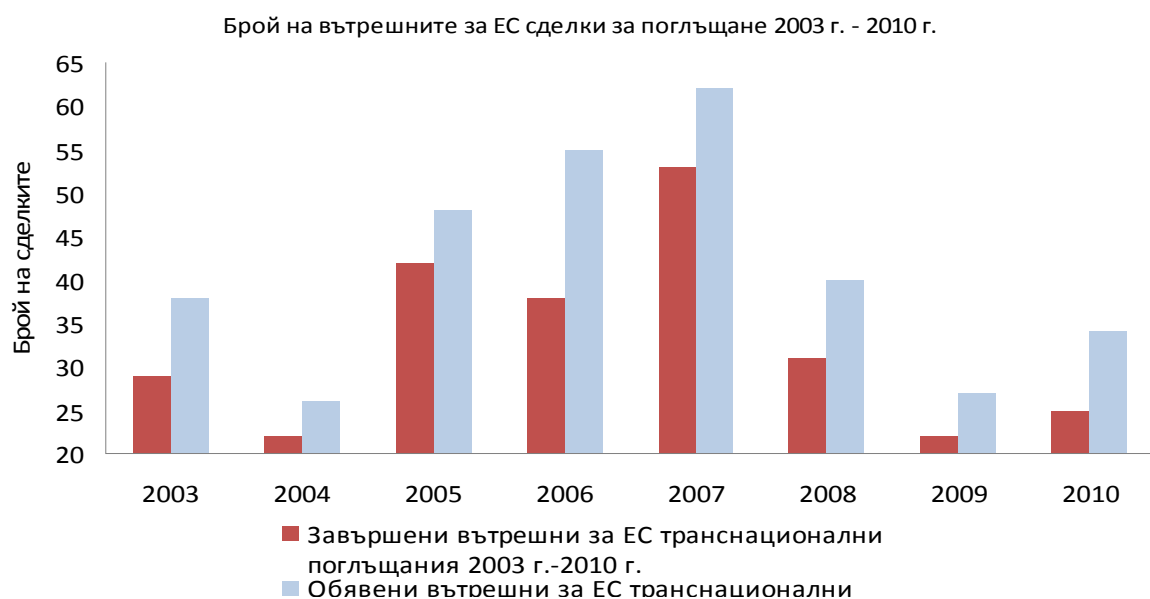
Прилагане на Директива 2004/25/ЕО относно предложенията за поглъщане

Фиг.1 Развитие на поглъщанията в Европа



Източник: Външно проучване, стр. 284

Фиг.2 Брой на сделките за поглъщания, вътрешни за ЕС, 2003—2010 г.



Източник: Външно проучване, стр. 285

Фиг.3 Въздействие на регламента за поглъщанията (+ връзка и интензивност)

| | Обем на поглъщанията | | Защита на (понижарните) акционери | | Непропорционалност между собственост и контрол | |
|--|----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|---|-----------------------------|
| | КОНЦЕНТРИРА НА СОБСТВЕНОСТ | РАЗПРЕДЕЛЕНА СОБСТВЕНОСТ | КОНЦЕНТРИРАНА СОБСТВЕНОСТ | РАЗПРЕДЕЛЕНА СОБСТВЕНОСТ | КОНЦЕНТРИРАНА СОБСТВЕНОСТ | РАЗПРЕДЕЛЕНА СОБСТВЕНОСТ |
| Правило за задължителното предложение | - | -- | ++ | + | + | ++ |
| Прозрачност на собствеността | + | ++ | + | ++ | - | - |
| | - | -- | | | | |
| Правило на отделяне | ++ | + | - | - | + | + |
| Правило на изкупуване | -- | - | ++ | + | -- | - |
| Правило за обезсичване на ограниченията | ++ | + | ++ | + | ++ | + |
| Правило за неутралност на управителния съвет | ++ | + | + | - | + | ++ |

Източник: Външно проучване, стр. 29

Фиг.4: Бариери пред поглъщанията, които не са обхванати от Директивата за предложенията за поглъщане. Процент на дружествата, които имат пирамидална структура или взаимното притежаване на акции.

| Пирамиди | | |
|------------------------------|--------------------------------------|--------|
| Общо | Новорегистрирани за борсова търговия | Всичко |
| 18,1% | 27,5% | 20,5% |
| Взаимно притежаване на акции | | |
| Общо | Новорегистрирани за борсова търговия | Всичко |
| 3,5% | 0% | 2,6% |

Източник: Външно проучване, стр. 48