

# Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava

---

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2009, 30, 135 - 170**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:534774>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-01**

**PRAVRI**

Pravni fakultet Faculty of Law



Sveučilište u Rijeci  
University of Rijeka

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Law](#)  
[- Repository University of Rijeka, Faculty of Law](#)

**uniri** DIGITALNA  
KNJIŽNICA

  
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

## POVREDA OBVEZE OBJAVE PODATAKA NA TRŽIŠTU KAPITALA I SPOROVI ULAGATELJA (DIONIČARA) PROTIV UVRŠTENIH DRUŠTAVA

Dr. sc. Edita Čulinović Herc,  
izvanredna profesorica  
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 339.72:347.72.031  
Ur.: 7. siječnja 2009.  
Pr.: 26. veljače 2009.  
Izvorni znanstveni članak

*Dionička društva, koja su uvrštena na burzu, objavljuju temeljem Zakona o tržištu kapitala o sebi brojne informacije. Te se informacije mogu grupirati u tri temeljne skupine. U prvoj skupini nalaze se objave prilikom izlaska na primarno tržište. Kada dioničko društvo ide u prvu javnu ponudu svojih vrijednosnih papira, informacije koje tada treba objaviti sadržane su u prospektu. U drugoj skupini, nalaze se periodične objave ili objave na sekundarnom tržištu. Do njih dolazi kada se izdavatelj, već uvrstio na burzu, odnosno koji je prošao već inicijalnu ponudu vrijednosnih papira, te u unaprijed utvrđenim vremenskim razmacima objavljuje financijska izvješća. U trećoj skupini nalaze se tzv. ad hoc objave budući da se one ne objavljuju u nekim unaprijed utvrđenim vremenskim razmacima, već onda kada nastanu. To je slučaj s cjenovno osjetljivim informacijama. Ako društvo objavi neistinitu ili nepotpunu informaciju ili je ne objavi pravovremeno ulagatelji mogu pretrpjeti štetu, a to, naravno, daje povoda sporu u kojem će ulagatelji zahtijevati od izdavatelja i/ili drugih odgovornih osoba naknadu štete. S obzirom na to da su takve povrede na inozemnim tržištima kapitala izazvale val kolektivnog parničenja, u radu se analizira o kojim se sporovima radi, tko ima aktivnu, a tko pasivnu legitimaciju te koji su sudovi nadležni za rješavanje takvih sporova. Svi se ovi elementi u radu ispituju na širokom komparativnom uzorku. Otvorena je rasprava o pitanju trebaju li u našem pravu novi procesnopravni instrumenti za rješavanje ovih sporova, gdje se na aktivnoj strani može pojaviti i nekoliko tisuća dioničara, s obzirom na izložena komparativna iskustva posebice njemačkog prava. Također se pledira da se svi ovi sporovi de lege ferenda stave u nadležnost trgovačkog suda s obzirom na to da sadašnja pravila vode podijeljenoj nadležnosti općinskog i trgovačkog suda ovisno o tomu tko se nalazi na aktivnoj, a tko na pasivnoj strani.*

**Ključne riječi:** tržište kapitala, kolektivne tužbe, uvrštena dionička društva, prospekt, povlaštene informacije, odgovornost izdavatelja

## 1. Uvod

S donošenjem sada već opsoletnog Zakona o tržištu vrijednosnih papira (ZTVP) 2002.<sup>1</sup> godine otvorio se novi katalog pravozaštitnih zahtjeva dioničara, odnosno ulagatelja prema javnom dioničkom društvu. Radilo se o zahtjevima koje postavljaju dioničari, tj. ulagatelji ako dioničko društvo ne ispunjava obvezu objavljivanja informacija koje po zakonu mora objavljivati zbog toga što su njegovi vrijednosni papiri uvršteni na burzu. S donošenjem novog Zakona o tržištu kapitala<sup>2</sup> svi su ti instituti zaštite ulagatelja *vis-à-vis* izdavatelja preuzeti, doručeni, a pridodani su im još neki instituti. Kako obveza objavljivanja pojedinih podataka postoji samo u odnosu na uvrštena društva, tužbe ulagatelja zbog povrede dužnosti objave, zapravo su regulatorna dopuna onim pravozaštitnim zahtjevima koje dioničari postavljaju prema dioničkom društvu temeljem propisa sadržanih u Zakonu o trgovačkim društvima.<sup>3</sup>

Radi se, dakle o obvezi dioničkog društva da objavljuje određene podatke, koja se u komparativnom pravu naziva *mandatory disclosure*.<sup>4</sup> Dio tih objava vezan je uz objavu podataka u prospektu, a dio njih se odnosi na objavljivanje podataka u financijskim izvješćima ili podataka koji se smatraju povlaštenim informacijama i sl. Ulagateljska javnost nije nakon donošenja ZTVP-a te objave percipirala kao instrumente zaštite svojih prava, a izdavatelji vrijednosnih papira su ih mehanički ispunjavali, s obzirom na to da je neispunjavanje tih obveza povlačilo za sobom mjere Komisije za vrijednosne papire kao nadzornog tijela, koja je podnosila prekršajne prijave protiv društava. U početku primjene ZTVP-a prevladavala je percepcija da se te obveze moraju izvršavati radi mogućih sankcija nadzornog tijela.

U međuvremenu je koncept javnih dioničkih društava napušten, jer se s donošenjem novog Zakona o tržištu kapitala obveza prisilnog uvrštenja ukida. Ta društva nisu više obveznici prisilne kotacije samom činjenicom da njihov kapital prelazi određeni iznos, a pritom imaju disperziranu dioničarsku strukturu, već samo ako nude dionice javnom ponudom, a na to ih nitko ne može prisiliti. S obzirom na to da je prilikom uvođenja tog koncepta bilo otpora, pa su dionička društva – obveznici uvrštenja, smanjivala temeljni kapital ili konsolidirala svoju dioničarsku strukturu ili se jednostavno preoblikovala u društva s ograničenom odgovornošću, bit će zanimljivo pratiti hoće li ukidanje obveze uvrštenja predviđeno novim zakonom dovesti do masovnog *delistinga* s burze.

<sup>1</sup> NN, br. 84/02., 138/06. a od 31.12.2008. izvan snage.

<sup>2</sup> Zakon o tržištu kapitala, NN, br. 88/08.

<sup>3</sup> Zakon o trgovačkim društvima, NN br. 111/93., 34/99., 118/03., 107/07. Vidi rad Čulinović-Herc, Obveza dioničkog društva da objavljuje podatke i obavještava treće osobe, *Zbornik radova XLI susreta pravnika u gospodarstvu 2003*, str. 57-96.

<sup>4</sup> Čulinović-Herc, *Objave i obavijesti javnog dioničkog društva prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira i Zakonu o preuzimanju dioničkih društava*, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu*, 40 (2003), 3-4, 289-319.

Bez obzira na to što se može očekivati smanjenje broja uvrštenih društava, novi alternativni oblici trgovanja (multilateralne trgovinske platforme) zadržat će određeni broj društava na tržištu kapitala, kada se bude vidjelo na koji način će ta nova tržišna infrastruktura zaživjeti. Naime, stvaranjem istog institucionalnog aparata u cijeloj ujedinjenoj Europi, zahvaljujući MiFID-u,<sup>5</sup> doći će do još većeg prožimanja i povezivanja malih partikularnih tržišta, tim više što se načelo koncentracije (ponude i potražnje) na jednom mjestu trgovanja sve više relativizira.<sup>6</sup>

S obzirom na izmijenjenu sliku domaćeg tržišta kapitala, koje su obilježile dvije velike javne ponude vrijednosnih papira (INA i T-HT), prekogranično preuzimanje Plive s dvije konkurentske ponude, snažan rast, a nakon toga, srozavanje prinosa investicijskih fondova te utjecaj globalne krize na domaće tržište, ulagatelji postaju oprezniji i više se koriste svojim pravima. Po zakonu velikih brojki, na ukupan volumen trgovanja, ići će i pripadajući broj sporova, budući da se percepcija ulagatelja mijenja. Lavina koju su pokrenuli *Enron* i ostali financijsko-računovodstveni skandali, koji su početkom milenija prodrмали američko tržište kapitala, a ubrzo nakon toga i europsko (Parmalat), otvorila je eru kolektivnog parničenja, ne samo prema izdavateljima vrijednosnih papira nego i prema osobama koje su sudjelovale u evaluaciji vrijednosti njihove imovine (revizori, financijski analitičari, agencije za kreditni rejting i sl.). U Njemačkoj, nakon burzovnog pada *Neuer Markta* uslijedile su parnice u kojima su dioničari tražili zaštitu svojih prava, ali još uvijek u podnormiranom regulatornom okruženju jer osim relativno dobro razvijene sudske prakse o odgovornosti iz prospekta, čvršćeg supstancijalnog oslonca za tužbe zbog neistinitih podataka u financijskim izvješćima nije bilo.

Zakon o tržištu kapitala temeljito uređuje dužnost objavljivanja godišnjih, polugodišnjih i tromjesečnih financijskih izvješća, informacije o promjenama u postotku glasačkih prava, objave povlaštenih informacija, a isto tako i dužnost

<sup>5</sup> Europski parlament i Vijeće su 21.04.2004. godine donijeli Direktivu 2004/39/EZ o tržištima financijskih instrumenata poznatu kao MiFID, kojom su izmijenjene i dopunjene Direktive Vijeća 85/611 EEZ i 93/6/EEZ i Direktiva 2000/12/EZ Europskog parlamenta. Hrvatska će s donošenjem Zakona o tržištu kapitala uskladiti svoje zakonodavstvo s pravnom stečevinom Europske unije. Iako je zakon za sada u postupku donošenja, očekuje se da bi trebao stupiti na snagu već početkom iduće godine čime će se definitivno promijeniti krajobraz hrvatskog tržišta kapitala. Naravno, dio njegovih odredbi primjenjivat će se tek s ulaskom RH u Europsku uniju. Više o MiFID-u vidi: Čulinović Herc, *Zaštita ulagatelja u ugovorima s brokerskim društvima-nova europska smjernica o tržištima financijskih instrumenata i hrvatsko pravo*, Zbornik radova Pravog fakulteta u Splitu, 41 (2004), 3-4., 261-294.

<sup>6</sup> Kako su se na europskom tržištu kapitala pojavile nove institucije, nove alternativne platforme trgovanja, novi subjekti čiji je zadatak da djeluju, i na strani ponude, i na strani potražnje pa na taj način održavaju tržište i koji na tom tržištu djeluju u sasvim novim i specifičnim ulogama, tržište kapitala je u institucionalnom smislu otišlo toliko naprijed da se tek treba zapitati čemu služe neke od tih uloga i tko će ih od postojećih subjekata na tržištu kapitala preuzeti. Stoga ćemo kada Zakon bude ušao u primjenu biti svjedoci oživotvorenja tih institucija. Koja će dionička društva biti zainteresirana listati se na burzi u tako sofisticiranom tržišnom okruženju treba tek vidjeti.

objave prospekta. Kao nove, pojavljuju se obveze objavljivanja obavijesti o svakom novom izdanju dužničkih vrijednosnih papira, o namjeranim izmjenama statuta (obavijest HANFI i uređenom tržištu na kojem su njegovi vrijednosni papiri uvršteni), propisuju se detaljni načina i jezika objave te se uvodi nova institucija – službeni registar propisanih informacija.

S obzirom na postojanje velikog broja informacija i potrebu da društvo promptno o svim okolnostima obavještava javnost, ono može biti izloženo tužbama u kojima dioničari društva zahtijevaju naknadu štete zbog neistinitih ili nepotpunih podataka u prospektu (odgovornost iz prospekta), kao i nepotpunih ili netočnih financijskih izvješća, pri čemu se krug pasivno legitimiranih širi ponekad i na osobe izvan društva. Namjera ovog rada je na širokom komparativnom uzorku ispitati koji su to javni oblici povreda u svezi s objavljivanjem podataka koje društvo može učiniti i tko su odgovorne osobe, odnosno tko je ovlašten zahtijevati naknadu štete zbog povrede tih obveza te pod kojim uvjetima, odnosno tko je nadležan za rješavanje istih.

## ***2. Pojavni oblici povreda dužnosti objave od strane uvrštenog dioničkog društva***

Način na koji je strukturiran Zakon o tržištu kapitala, a po sistematici prije njega slijedi važeći Zakon o tržištu vrijednosnih papira, upućuje nas na zaključak da se povrede dužnosti objavljivanja propisanih informacija mogu grupirati u tri skupine.

*Prva skupina objava* mogla bi se nazvati “objave prilikom izlaska na primarno tržište”. Kada dioničko društvo ide u prvu javnu ponudu svojih vrijednosnih papira, informacije koje tada treba objaviti sadržane su u prospektu. Prospekt je instrument (javne) ponude vrijednosnih papira, tj. isprava koja sadrži niz podataka o izdavatelju vrijednosnih papira koji potencijalnim ulagateljima treba omogućiti da steknu cjelovitu, točnu i objektivnu informaciju o imovini i obvezama, gubitku ili dobitku, financijskom položaju i perspektivama izdavatelja, svrsi prikupljanja sredstava, čimbenicima rizika te o pravima koja daju vrijednosni papiri na koje se odnosi prospekt. Temeljem takve cjelovite informacije potencijalni ulagatelj može objektivno procijeniti izgled i rizike ulaganja te na temelju toga donijeti odluku o ulaganju svog kapitala u (dioničko) društvo. Stoga je prospekt poput osobne iskaznice izdavatelja vrijednosnih papira, odnosno dioničkog društva.

*Druga skupina objava* obuhvaća periodične objave ili objave na sekundarnom tržištu. Do njih dolazi kada se izdavatelj već uvrstio na burzu, odnosno koji je prošao već inicijalnu ponudu vrijednosnih papira. Najeklatantniji primjer tih objava su objave financijskih izvješća, koja se moraju objavljivati u točno određenim vremenskim razmacima.

*Treća skupina objava* odnosi se na dužnost izdavatelja da objavljuje povlaštene informacije koje se neposredno odnose na izdavatelja. To su također objave na sekundarnom tržištu. Od prethodnih se razlikuju što se one ne objavljuju u

nekim unaprijed utvrđenim vremenskim razmacima kao što je to propisano kod financijskih izvješća, već obveza njihove objave nastaje *ad hoc*, odmah po nastanku informacije koja je cjenovno osjetljiva.

## 2.1. Povreda objave informacija sadržanih u prospektu

### 2.1.1. Hrvatsko pravo

Odgovornost iz prospekta normirana je u čl. 359. ZTK. ZTK je u skladu s **Direktivom 2003/71/EC**<sup>7</sup>, koja obvezuje države članice da reguliraju odgovornost iz prospekta iako im prepušta način uređenja tog pitanja.<sup>8</sup> Isto tako, obvezuje ih i na određivanje kruga odgovornih osoba za podatke iz prospekta, iako im i tu prepušta da same odrede koje su to sve osobe.<sup>9</sup>

Kao prvo, zakon precizira krug odgovornih osoba. To su **izdavatelj i članovi njegovih upravljačkih tijela**, točnije članovi uprave i nadzornog odbora u društvima koja imaju dualističku strukturu, odnosno članovi upravnog odbora kod društava koja imaju monistički sustav upravljanja. Kako se pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u pravilu pojavljuju i druge osobe osim izdavatelja, zakonodavac propisuje i njihovu odgovornost za prospekt. To su osobe koje javnu ponudu plasiraju u javnosti, (tzv. **ponuditelj** iz čl. 343. t. 9. ZTK). Nadalje, to su razni financijski posrednici koji vode računa o svim radnjama koje su bitne pri javnoj ponudi. Kako se javna ponuda može pojaviti i pri uvrštenju na burzu, odnosno kako ona implicira uvrštenje na burzu ili uređeno tržište, odgovornost obuhvaća i **osobe koje za izdavatelja podnose zahtjev za uvrštenje**. Iduća kategorija osoba koja odgovara za ono što piše u prospektu su **jamci izdanja**, kako ih definira čl. 343. t. 16. ZTK. Sve te osobe odgovaraju za štetu koja ulagatelju bude prouzročena zbog nepotpunih i netočnih informacija u prospektu (čl. 359. st. 4. ZTK). Upravo iz tog razloga sve te osobe potpisuju izjavu o točnosti i potpunosti prospekta u kojoj izjavljuju da su prema njihovim saznanjima informacije sadržane u prospektu u skladu sa stvarnim činjenicama (istinitost) te da činjenice koje bi mogle utjecati na istinitost i potpunost prospekta nisu izostavljene (potpunost).

<sup>7</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345, 31.12.2003, str. 64. Sada izmijenjena novom direktivom: Directive 2008/11/EC, OJ L 19.03.2008.

<sup>8</sup> Članak 6. (2) Direktive 2003/71/EC, nazvan *Odgovornost iz prospekta*, predviđa: "Država članica će osigurati da se nacionalni zakoni, uredbe i upravni propisi o građanskoj odgovornosti primjenjuju na one osobe odgovorne za davanje podataka iz prospekta."

<sup>9</sup> Članak 6. (1) Direktive 2003/71/EC, nazvan *Odgovornost iz prospekta*, predviđa: "Država članica će osigurati da odgovornost za podatke iz prospekta imaju barem izdavatelj ili njegovo upravno ili nadzorno tijelo, ponuditelj, osoba koja traži pristup trgovanju na uređenom tržištu ili jamac. Odgovorna osoba mora biti jasno identificirana u prospektu po imenu i funkciji, ili u slučaju pravne osobe, po imenu i mjestu sjedišta, a oboje uz njihovu izjavu da su podaci iz prospekta, prema njihovim najboljim saznanjima, u skladu sa činjenicama".

U “drugom krugu” odgovornih osoba nalaze se osobe koje preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija u prospektu ili dijelovima prospekta. To mogu biti stručnjaci raznih profila (revizori čije mišljenje ide uz financijska izvješća, odvjetnici u dijelu gdje se očituju o postojanju sporova i sl.). Te osobe preuzimaju odgovornost samo u dijelu prospekta na koje se odnosi njihovo očitovanje (čl. 359. st. 5. ZTK). Zakon sadrži i odredbu koja posebno uređuje pitanje odgovornosti za ono što je izneseno u **sažetku** prospekta (uključujući i njegov prijevod). Osobe koje su u tom sudjelovale odgovaraju samo za štetu nastalu zbog toga što sažetak dovodi u zabludu, ili je netočan, ili je nedosljedan kada ga se čita zajedno s ostalim dijelovima prospekta (čl. 359. st. 6. ZTK).

Iz naprijed navedenog slijedi da su na podnošenje tužbe iz čl. 359. ZTK aktivno legitimirane osobe koje su pretrpjele štetu – ulagatelji, odnosno najčešće dioničari<sup>10</sup>, dok su pasivno legitimirani, u prvom redu izdavatelj i članovi uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora, ali uz njih, prema izričitoj zakonskoj odredbi i širok krug drugih osoba, koji se pojavljuju pri javnoj ponudi vrijednosnih papira. Odgovornost nije solidarna.

### 2.1.2. Komparativno pravo

Dužnost objave informacija u posebnoj ispravi – prospektu kada se vrijednosni papiri nude javnosti ili kada se isti uvrštavaju na burzu je duboko ukorijenjeno načelo prava vrijednosnih papira diljem europskih zemalja.<sup>11</sup> Iako odgovornost iz prospekta nije sporna kao koncept, polje primjene i temelj odgovornosti jest.<sup>12</sup>

Njemački BGH razvio je doktrinu o odgovornosti iz prospekta kao reakciju na slom tržišta koji je nastao zbog poticanih ulaganja u nekretnine (motivirano jakim poreznim poticajima) koje se odvijalo javnom ponudom dionica onih društava u čijem su vlasništvu bile nekretnine. Zbog tadašnjih zlouporaba i prijevara, sudovi su razvili opću doktrinu o odgovornosti iz prospekta na način da su primijenili načela te odgovornosti u odnosu na one ulagatelje koji su kupili vrijednosne papire ili neke druge financijske instrumente izvan burze.<sup>13</sup> Pri tom se nije mehanički primijenila analogija glede odgovornosti koja postoji kod burzovnog prospekta<sup>14</sup>, nego se razvila potpuno samostalna opća koncepcija o

<sup>10</sup> Iako se pod pojmom ulagatelja najčešće misli na dioničara, moguće je da to bude i vjerovnik društva. Društvo se, naime može odlučiti da kapital prikupi javnom ponudom *obveznica*, jer ne želi da ulagatelji postanu članovi društva. U sličnoj situaciji će biti kupac opcije dionice, jer on opcijom tek stječe pravo da realizacijom, npr. kupovne opcije postane dioničar.

<sup>11</sup> *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), 140 i dalje; *Hopt*, Europäisches Kapitalmarktrecht— Rückblick und Ausblick, in *Grundmann* (Ed.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts (2000), str. 307. i dalje.

<sup>12</sup> Vidi *Hopt*, *ibid.*, str. 246., 257.

<sup>13</sup> Vidi prve odluke BGH: BGHZ 71, 284; BGHZ 72, 382; BGHZ 79, 337, 340; BGHZ 77, 172.

<sup>14</sup> Par. 45 Börsengesetz.

odgovornosti iz prospekta.<sup>15</sup> Ona se temelji na koncepciji povjerenja, ali koja ne uzima samo u obzir konkretnog ulagatelja koji se pouzdao da je ono što piše u prospektu istinito i potpuno, već se radi o širem konceptu “tipičnog povjerenja ulagatelja” prema osobama izdavatelja i drugim odgovornim osobama, koje su procjenjene prema njihovom položaju i profesionalnom znanju<sup>16</sup> (apstraktan kriterij). Ta odgovornost prelazi granice profesionalne odgovornosti i širi se i na promotore izdanja, agente izdanja te druge financijske posrednike. Banke su obuhvaćene ovim konceptom odgovornih osoba zbog toga što su tipično uključene u proces izrade i pripreme prospekta.

U Austriji je opće načelo o odgovornosti iz prospekta utemeljeno mimo zakonskih propisa.<sup>17</sup> Austrijski vrhovni sud razvio je doktrinu o odgovornosti iz prospekta kao odvojenu kategoriju početkom 90-ih godina prošlog stoljeća.<sup>18</sup> Nakon skandala koji su prouzročili velike štete investitorima, sud je prihvatio ideju o povjerenju koje ulagatelji polažu u informacije koje im plasiraju izdavatelji i drugi odgovorni sudionici tržišta. Tek odnedavno, sud smatra da je banka – agent izdanja, odgovorna za štetu ulagateljima zbog toga što je propustila provjeriti podatke iz prospekta te je njezinu odgovornost zasnovao temeljem *culpa in contrahendo*.<sup>19</sup> Pravna doktrina je, pak, sve glasnija zahtjevom da se osmisli produbljena koncepcija odgovornosti iz prospekta koja bi se “smjestila” negdje između zone ugovora i delikta (kvazi kontraktualna odgovornost), a koja bi za polazište uzela tezu da za odgovornost nije nužan osobni kontakt ili izravni pravni odnos između izdavatelja vrijednosnih papira, odnosno drugih potencijalno odgovornih osoba i ulagatelja.<sup>20</sup> Osim toga u sudskoj praksi<sup>21</sup> i dijelu doktrine<sup>22</sup> pojavilo se i shvaćanje da se zaštita ulagateljima pruži primjenom propisa o tvrtki štednih banaka.<sup>23</sup> Tvrtka takve

<sup>15</sup> Hopt, Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, in 50 Jahre- BGH-Festschrift II (2001), str. 479., 523. i dalje. Vidi još: Eyles, Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung, u: Vortmann (Ed.), Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 1 i dalje.

<sup>16</sup> Vidi Siol u: Schimansky/Bunte/Lwowski (Eds.), Bankrechts-Handbuch I (2nd edn. 2001), § 45 Rn. 30; Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel (2001), str. 95. i dalje

<sup>17</sup> Npr. § 11 Kapitalmarktgesetz ili § 80 Börsegesetz. Vidi Koziol, Die Konkurrenz zwischen allgemeinem Zivilrecht, KMG und BörseG bei der Prospekthaftung, Bankarchiv 1992, str. 886.

<sup>18</sup> OGH od 12.07.1990, Recht der Wirtschaft (RdW) 1990, str. 443.; OGH od 26.02.1997, RdW 1997, str. 398.; OGH od 26.11.1996, Bankarchiv 1997, str. 546.

<sup>19</sup> OGH od 9.03. 1999, Bankarchiv 1999, 733.

<sup>20</sup> Brawenz, Die Prospekthaftung nach allgemeinem Zivilrecht (1991), str. 160. i dalje.; Kalls, Bankarchiv 2000, str. 641., 647. i dalje; Welser, Prospektkontrolle und Prospekthaftung nach dem KMG, *ecolex* 1992, str. 301., 303. i dalje.

<sup>21</sup> OGH, Bankarchiv 1998, str. 118.; OGH, Bankarchiv 2000, str. 444.

<sup>22</sup> Vidi Frotz/Dellinger, Anlegerschutz durch bankwesenrechtlichen Bezeichnungsschutz? *ecolex* 1996, str. 365; Isto Stillfried, Zur Schutzgesetzzeigenschaft firmenrechtlicher Vorschriften, *Wirtschaftsrechtliche Blätter (WBl)* 1996, str. 257., 261. i dalje.

<sup>23</sup> See § 94 II BWG. Bankwesengesetz (BWG) Posebno o tvrtci štednih banaka: u st. 2.: “Die Bezeichnung “Sparkasse” oder eine Bezeichnung, in der das Wort “Sparkasse” enthalten ist, bleiben ausschließlich den Kreditinstituten, für die das Sparkassengesetz gilt, sowie der



banke izraz “štedna banka” mora obvezatno sadržavati u nazivu. Kako su štedne banke ovlaštene obavljati bankovne transakcije samo uz primjenu pravila o bankovnoj superviziji to ostavlja dojam da se radi o subjektu koji primjenjuje zdrave poslovne metode te ti subjekti uživaju osobito povjerenje klijenata.

Članak 752. *švicarskog* OR<sup>24</sup> sadrži odredbu koja predviđa odgovornost za netočne ili zavaravajuće izjave koje su učinjene prilikom izdavanja dionica. Tko god sudjeluje u izdanju dionica i zbog svoga nemarnog postupanja prouzroči financijsku štetu može biti odgovoran. Iako je Savezni vrhovni sud presudio da su lažne izjave u prospektu kazneno djelo<sup>25</sup> nije se oglasio jesu li počinitelji tog djela i građanskopravno odgovorni. Prema nekim autorima to uopće nije upitno, odnosno građanskopravna odgovornost postoji.<sup>26</sup> Međutim pravni temelj odgovornosti iz prospekta je sporan. Prevladava teza da se radi o deliktnoj odgovornosti.<sup>27</sup> Neki autori misle da se radi o ugovornoj odgovornosti ako je u pitanju izdavatelj, ili vodeća banka (leading bank)<sup>28</sup>, ili da temelj odgovornosti postoji u načelu *culpa in contrahendo*<sup>29</sup>, ili je riječ o doktrini pouzdanja (povjerenja).<sup>30</sup> Manji dio autora smatra da odgovornost iz prospekta izrasta kao rezultat povrede specijalnih propisa o dužnosti objelodanjivanja podataka koje diktira tržište (*kapitalmarktbezogene Informationspflichten*<sup>31</sup>).

*Englesko* pravo predviđa razne instrumente zaštite protiv zavaravajućih poziva na upis ili kupnju vrijednosnih papira. Ne postoji doktrina *culpa in contrahendo*, ali je prema *common lawu* predviđena *action in deceit* (zbog prijevare) i *action in negligence* (tužba zbog nemara). Potonja dolazi u obzir kada osoba odgovorna za poziv na kupnju vrijednosnog papira propusti primijeniti dužnu pozornost kako bi osigurala da poziv na kupnju sadrži istinite

---

Österreichischen Postsparkasse Aktiengesellschaft vorbehalten; Sparkassen, die ihr Unternehmen oder ihren bankgeschäftlichen Teilbetrieb gemäß § 92 in eine Aktiengesellschaft eingebracht haben, dürfen die Bezeichnung “Sparkasse” nur in Verbindung mit einem auf die Ausgliederung des Bankgeschäfts hinweisenden Zusatz führen. Sparkassen dürfen die Bezeichnung “Sparkasse” auch mit einem Zusatz führen, der auf die Art der Sparkasse, ihren Haftungsträger, ihren Sitz oder ihr Geschäftsgebiet sowie allenfalls auf den Zeitpunkt oder die besonderen Umstände ihrer Gründung hinweist.”

<sup>24</sup> Art. 752. Švicarskog zakona o obligacijama **Haftung Für den Emissionsprospekt**: “Sind bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbem der Titel für den dadurch verursachten Schaden”.

<sup>25</sup> BGE 120 IV, str. 128. i dalje.

<sup>26</sup> *Däniker*, Swiss Securites Regulation (1998), str. 73., 76.

<sup>27</sup> *Roberto/Wegmann*, Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 2001.

<sup>28</sup> *Bertschinger*, Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit (1999), no. 18.

<sup>29</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht (1997), § 10 no. 133.

<sup>30</sup> *Wiegand*, Ad hoc Publizität und Schadenersatz, in Festgabe für Jean-Paul Chapuis (1998), str. 143., 162.

<sup>31</sup> *Bertschinger*, Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit (1999), no. 19; *Watter*, u: *Honsell* (Ed.) Obligationenrecht II. Art. 530—1186 OR (1994), Art. 752. no. 2.

i potpune informacije.<sup>32</sup> U predmetu *Weir v Barnett*,<sup>33</sup> osim odgovornosti izdava-  
telja ili direktora, banka posrednik koja djeluje za svoj račun u svezi s ponudom  
za upis / kupnju odgovorna je za prijevaru u svakom slučaju. Mora se dokazati  
da je lažna izjava bila upućena investitorima kako bi ih potakla na kupnju  
dionice. Ako prospekt nije bio izdat kako bi se potakli investitori na kupnju  
dionice jer se one, već ionako nalaze na tržištu, ulagatelji u takve dionice nisu  
ovlašteni zahtijevati naknadu štete.<sup>34</sup> Jedino ako je izdat neistinit prospekt koji  
je dio neke veće prijevarne sheme (kreiranje lažnog tržišta dionica i poticanje  
investitora kupiti ih od onih koji ih već drže), tada ulagatelj može tužiti  
odgovorne osobe za naknadu štete.<sup>35</sup> Ranije se podrazumijevalo da tužbu za  
naknadu štete prema *common lawu* može podnijeti kupac dionica samo ako  
dokaže prijevarnu namjeru (odnosno namjeru ili krajnju nepažnju (*intention or  
recklessness*) osoba koje su ga potakle na upis dionica.<sup>36</sup> Kasnije se odgovornost  
utvrđivala ako je postojao, tzv. poseban odnos (*special relationship*) između  
osobe koja je zatražila ili primila informaciju (ili savjet) i osobe koja ga je dala  
(pod uvjetom da je potonja shvatila ili je morala shvatiti da će ono što je rekla  
biti osloncem za donošenje poslovne odluke). U tom slučaju osoba koja daje  
informaciju mora primijeniti dužnu pozornost da se radi o informaciji koja je  
potpuna i istinita.<sup>37</sup> Doktrina posebnog odnosa primjenjivala se i dužna  
pozornost se uzimala u obzir ako se osoba koja daje informaciju bavi djelatnošću  
ili profesijom koje uključuju davanje informacija (posebni *know how*)<sup>38</sup> ili kada  
osoba koja daje informaciju ima financijski interes u pogledu onoga o čemu daje  
informaciju.<sup>39</sup> Postoji shvaćanje da se obveza primjene dužne pozornosti ne  
može imputirati osobama koje pozivaju široku ulagateljsku javnost na upis  
vrijednosnih papira temeljem poziva sadržanog u prospektu, zbog toga jer je  
bilo koja takva obveza koja je zasnovana na *common lawu* pojačana zakonskom  
odgovornošću za neistinite izjave uzrokovane nemarnim ponašanjem (*negligent  
misstatements*). U svakom slučaju, takva obveza primjene dužne pozornosti  
može nastati ako se vrijednosni papiri nude na upis nekim pozivom koji se  
razlikuje od prospekta<sup>40</sup> ili u eksplicitnom pozivu od strane postojećeg dioničara  
društva.<sup>41</sup> Osim *common law* pravnih sredstava, ulagateljima stoje na raspolo-  
ganju i brojne tužbe utemeljene na propisima *Financial Services Market Acta*

<sup>32</sup> *Pennington*, Company Law (8th ed. 2001), 311.

<sup>33</sup> *Weir v Barnett* (1877) 3 Exchequer Division (ExD) 32.

<sup>34</sup> *Peek v Verney* (1873) Law Reports (LR) 6 House of Lords (HL) 377; *Al Nakib Investments (Jersey) Ltd. v Longcroft* [1991] British Company Law Cases (BCLC) 7; [1990] British Company Law Cases (BCC) 517.

<sup>35</sup> *Andrews v Mockford* [1896] 1 QB 372.

<sup>36</sup> *Derry v Peek* (1889) 14 AC 337.

<sup>37</sup> *Nocton v Lord Ashburton* [1914] AC 932 at 995.

<sup>38</sup> *Arenson v Casson Beckman Rutley & Co* [1977] AC 405 [1977] 3 All England Reports (All ER) 901.

<sup>39</sup> [1971] AC 793; [1971] 1 All ER 150.

<sup>40</sup> *Nocton v Lord Ashburton* [1914] AC 932.

<sup>41</sup> *Nocton v Lord Ashburton* [1914] AC 932 at 995.

2000 (*chapter 8*) i propisa koji regulira javnu ponudu vrijednosnih papira.<sup>42</sup> Temeljna razlika koja postoji između tih pravnozaštitnih opcija sastoji se u tome da teret dokaza o propuštanju dužne pozornosti (*negligence*) prema *common lawu* pada na tužitelja, dok je kod tužbi utemeljenih na propisima teret dokaza na tuženiku (dokaz o protivnom).<sup>43</sup>

Prema *francuskom* pravu ne postoje posebni propisi o odgovornosti iz prospekta, stoga se primjenjuje propis o općoj deliktnoj odgovornosti iz čl. 1382 CC.<sup>44</sup> Ipak građanskopravna odgovornost ima manje značenje te su značajnije odredbe prekršajnog i kaznenog prava, jer se pravo na naknadu štete može ostvarivati i u kaznenom postupku, iako je broj tih predmeta zanemariv.

U *Italiji* je prihvaćena deliktna građanskopravna odgovornost zbog netočnog ili neistinitog prospekta. Pravna osnova je talijanski *Codice Civile*, čl. 2043., koji predviđa da je osoba koja drugome prouzroči protupravnu štetu svojim prijevarnim ponašanjem, namjerom ili nemarom, dužna oštećenom nadoknaditi štetu (*tzv. culpa aquiliana*). Talijanski autori smatraju da objava netočnih ili neistinitih informacija u prospektu predstavlja opisano protupravno djelovanje.<sup>45</sup> Takvo djelovanje za posljedicu ima nastanak štete onom ulagatelju koji je uložio u financijski instrument na temelju neistinitih podataka iz prospekta.<sup>46</sup> U krug odgovornih osoba ulaze izdavatelj, banka, revizor te *Consob*.<sup>47</sup> Specifična je odgovornost *Consoba*, posebno utvrđena u odluci Vrhovnog kasacijskog suda Italije<sup>48</sup>, prema kojoj se *Consob* može smatrati odgovornim zbog propusta u provjeri istinitosti podataka objavljenih u prospektu. Odgovorne osobe dužne su nadoknaditi ulagateljima onu štetu prouzročenu objavom netočnog ili neistinitog prospekta.

### 2.1.3. Odgovornost iz prospekta u sudskoj praksi Europskog suda

U kojoj mjeri se aspekti pitanja odgovornosti iz prospekta mogu zakomplicirati vidljivo je iz predmeta *Dioniki AE*<sup>49</sup>. Kroz taj predmet možemo pratiti kako

<sup>42</sup> Public Offer of Securities Regulations 1995.

<sup>43</sup> *Pennington*, op. cit. u bilj. 32., str. 330.

<sup>44</sup> Cour de Cassation, cass crim., 15.3.1993 [1993] *Revue de sociétés*, 847, 853, 856: *Fleischer/Jaengi*, Verantwortlichkeit für falsche Kapitalmarktinformationen in Frankreich—das droit des marchés financiers, *Recht der internationalen Wirtschaft* 2002, 729, 735; *Frohne*, Prospektpflicht und Prospekthaftung in Deutschland, Frankreich und den USA—eine rechtsvergleichende Studie (1974), 159 i dalje.

<sup>45</sup> *Ferarini*, La responsabilita da prospetto, *Informazione societaria e tutela degli investitori*, 1986., str. 298 i dalje.

<sup>46</sup> *Monateri*, *La responsabilita civile*, in R. Sacco (Ed.), *Trattato di diritto civile*, Turin, Utet, 1998., str. 575. i dalje.

<sup>47</sup> Talijansko tijelo koje nadzire tržište kapitala.

<sup>48</sup> Milanski apelacijski sud, odluka od 21 October 2003, vidi prikaz u: *Le societa*, 2004., str. 52.

<sup>49</sup> *Dioniki Anonimi Etairia Emporias Logismikou & Parokhis Ipiesion Mikhanografisis v. Epitropi Eefalaiagoras* – ECJ (case c-430/05) – (2007) 3 C.M.L.R. 35, *Common Market Law Reports* (2007), issue 1670, p. 921-942.

praksa nacionalnih i europskih sudova rješava sljedeća pitanja: *opseg kruga odgovornih osoba iz prospekta, izricanje upravnih ili kaznenih sankcija za povredu obveza iz prospekta te odnos odgovornosti iz prospekta i odgovornosti iz sažetka godišnjeg financijskog izvještaja.*

Prije svega, potrebno je uputiti na činjenice *Dioniki* predmeta. Naime, *Dioniki AE* imao je dionice uvrštene na usporednom tržištu atenske burze, a namjeravao je povećati svoj kapital. U prosincu 2000. godine podnio je zahtjev za odobrenje povećanja kapitala upravi burze kojem je priložio prospekt, izrađen u tu svrhu. Uz informacije koje su se odnosile na tekuću financijsku godinu, u prospektu su kao odgovorne osobe za istinitost i potpunost prospekta označene *predsjednik uprave* i *managing director* tog društva. Dana 8. veljače 2001. uprava atenske burze odobrila je prospekt i odluku o povećanju temeljnog kapitala (novu emisiju vrijednosnih papira). Međutim, Odjel za nadzor i reviziju grčke komisije za nadzor tržišta kapitala je naknadno utvrdio nesuglasnost podataka iznesenih u *prospektu* iz prosinca 2000. godine i informacija u *sažetku* godišnjeg financijskog izvještaja koje je *Dioniki AE* objavio 28.02.2001. Posljedično, grčko je tijelo odlukom od 27. lipnja 2002. godine izreklo *kaznu* zbog povrede propisa ne samo dioničkom društvu, već i svakom članu uprave, iako nisu bili izričito imenovani u prospektu. *Dioniki* je pokrenuo spor protiv te odluke pred grčkim upravnim sudom (*Simvoulis tis Epikratias*), a grčki sud je zastao s postupkom te pokrenuo pred Europskim sudom postupak za odlučivanje o prethodnom pitanju.

Prethodno pitanje upućeno Europskom sudu odnosilo se na pitanje može li nacionalno zakonodavstvo u slučaju objave netočnih ili zavaravajućih podataka u prospektu odrediti upravne sankcije ne samo osobama koje su u njemu izričito spomenute kao odgovorne, već i širem krugu osoba kao što su izdavatelj vrijednosnih papira i oni članovi uprave društva koji nisu izričito spomenuti u prospektu. Točnije, radilo se o interpretaciji čl. 21.<sup>50</sup> Direktive 2001/34/EC (Direktiva o prospektu).<sup>51</sup>

Odgovor na pitanje koji je krug odgovornih osoba iz prospekta, Europski sud je dao analizirajući Direktivu 2001/34/EC, a posebice čl. 21. Kao prvo, Europski sud je ustanovio da iz preambule Direktive 2001/34/EC jasno proizlazi da je njena svrha osigurati ulagateljima odgovarajuće podatke o prenosivim vrijednosnim papirima te ispravno funkcioniranje tržišta, ali bez provođenja potpune harmonizacije nacionalnih propisa u tom polju. Drugim riječima, države članice su ovlaštene postaviti dodatne ili strože uvjete za uvrštenje

<sup>50</sup> “(1) The listing particulars shall contain the information which, according to the particular nature of the issuer and of the securities for the admission of which application is being made, is necessary to enable investors and their investment advisers to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses, and prospects of the issuer and of the rights attaching to such securities.”

<sup>51</sup> Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ 2001 L 184, str. 1.

vrijednosnih papira na burzu. Nadalje, Europski sud je utvrdio da čl. 21. dosljedno slijedi opisane ciljeve iz preambule Direktive 2001/34/EC. Naime, popis osoba koje se kao odgovorne navode u čl. 21., zajedno s Prilozima A i B Aneksom 1, ne može se smatrati taksativnom listom, stoga bez obzira na ekonomske i organizacijske okolnosti izdavanja dionica, odgovornost za točnost podataka u prospektu nije samo na fizičkim i pravnim osobama koje se u njima spominju. Iz tih je razloga Europski sud donio presudu da čl. 21. Direktive 2001/34/EC ne isključuje ovlast nacionalnog zakonodavca da odredi odgovornost i onih osoba koje nisu izričito spomenute u prospektu, pod uvjetom da su ti propisi u skladu s ciljevima Direktive 2001/34.

U svojoj presudi, Europski sud je dotakao i pitanje izricanja upravnih ili kaznenih sankcija za povredu obveza iz prospekta. Naime, grčko nadzorno tijelo u svojoj je odluci 27. lipnja 2002. izreklo kaznu dioničkom društvu Dioniki u iznosu od 90 000 EUR, te svakom članu uprave kaznu u iznosu od 60 000 EUR zbog povrede propisa.<sup>52</sup> Postavilo se pitanje ovlasti izricanja kazni i visine istih. Naime, Direktiva 2001/34 ne predviđa izričito sustav sankcija za osobe koje su odgovorne za istinitost i točnost prospekta. S obzirom na to da nema harmonizacije zakonodavstva Zajednice na polju sankcija za odgovornost iz prospekta, Europski sud je utvrdio da države članice mogu same izabrati sankcije koje smatraju prikladnima. No, tu ovlast moraju koristiti u skladu s načelima prava Zajednice i načelom razmjernosti te na način da sankcija ne predstavlja povredu sloboda sadržanih u EC Treatyu.<sup>53</sup> Nakon što države članice utvrde sankcije koje smatraju prikladnima, samo je nacionalni sud ovlašten odrediti, u okvirima nacionalnog prava, visinu sankcija u konkretnom slučaju. Doduše, treba spomenuti da Direktiva 2003/71<sup>54</sup> u čl. 25. predviđa obvezu države članice određivati upravne sankcije izdavateljima i drugim osobama koje su odgovorne za istinitost i potpunost prospekta. Međutim, sud je smatrao da se ta odredba ne primjenjuje na predmet Dioniki jer je Direktiva 2003/71 donijeta nakon što je proveden postupak pred grčkim upravnim sudom.

Nadalje, iako se o pitanju odnosa sadržaja prospekta i sadržaja sažetka godišnjeg financijskog izvještaja nije raspravljalo pred Europskim sudom u ovom predmetu, to pitanje je prepoznato i regulirano pravom EZ-a. A kako je to pitanje kao ključno bilo postavljeno pred grčkim nacionalnim tijelom u rješavanju Dioniki slučaja, neizostavna je njegova analiza.

U Dioniki predmetu, nakon što je Odjel za nadzor i reviziju grčke komisije za nadzor tržišta kapitala provjeravao navode i predviđanja iznesene u prospektu,

<sup>52</sup> Povreda članka 24 Presidential Decree No 348/1985 i članka 72(2) Law No 1969/1991.

<sup>53</sup> Case 68/88 Commission v Greece [1989] ECR 2965, par. 23, Case C-210/91 Commission v Greece [1992] ECR I-6735, par. 19, Case C-36/94 Siesse [1995] ECR I-3573, par. 2 i Case C-210/91 Commission v Greece, par. 20.

<sup>54</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

došao je do zaključka da predviđanja o računu dobiti i gubitka za financijsku godinu 2000. iz prospekta značajno odstupaju od računa dobiti i gubitaka koji je iskazan u sažetku godišnjih financijskih izvješća, a koji je objavljen 28. veljače 2001. Posebice je našao da postoji velika razlika u iskazanoj stavci dobiti prije oporezivanja (oko 40%).<sup>55</sup> Također je navedeno da su dioničko društvo i njegovi članovi uprave, već znali da procjene o dobitku i gubicima iskazane u prospektu značajno odstupaju od stvarnih podataka. Stoga je grčko nadzorno tijelo utvrdilo povredu odgovornosti iz prospekta te odredilo kaznu, kao što je opisano.

Odgovornost iz sažetka prospekta u zakonodavstvu EZ-a regulirana je člankom 6. (2) *Direktive 2003/71/EC*, koji predviđa da će država članica osigurati da se odgovornost osoba ne može primjenjivati na te osobe samo na temelju informacija sadržanih u sažetku prospekta uključujući prijevod istog, *osim ako je sažetak zavaravajući, netočan ili proturječan ostalim dijelovima prospekta*. Dakle, postoji odgovornost za netočne ili zavaravajuće informacije u sažetku. U skladu s razvojem europskog prava, i u hrvatskom je prihvaćeno isto rješenje.<sup>56</sup> Međutim, u ovom predmetu ovaj se propis ne primjenjuje jer se nije radilo o objavi podataka u *sažetku prospekta*, već u *sažetku godišnjih financijskih izvješća* što je različito. Naime čl. 100. *Direktive 2001/34* jasno predviđa da svaki *bitno novi čimbenik* koji može utjecati na procjenu vrijednosnih papira, a koji se pojavi između prihvata prospekta i početka burzovnog poslovanja, mora biti pokriven *odatkom prospekta*. Obilježja dodatka su da mora biti ispitan i na isti način objavljen, kao i inicijalni prospekt. Stoga i objava tih podataka kroz sažetak financijskih izvješća a ne dodatak prospekta, predstavlja povredu obveze objave, ali to je pitanje bilo izvan pravosudnog mandata europskog suda.

## **2.2. Povreda objave informacija koje se objavljuju periodično ili bez odgode (ad hoc disclosure)**

Informacije koje se objavljuju u prospektu predstavljaju objave na tzv. primarnom tržištu. To je ono tržište na kojem se vrijednosni papiri po prvi put nude javnosti na upis. Međutim, tržište kapitala poznaje i objave na tzv. sekundarnom tržištu, gdje sudionici tržišta trguju dionicama koje su već ranije izdate. Temeljna uloga sekundarnog tržišta je pružiti mogućnost investitorima koji žele raspolagati svojim kapitalom, da prodaju ono u što su investirali.<sup>57</sup> Neophodna pretpostavka uspješnog funkcioniranja i likvidnosti sekundarnog tržišta (burzi i drugih uređenih tržišta) sastoji se u istinitom formiranju cijena vrijednosnih papira. Na formiranje cijene utječu različite informacije: o financijskim pokazateljima iz godišnjih ili kvartalnih financijskih izvješća, informacije o pregovorima o preuzimanju, spajanju ili pripajanju, dobivanju koncesija, stjecanju (ili prestanku)

<sup>55</sup> C-430/05, par. 31.

<sup>56</sup> Čl. 359. st. 6. ZTK-a.

<sup>57</sup> *Hopt/Voigt u: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Mohr Siebeck 2005, Tübingen, str. 9.-107.; vidi još *Merkt u: Grundmann/Kerber/Weatherill, Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, str. 230. i dalje.

prava industrijskog vlasništva i sl. Stoga, dužnost objavljivanja informacija bilo da se radi o objavljivanju povlaštenih informacija ili o objavljivanju financijskih izvješća ima za cilj izjednačiti startne pozicije investitora, odnosno ukloniti asimetrije u poznavanju informacija.<sup>58</sup>

Asimetrična informiranost nastaje zbog toga što veliki investitori imaju vlastite odjele koji dnevno proučavaju kretanja cijena na tržištima, prate i obrađuju velike količine informacija o izdavateljima koje se objavljuju u dnevnom tisku i temeljem tih saznanja i analiza donose odluke o investiranju u vrijednosne papire ili za tu namjenu angažiraju konzultantske kuće koje onda preuzimaju te zadatke. Mali ulagatelji, pa i manje brokerske kuće, nemaju tu mogućnost, oni se moraju osloniti na one informacije koje izdavatelji prema propisima moraju objavljivati. Dok su u nekim državama te informacije raspršene u različitim medijima: internet stranicama burze, dnevnom tisku, u drugima se one moraju objavljivati između ostalog i u tzv. službenom registru informacija (npr. EDGAR baza u SAD-u). Objavama na sekundarnom tržištu izdavatelj vrijednosnih papira ne utječe na isti način na ulagatelje kao kod objava sadržanih u prospektu. Što je duže neka cjenovno osjetljiva informacija poznata samo uskom krugu osoba, kao što su članovi uprave, nadzornog odbora izdavatelja ili drugih *insidera*, to je veća vjerojatnost da će se tom informacijom koristiti na način da se za sebe ili drugoga pribavi korist, odnosno ako se radi o lošoj vijesti da se od sebe ili drugoga otkloni šteta. Stoga su tzv. "objave bez odgode" i najbolji način borbe protiv *insider tradinga*.<sup>59</sup>

### 2.2.1. Hrvatsko pravo

Prije svega, ZTK definira temeljne pojmove ključne za ovu cjelinu. Kao prvi osnovni pojam, ZTK određuje **izdavatelje vrijednosnih papira** kao pravne subjekte, uključujući i državu, čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište kojim upravlja burza. Pojam **vrijednosnih papira** određuje se kao sve vrste prenosivih vrijednosnih papira prema čl. 3. st. 1. ZTK-a. Za **propisane informacije** ZTK predviđa da su to one informacije koje je izdavatelj obavezan objavljivati javnosti sukladno odredbama ZTK-a. Te informacije se odnose na izradu i objavu godišnjih, polugodišnjih i tromjesečnih financijskih i poslovnih izvješća, objavu izjave posloводства, obveze fizičkih osoba ili pravnih subjekata o davanju informacija o promjenama u postotku glasačkih prava, obveze izdavatelja u svezi s promjenama u glasačkim pravima, objava povlaštenih informacija, način objavljivanja tih informacija te odgovornost za objavljivanje u javnosti.

Tako je u čl. 403. st. 1. ZTK propisano da je **godišnje izvješće** izdavatelj vrijednosnih papira obavezan izraditi, objaviti ga javnosti najkasnije u roku od četiri mjeseca od zadnjeg dana poslovne godine te osigurati da isti bude

<sup>58</sup> Hopt/Voigt, *op. cit.*, str. 108.

<sup>59</sup> *Ibid.*, str. 251.

dostupan javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja. Sadržaj godišnjeg izvješća određen je čl. 403. st. 2. ZTK-a, prema kojem on mora sadržavati revidirane godišnje financijske izvještaje, i izvještaj posloводства. Uz to, mora sadržavati i izjavu osoba odgovornih za sastavljanje godišnjeg izvješća izdavatelja, navodeći njihova imena, prezimena, radno mjesto i dužnosti u izdavatelju da je godišnje financijsko izvješće sastavljeno uz primjenu odgovarajućih standarda financijskog izvješćivanja te da daje cjelovit i istinit prikaz imovine i obveza, gubitaka i dobitaka, financijskog položaja i poslovanja izdavatelja i društava uključenih u konsolidaciju kao cjelinu. Pod istim uvjetima, izdavatelj je dužan objaviti i revizorsko izvješće.

Za **polugodišnja izvješća**, čl. 407. st. 1. ZTK propisuje da ih je izdavatelj dionica i dužničkih vrijednosnih papira obvezan izraditi i objaviti javnosti za prvih šest mjeseci poslovne godine, što je prije moguće, a najkasnije u roku od dva mjeseca od proteka polugodišta te osigurati da bude dostupan javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja. Sadržaj polugodišnjeg izvješća određen je čl. 407. st. 2. ZTK-a, prema kojem on mora sadržavati skraćeni set polugodišnjih financijskih izvješća te međuizvješća posloводства. Uz to, mora sadržavati i izjavu osoba odgovornih za sastavljanje polugodišnjeg izvješća izdavatelja, koja je ista kao i za izradu godišnjih izvješća. Također, izdavatelj je dužan objaviti i revizorsko izvješće ukoliko je izrađeno.

Nadalje, za **tromjesečna izvješća**, u čl. 410. st. 1. ZTK propisano je da je njihovu izradu i objavu javnosti dužan izvršiti izdavatelj dionica koji ima sjedište u Republici Hrvatskoj, što je prije moguće, a najkasnije u roku od trideset dana od dana proteka tromjesečja te osigurati da bude dostupan javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja. Zahtjevi za sadržaj tromjesečnog izvješća isti su kao i za sadržaj polugodišnjeg izvješća.

ZTK posebno uređuje, tzv. **izjavu posloводства** u čl. 411. ZTK-a kojom određuje da je izdavatelj dionica koji ima sjedište izvan Republike Hrvatske, obvezan tijekom prvih šest mjeseci poslovne godine i tijekom drugih šest mjeseci poslovne godine, objaviti javnosti izjavu svog posloводства. Takva izjava mora sadržavati obrazloženje značajnih događaja i transakcija i njihov utjecaj na financijski položaj izdavatelja i njegovih kontroliranih društava te općenit prikaz financijskog položaja i poslovanja izdavatelja i njegovih kontroliranih društava u odnosnom šestomjesečnom razdoblju.

Pored obveza izdavatelja vrijednosnih papira, ZTK regulira i obveze fizičkih osoba ili pravnih subjekata o **davanju informacija o promjenama u postotku glasačkih prava**. Točnije, čl. 413. ZTK-a određuje da fizička osoba ili pravni subjekt koji neposredno ili posredno dosegne, prijeđe ili padne ispod praga od 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% glasačkih prava u izdavatelju dionica obvezan je o takvom doseganju, prelasku ili padu ispod praga dostaviti obavijest izdavatelju i Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA). Postotak glasačkih prava koji pripada fizičkoj osobi ili pravnom subjektu u izdavatelju izračunava se u odnosu na sve dionice izdavatelja istog roda s pravom glasa, a prema posljednjim podacima objavljenim javnosti. Rok



za davanje informacija je najkasnije *četiri trgovinska dana* od dana saznanja za stjecanje, otpuštanje ili mogućnost ostvarivanja glasačkih prava ili saznanja za posljednje podatke objavljene javnosti. Trgovinskim danima se smatraju dani trgovanja uređenog tržišta kojim upravlja burza, a na koje su uvršteni vrijednosni papiri izdavatelja.

Usporedno s obvezom fizičkih ili pravnih subjekata, ZTK regulira i **obveze izdavatelja u svezi s promjenama u glasačkim pravima**. Tako čl. 428. ZTK propisuje da je izdavatelj dionica koji zaprimi obavijest o promjenama u postotku glasačkih prava, obavezan te podatke objaviti javnosti bez odgode, a najkasnije u roku od tri trgovinska dana od dana zaprimanja. Ta se obveza odnosi i na promjene u vlastitim dionicama izdavatelja, svaku promjenu u pravima iz izdanih dionica, na objavu javnosti o svakom novom izdanju dužničkih vrijednosnih papira, na objavu prijedloga izmjene svog statuta ili osnivačkog ugovora.

Analizom ovih propisa vidljivo je da su u ovim sporovima aktivno legitimirani ulagatelji (najčešće dioničari), a pasivno legitimirane osobe iz čl. 442. ZTK, tj. izdavatelj, članovi upravljačkih i/ili nadzornih tijela izdavatelja, kao i osobe koje su u izdavatelju zadužene za ispunjenje pojedinih obveza izdavatelja. Njihova odgovornost je **solidarna po samom zakonu**. Uočavamo da se u odnosu na prvu grupu objava (prospekt), u ovom dijelu kao odgovorne pojavljuju samo osobe iz društva ili samo društvo, dok odgovornost "osoba izvana" ne postoji. Za sve osobe koje su (solidarno) odgovorne predviđena je **mogućnost ekskulpacije** ako dokažu da su prilikom ispunjenja tih obveza postupale s pažnjom dobrog stručnjaka. S obzirom na to da ZTK ne predviđa mogućnost ekskulpacije kod prospekta, otvara se pitanje je li odgovornost iz prospekta stroža, odnosno postoji li bez obzira na krivnju.

Posebnu cjelinu čini pitanje, tzv. **povlaštenih informacija** koje je vezano uz zlouporabu tržišta vrijednosnih papira. Prije svega, čl. 455. ZTK-a definira da se povlaštenom informacijom smatra informacija precizne naravi koja nije bila javno dostupna i koja se posredno ili neposredno odnosi na jednog ili više izdavatelja financijskih instrumenata, a koja bi, kada bi bila javno dostupna, vjerojatno imala *značajan utjecaj* na cijene tih financijskih instrumenata.<sup>60</sup> Značajan utjecaj postoji ako bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir takvu informaciju pri donošenju svojih investicijskih odluka. Glavni instrument sprječavanja zlouporabe je obveza izdavatelja da **bez odgode objavi povlaštene informacije** koje se neposredno odnose na njega. Pri objavi, izdavatelj je obavezan osigurati da je informacija potpuna, istinita i sadržajno točna. Uz opće norme o načinu objavljivanja, ZTK predviđa da je izdavatelj obavezan objavljivati povlaštene informacije i na svojim internetskim stranicama. Isti način objave vrijedi i za svaku naknadnu promjenu u pogledu već objavljenih informacija.

<sup>60</sup> Takva bi bila, primjerice informacija da je neko društvo dobilo koncesiju od države (to bi utjecalo na porast cijene vrijednosnih papira na burzi) ili da je istekla patentna zaštita njegovih izuma, ili je došlo do raskida nekog važnog ugovora (to bi utjecalo na pad cijene vrijednosnog papira).

**U odnosu na ranije uređenje**, izdavatelju pogoduje što prema čl. 461. ZTK *može na vlastitu odgovornost* odgoditi javno objavljivanje povlaštene informacije kako ne bi narušio svoje opravdane interese, pod uvjetom da ta odgoda ne bi dovela javnost u zabludu i da izdavatelj može osigurati povjerljivost te informacije. Prema čl. 107. ZTVP-a postojala je mogućnost da se odgodi objava informacija, ali uz dozvolu Agencije. Takva mogućnost ne postoji za ostale periodične objave. Ne uspije li izdavatelj očuvati povjerljivost informacije u slučaju da odgodi objavu iste, obavezan je tu informaciju u potpunosti i učinkovito objaviti javnosti i to istovremeno u slučaju namjernog otkrivanja ili bez odgode u slučaju nenamjernog otkrivanja. Samo u slučaju ako je osoba koja je primila informaciju vezana obvezom povjerljivosti, bez obzira na to temelji li se ta obveza na propisu, statutu ili ugovoru, tada je izdavatelj ne mora objaviti.

**U pogledu odgovornosti** glede objave povlaštenih informacija, analogno se primjenjuju pravila koja vrijede za ostale objave, tj. propis čl. 442. ZTK. To znači da su u takvom sporu aktivno legitimirani ulagatelji (najčešće dioničari) kojima je nanesena šteta, a pasivno izdavatelji, članovi njegovih upravljačkih tijela te osobe koje su kod izdavatelja bile zadužene za objavu tih informacija. U čl. 463. st. 1. ZTK propisana je dužnost izdavatelja vrijednosnih papira ili osoba koje djeluju u njegovo ime ili za njegov račun sastaviti popis osoba koje za njih rade na temelju ugovora o radu ili na neki drugi način, i koje imaju pristup povlaštenim informacijama koje se neposredno ili posredno odnose na izdavatelja, bilo na redovitoj ili povremenoj osnovi. Iz takvog popisa upućenih osoba jasno se vidi tko unutar izdavatelja snosi odgovornost.

Upravo zbog značaja objavljivanja informacija o izdavateljima vrijednosnih papira, kako onih periodično, tako i onih bez odgode, ZTK detaljno uređuje **način objavljivanja tih informacija**. Kao prvo, informacije se trebaju objavljivati na hrvatskome jeziku ili na jeziku koji se obično upotrebljava u međunarodnim financijskim krugovima. Sam način objavljivanja određen je u čl. 440. ZTK-a koji predviđa da izdavatelj za objavljivanje propisanih informacija mora koristiti medije za koje se razumno može pretpostaviti da će propisane informacije, koliko god je to moguće, učiniti istovremeno dostupnima najširoj javnosti u Republici Hrvatskoj, a pri čemu je izdavatelj obavezan koristiti isključivo medije sa sjedištem u Republici Hrvatskoj. Nakon objave informacije, izdavatelj je obavezan bez odgode HANFI dostaviti dokaz o izvršenju svoje obveze objavljivanja javnosti.

Posebna novost koju uvodi ZTK je **službeni registar propisanih informacija**. Članak 444. ZTK-a definira dotični registar kao sustav za prikupljanje, pohranjivanje, obradu i objavljivanje propisanih informacija u koji ih je izdavatelj obavezan dostaviti istovremeno s objavom javnosti. Podaci o tomu kada je objava dostavljena u registar bit će jedan od ključnih dokaza u eventualnim sporovima za naknadu štete zbog nepravovremene objave informacija. Službeni registar propisanih informacija vodi HANFA, koja može prenijeti ovlast i na drugu pravnu osobu. ZTK uvodi mogućnost naplaćivanja naknade krajnjim korisnicima, no s obzirom na to da dotični registar još nije uspostavljen, ne može se raspravljati o prikladnosti niti visini te naknade.

### 2.2.2. Komparativno pravo

Ciljani propis u europskom regulatornom kontekstu je čl. 6. *Market Abuse Directive*, prema kojem svaki izdavatelj vrijednosnih papira čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište treba objaviti sve povlaštene informacije koje se tiču izdavatelja ili vrijednosnog papira. Ono što ista Direktiva uređuje na različit način u odnosu na ranije uređenje je propis prema kojem je izdavatelj ovlašten samoinicijativno odgoditi objavu cjenovno osjetljive informacije ako bi to ugrozilo njegove legitimne interese, što ranije nije bilo moguće, već je tu odluku donosilo nadzorno tijelo. Objavu cjenovno osjetljive informacije, izdavatelj može na vlastitu odgovornost odgoditi pod uvjetom da ta odgoda ne dovodi javnost u zabludu i pod uvjetom da izdavatelj može osigurati povjerljivost te informacije za vrijeme odgode.<sup>61</sup> Ako se uzme u obzir kriterije koje treba ispuniti, prema ovom propisu proizlazi da je moguće izdavatelju staviti na teret odgovornost za neobjavljivanje samo u slučaju grube nemarnosti.

Njemačka je propis *Market Abuse Directive*<sup>62</sup> implementirala u Zakon o trgovanju vrijednosnim papirima (*Wertpapierhandelsgesetz*). U čl. 15. st. 3. navedenog zakona predviđa se istovjetno pravo na odgodu informacija.<sup>63</sup> Kod odgovornosti za neistinite ili nepotpune ili nepravovremeno objavljene informacije problem je u tomu što ulagatelj nije u ugovornom odnosu s izdavateljem, pa je primjena pravnih sredstava zbog povrede ugovora po naravi stvari isključena. Da bi se ispravio taj nedostatak § 37b i 37c *Wertpapierhandelsgesetz*<sup>64</sup> predviđaju izravnu odgovornost izdavatelja ulagatelju koji se oslonio na zavaravajuću informaciju ili na činjenicu da informacije nema.<sup>65</sup> Osim ove posebno propisane odgovornosti za štetu, zahtjev prema izdavatelju može se supstancirati i temeljem izvanugovorne odgovornosti za štetu ili temeljem analogne primjene koncepta odgovornosti iz prospekta, što je sporno u literaturi.<sup>66</sup> Naime, mnogi autori su izrazili svoju sumnju radi li se o učinkovitoj zaštiti ulagatelja s obzirom na to da ulagatelj mora dokazati da su pretpostavke iz relevantnih zakonskih propisa ispunjene, pri čemu su te iste pretpostavke vrlo ekstenzivno normirane te uslijed toga kompleksne.<sup>67</sup> Prema shvaćanju BGH-a članovi uprave mogu biti odgovorni

<sup>61</sup> *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (885); *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1952).

<sup>62</sup> Directive 2003/6 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 141, 11.6.1993, str. 27.

<sup>63</sup> Stavak 3. glasi: "Der Emittent ist von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann..." *Kuthe*, ZIP 2004, str. 883 (885); *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1952).

<sup>64</sup> Uveden, tzv. 4. Finanzmarktförderungsgesetz-om; O tome vidi *Ehricke*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung u: *Hopt/Voigt (eds.)*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, str. 250. i 267.

<sup>65</sup> *Baums*, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 167 (2003), 149 (145 ff); *Groß*, Wertpapiermitteilungen 2002, str. 477.; *Hess*, Aktiengesellschaft 2003, str. 113. i 124.

<sup>66</sup> Vidi *Ehricke*, *op. cit.*, u bilj. 64., str. 268. i dalje.

<sup>67</sup> *Ibid.*, str. 298.

za zavaravajuću informaciju jedino ako su djelovali grubom nepažnjom.<sup>68</sup> Zakon koji je trebao usvojiti koncept osobne odgovornosti članova uprave za zavaravajuće informacije je odbačen zbog jakog protivljenja gospodarstva.

U Italiji je prihvaćen model deliktne odgovornosti iz građanskog prava za povredu dužnosti *periodičnih* i *ad hoc* objava istinitih i potpunih informacija o poslovanju izdavatelja financijskog instrumenta. Kao tužitelji, tj. aktivno legitimirani mogu se pojaviti dioničari, ali i treća osoba koja je izravno oštećena protupravnim činom izdavatelja. Pravna osnova odgovornosti je protupravni čin ovlaštenih osoba izdavatelja, tj. objava netočne informacije iz zle namjere, prijevarom ili nepažnjom.<sup>69</sup> Kao tuženici, tj. pasivno legitimirani subjekti mogu se pojaviti izdavatelji financijskog instrumenta/društva, direktori, revizori unutar i izvan izdavatelja te revizorske kuće. Dok revizori uvijek odgovaraju solidarno s direktorima, direktori mogu odgovarati solidarno s izdavateljem/društvom, ali i izravno i samostalno, ako su prouzročili štetu izravno svojom osobnom radnjom, krajnjom nepažnjom ili u dogovoru s dioničarima.<sup>70</sup> Teret dokaza protupravnog čina je na tužitelju, pri čemu se traži dokaz o uzročnoj vezi između protupravnog čina i izravne štete tužitelju. Uzročna veza mora jasno proizlaziti iz okolnosti slučaja gdje tužitelj mora dokazati kumulativno da je do štete došlo zbog objave neistinitih podataka i protupravnog ponašanja tuženika.<sup>71</sup> S obzirom na to da je ovakvo dokazivanje znatno otežano za male dioničare i ulagatelje, uvedena je tzv. *presumpcija nemara*, prema kojoj je dovoljno dokazati da su objavljeni podaci netočni.<sup>72</sup> Time se teret dokaza prebacuje na tuženike koji tada moraju dokazivati da njihovo djelovanje nije bilo protupravno. Tuženici se mogu osloboditi i ako dokažu da objava neistinitih informacija nije utjecala na ulagatelja, primjerice ako dokažu da je ulagatelj djelovao prije sporne objave.<sup>73</sup> Odgovorne osobe dužne su nadoknaditi oštećenim ulagateljima onu štetu koja je dokazano prouzročena njihovim protupravnim djelovanjem, tj. protupravnom objavom netočnih informacija o poslovanju izdavatelja.<sup>74</sup>

U Austriji nema izričite zakonske odredbe o odgovornosti za objavu zavaravajuće informacije na sekundarnom tržištu. Unatoč tomu, odgovornost za povredu dužnosti *ad hoc* objave u Austriji temelji se na: (i) deliktu, (ii) šteti zbog

<sup>68</sup> Bundesgerichtshof, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2004, str. 403.

<sup>69</sup> Pravna osnova odgovornosti regulirana je čl. 2043., čl. 2049., čl. 2395. i čl. 2396. *Civil Code* te čl. 114., čl. 115. i čl. 180. *FMCA-a*; *Ferrarini*, La responsabilita da prospetto, Informazione societaria e tutela degli investitori, 1986, str. 153; *Franzoni*, Gli amministratori e i sindaci, u: F. Galgano (Ed.), *Le Societa'*, Utet, 2002, p. 367 ff.

<sup>70</sup> Court of Cassation, 14 January 1987, No. 183, in *Le Societa'*, 1987., p. 366; Trento Court of Appeal, 2 May 2001, in *Le Societa'*, 2002, p. 57.

<sup>71</sup> *Ferrarini*, La responsabilita da prospetto, op. cit., u bilj. 69., str. 90.

<sup>72</sup> *Carnevali*, La responsabilita' civile degli amministratori per danno ai risparmiatori, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 88, 91; *Casadei*, La responsabilita' della societa' di revisione, *Giuffre'*, 2000, str. 154.; *Pinardi*, "La responsabilita' per danni da informazione nel mercato finanziario", in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, p. 363.

<sup>73</sup> *Casadei*, op. cit., u bilj. 72., str. 154.

<sup>74</sup> Trib. Milan, 22.09. 1986, in *Le Societa'*, 1987., p. 162.

povrede zaštitnog prava (*Schutzgesetz; protective law*), (iii) na kvaziugovornoj osnovi, tj. posebnom pravnom odnosu u pravu tržišta kapitala (*gesetzliche Sonderbeziehung*). Deliktno odgovara izdavatelj prema propisima o pogrešnom savjetovanju ili davanju pogrešnih informacija (čl. 1300., čl. 874., čl. 1295. austrijskog građanskog zakonika), ali samo ako izdavatelj prouzroči štetu svjesno, tj. sa znanjem (*wissentliche Herbeifuehrung des Schadens*).<sup>75</sup> Izdavatelj je odgovoran za povredu propisa o *ad hoc* objavama ako time prouzroči upravo onu štetu koju ta pravila imaju za cilj spriječiti.<sup>76</sup> Kvaziugovorna odgovornost polazi od toga da dužnost objave podataka izdavatelja primarno postoji zbog transakcija koje se odvijaju između subjekata na sekundarnom tržištu i koji su u koordiniranom odnosu (potencijalni kupac i prodavatelj), a tek sekundarno zbog odnosa između izdavatelja i ulagatelja u vrijednosne papire. Zbog toga se radi o kvaziugovornom odnosu<sup>77</sup>. Razlog kojim se može opravdati postavljanje kvaziugovorne odgovornosti izdavatelja je činjenica da trgovanje vrijednosnim papirima na sekundarnom tržištu neizravno utječe i na ekonomske interese izdavatelja.<sup>78</sup> A upravo su ti podaci koje može dati samo izdavatelj financijskog instrumenta, ključni i nužni za nesmetano odvijanje transakcija s vrijednosnim papirima između sudionika na sekundarnom tržištu. Članovi uprave se smatraju odgovornima samo pod sljedećim okolnostima: ako djeluju u krajnjoj nepažnji (čl. 1300. Austrijskog građanskog zakonika), ako iskoriste osobno povjerenje nekih ulagatelja, ako objavom pogrešnih informacija ostvare osobnu korist, ili ako propuste objaviti dužnu informaciju.<sup>79</sup>

Švicarsko pravo već dugo poznaje odgovornost za protupravni propust objave ili objavu zavaravajućih podataka na sekundarnom tržištu. Odgovornost prema ulagateljima nema samo izdavatelj već i druge odgovorne osobe unutar samog izdavatelja, (*tzv. responsible managers*).<sup>80</sup> Međutim, ta odgovornost do sada nije regulirana federalnim pravom, već je zadaća donošenja propisa prepuštena burzi.<sup>81</sup> Općenito, odgovornost za davanje podataka na sekundarnom tržištu može se temeljiti na deliktu, odgovornosti zbog povrede povjerenja (*Vertrauenshaftung; liability for breach of confidence*), pravilima odgovornosti iz prava društva koja predviđaju izravnu odgovornost članova određenog organa društva (primjerice, članova uprave) prema dioničarima društva.<sup>82</sup>

<sup>75</sup> Kalss/Oppitz, Österreich, u: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, str. 857.

<sup>76</sup> *Loc. cit.*

<sup>77</sup> *Loc. cit.* Vidi još: Kalss, Bankarchiv 2000, 641- 647.

<sup>78</sup> Kalss, Bankarchiv 2000, 641 (647).

<sup>79</sup> Tek je nedavno Ministarstvo pravosuđa iznijelo prijedlog zakona kojim se predviđa mnogo šira odgovornost članova uprave. Trenutačno su u tijeku pregovori o opravdanosti postavljanja takve odgovornosti te o nekim problemima kao što su ograničena odgovornost, osiguranje od odgovornosti i drugo. Vidi, Kalls, *Recent developments in liability for nondisclosure of capital market information*, International Review of Law and Economics 27 (2007) str. 91.

<sup>80</sup> Kowalewski – Schweiz, u: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, str. 999-1056.

<sup>81</sup> *Ibid.*, str. 1057.

<sup>82</sup> *Ibid.*, str. 1062. i dalje. Köndgen, Ad-hoc- Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in FS Druey (2003) str. 791. i dalje.

U engleskom pravu opće pravilo dužnosti *ad hoc* objave podataka, dio je cjeline obveza objavljivanja na tržištu, određeno u poglavlju 9 *Listing Rules*<sup>83</sup>. Povreda te dužnosti posebno je regulirana u Dijelu VIII u *Financial Services and Markets Act 2000* (dalje: FSMA), a daljnja konkretizacija je ostvarena u *Code of Market Conduct* koju izdaje FSA<sup>84</sup>. FSMA predviđa tri oblika zloupotrebe tržišta i to: (i) zloupotrebom podataka, (ii) pogrešnim ili zavaravajućim podacima, (iii) poremećajem tržišta (čl. 118. FSMA). Prvi oblik, tj. zabrana zloupotrebe podataka ima za cilj provedbu obveza objave podataka i nadopunjuje zabranu *insider tradinga* koji je uređen u čl. 52. *Criminal Justice Act 1993*. U engleskom pravu ne postoji izravna odgovornost izdavatelja prema sudionicima tržišta, pa povreda obveze objavljivanja povlači samo upravne sankcije izrečene od strane nadzornog tijela (*supervisory authority – FSA*)<sup>85</sup>. Izravna odgovornost, iznimno, može postojati samo u slučaju ako je osoba koja je izazvala povredu obveze objavljivanja u poslovnom odnosu s oštećenom stranom.<sup>86</sup> Nadalje, tužba zbog štete se, prema čl. 150. FSMA, može temeljiti na povredi zakonskih dužnosti. No, ta se odredba ne može primijeniti na povredu obveze objavljivanja jer se *Listing Rules* izričito *ne* primjenjuju na zaštitu individualnih prava i interesa.<sup>87</sup> Druga mogućnost utvrđivanja odgovornosti jest da FSA naloži naknadu štete (*restitution order*)<sup>88</sup>. Započinjanje ovog postupka u potpunosti ovisi od FSA te oštećena stranka ne može utjecati, niti na započinjanje niti na daljnji tijek postupka. FSA sama odlučuje o naknadi štete ili podnosi prijedlog sudu, te FSA ili nadležni sud određuju da izdavatelj ima obvezu naknade odgovarajuće štete. Pri procjeni visine naknade štete, uzima se u obzir odnos ostvarene koristi izdavatelja i pretrpljene štete ulagatelja.<sup>89</sup> Iako će zasigurno sankcije iz kaznenog prava i dalje biti u prvom planu, izloženi instituti prikladni su za utiranje puta prema poimanju opće odgovornosti izdavatelja prema ulagateljima za informacije na sekundarnom tržištu.<sup>90</sup>

U francuskom pravu ne postoji posebno pravilo koje određuje odgovornost za povredu obveze objavljivanja. Stoga se primjenjuje opća deliktna norma, sadržana u Poglavlju 1382 *Code Civil*, prema kojoj se odgovornost za objavu zavaravajućih podataka temelji na pitanju je li šteta učinjena posredno ili neposredno.<sup>91</sup> Općenito, svaka osoba ima pravo podnijeti tužbu za naknadu štete zbog propusta objave ili objave zavaravajućih podataka. To pravo je posebice

<sup>83</sup> *Leyens – England*, u: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, str. 417.-501.

<sup>84</sup> *Op .cit.*, str. 528.

<sup>85</sup> *Op .cit.*, str. 548.

<sup>86</sup> *Ibid.*, str. 549.

<sup>87</sup> *Ibid.*, str. 554.

<sup>88</sup> Poglavlje 9 FSA Priručnika “Enforcement: Restitution and Redress”; *ibid.*, str. 556.

<sup>89</sup> *Ibid.*, str. 560.

<sup>90</sup> *Ibid.*, str. 563.

<sup>91</sup> *Puttfarken/Schrader – Frankreich*, u: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, str. 595.-615.

neupitno za ulagatelje koji su bili potaknuti kupiti vrijednosne papire zbog zavaravajućih podataka.<sup>92</sup> Također, nedavno je *Cour de Cassation* ustanovio pravo na tužbu i onim dioničarima koji su se zbog zavaravajućih podataka suzdržali od prodaje financijskih instrumenata i time pretrpjeli štetu.<sup>93</sup>

#### 4. Nadležnost za rješavanje ovih sporova i ostala procesna pitanja

Sporovi o odgovornosti izdavatelja i drugih odgovornih osoba radi povrede obveze objave informacija na tržištu kapitala vrlo su složeni, ne samo zbog složenosti pravnih pitanja, već i zbog činjenice da se u pravilu pojavljuje suparničarstvo na aktivnoj, ali i pasivnoj strani.

Na aktivnoj strani zbog disperzirane dioničarske strukture uvrštenih društava može se pojaviti i nekoliko stotina, a i tisuća osoba. Također je moguće da neki dioničari trpe štetu uslijed objave informacije, a neki ne. Naime, oni koji su trgovali dionicama na temelju zavaravajuće informacije ili zbog činjenice da u kritično vrijeme nije objavljena istinita informacija trpe štetu, dok oni koji drže dionice u kritično vrijeme i trguju njima nakon što je objavljena istinita i potpuna informacija ne trpe štetu. Specifičnost ovih sporova sastoji se i u tomu da presuda koja se donosi u pogledu pitanja je li društvo (i/ili neka druga odgovorna osoba) učinilo povredu, mora djelovati prema svim dioničarima, odnosno svim članovima društva, kao i prema ulagateljima koji to nisu (imatelji obveznica). Deklaratorni dio judikata djeluje prema svima, dok kondemnatorni dio djeluje samo prema onim dioničarima (ulagateljima) koji trpe štetu. Stoga se može reći da na aktivnoj strani postoji dijelom jedinstveno, a dijelom materijalno suparničarstvo. S druge strane, na pasivnoj strani u nekim sporovima postoji solidarna odgovornost (objave na sekundarnom tržištu), dok u drugima ne postoji (objave sadržane u prospektu).

U komparativnoj literaturi ima shvaćanja da ovi sporovi ne koriste nikome, ni društvu ni dioničarima. Ova kritika temelji se na tzv. cirkularnom argumentu.<sup>94</sup> Naime, u postupcima za naknadu štete dioničarima tužena društva i njihovi osiguratelji plaćaju kako bi se nagodili, što u konačnici ide na teret samih dioničara koji bi trebali biti subjekti zaštićeni tim tužbama.<sup>95</sup>

<sup>92</sup> *Ibid.*, str. 615.

<sup>93</sup> *Ibid.*, str. 616.

<sup>94</sup> *Coffee, J.C. Jr.* Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1549-56 (2006); Committee on capital markets, Interim report, 78-79, available at [http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf) (interim report) *Arlen, J.H / Carney, W.J.* Vicarious Liability for Fraud on Securities Market: Theory and Evidence, 1992 U.ILL.L.REV., 691, 698-700 *Bloomberg, M.R. / Schumer, C.E.* Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership, dostupno na: [http://www.schumer.senate.gov/SchumerWebsite/pressroom/special\\_reports/2007/NY\\_REPORT%20\\_FINAL.pdf](http://www.schumer.senate.gov/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20_FINAL.pdf).

<sup>95</sup> Izvještaj Odbora za pravila tržišta kapitala (Committee on Capital market regulation) sugerira da strana društva izbjegavaju uvrštenja na američkim burzama upravo iz bojazni da bi mogli biti tuženi. Vidi loc. cit.

Neke jurisdikcije razvile su stoga kolektivne instrumente zaštite ovih prava, kao što su *class action*, odnosno grupne tužbe i sl. Mi se ubrajamo u kontinentalno zakonodavstvo koje nije sklono prihvaćaju grupnih tužbi, pa se tako u nas osim udružne tužbe, koju u ime potrošača podnosi udruga za zaštitu potrošača, takvi instituti niti ne pojavljuju. U drugim zemljama njihova je primjena raširena, a to se posebice odnosi na države anglosaksonskog kruga. Stoga je zanimljivo primijetiti da je u Njemačkoj 2005. godine donijet zakon kojim se na poseban način reguliralo probleme masovnih parnica koje su očigledno pritiskale njemačko pravosuđe te se taj postupak pokušao racionalizirati uvođenjem, tzv. model postupka, koji je uređen Zakonom o model postupku za sporove na tržištu kapitala.<sup>96</sup>

Idući problem sastoji se u tomu što se kod ovih sporova često događa da je tuženik u posjedu ključnih dokumenata kojima bi se trebala dokazati povreda dužnosti objave informacija. U takvim situacijama neki procesni sustavi primjenjuju institut, tzv. pred-raspravnog predočavanja dokaza, tzv. *pretrial discovery*. U *common law* sustavima, *discovery* je uobičajena procesna radnja sukladno kojom stranke u postupku moraju jedna drugoj predočiti sve dostupne dokaze vezane na spor, uključujući i one koji bi mogli naštetiti njihovom položaju u postupku.<sup>97</sup> Jurisdikcije kontinentalnopravne tradicije ne poznaju navedeni procesni institut, stoga stranke nisu obvezne izručiti jedna drugoj dokaze, a pogotovo ne one koje ih mogu staviti u nepovoljan položaj u postupku. U nas od pomoći može biti propis temeljem kojeg sud ima ovlasti zahtijevati od stranaka predočenje određenih dokumenata u svrhu utvrđivanja činjenica.<sup>98</sup>

#### **4.1. Nadležnost za rješavanje sporova u Republici Hrvatskoj**

S obzirom na to da će se na aktivnoj strani najčešće pojaviti dioničari, a društvo na pasivnoj strani, kriterij za uspostavu nadležnosti trgovačkog suda postoji u svakom slučaju ako su na obje strane stranke pravne osobe (čl. 34b. ZPP). U slučaju da se u sporovima između pravnih osoba pojavljuju i fizičke osobe, koje imaju svojstvo materijalnih suparničara, također se može zasnovati nadležnost trgovačkog suda (arg. čl. 34b. st. 10. ZPP).

U slučaju kada bi društvo tužio dioničar – fizička osoba, nadležnost trgovačkog suda moći će se ustanoviti pod uvjetom da se taj spor može kvalificirati kao spor iz čl. 34b. st. 3. ZPP- a. Prema legalnoj definiciji, to su s jedne strane sporovi

<sup>96</sup> Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten, BGBl 2005 I 2437.

<sup>97</sup> U SAD-u navedeni postupak reguliran je sec. 26. Saveznog zakona o parničnom postupku (*Federal Rules of Civil Procedure*) prema kojemu stranke samostalno obavljaju postupak predaje dokumenata na način da prvo predoče jedna drugoj dokaze kojima potkrepljuju svoje navode, a naknadno svaka stranka može tražiti od druge izručenje dokumenata za koje smatra da bi mogli biti od koristi u dokaznom postupku. Ukoliko stranke ne surađuju u ovom postupku imaju mogućnost tražiti pomoć suda. Iako je *discovery* vrlo širokog opsega isti ima svoja ograničenja utvrđena zakonom.

<sup>98</sup> Tako je, primjerice u RH navedeno pitanje regulirano člankom 233. ZPP.



između samih dioničara, ali i između dioničara i samog društva, koji se tiču položaja članova u društvu, upravljanja društvom i vođenja poslova društva te prava i obveza članova društva koji proizlaze iz njihova položaja u društvu. Ako bi se ovi sporovi smatrali povredom “članskih prava”, tada bi o njima uvijek odlučivao trgovački sud.

Međutim, u biti ovi sporovi prelaze “gabarite” sporova o članskim pravima. Pravo dioničara biti informirani, a to je člansko pravo najrodnije ovim sporovima, odnosi se na dioničare koji su postavili *zahtjev* za davanje informacija te se njima ta obavijest daje *ad personam*. Obavijesti dane dioničarima nemaju onaj publicitetni značaj koji imaju objave. To su ipak informacije koje ostaju u krugu članova (*intra omnes*) i koje su dioničarima potrebne da bi bile podlogom za donošenje odluka o pitanjima o kojima se raspravlja na skupštini društva. Naprotiv, objave koje je dužno dati *uvršteno društvo* objave su koje djeluju i izvan društva (*erga omnes*), kako prema dioničarima, tako i prema onima koji će to tek postati, odnosno prema cijeloj ulagateljskoj javnosti. Te objave nemaju za cilj samo informirati postojeće dioničare o stvarima koje se tiču poslovanja društva, a koje su predmet njihova interesa, već su te objave nužne kako bi se na temelju tih informacija formirala (istinita) cijena vrijednosnog papira na tržištu, odnosno potakla kupnja vrijednosnih papira.<sup>99</sup> Objavu tih podataka nitko ne treba zahtijevati, niti društvo može spekulirati da te informacije ne objavi. Ono ih ispunjava kao dio “paketa” obveza koje nosi sa sobom uvrštenje na burzi.

Imajući u vidu različit horizont zaštite kada su u pitanju “članska prava” u odnosu na ciljeve koje se želi zaštititi dužnošću objave (integritet tržišta), upitno je hoće li trgovački sud u sporu dioničara zbog neobjave informacija na tržištu kapitala upravljenom prema izdavatelju vrijednosnih papira, odnosno dioničkom društvu, moći zasnovati svoju nadležnost temeljem kriterija propisanih u čl. 34b. st. 3. ZPP-a. Međutim, u slučaju da dioničar obuhvati tužbom i odgovorne osobe izdavatelja, tj. članove uprave i nadzornog odbora, a to može za sve tri grupe povreda (prospekt, periodične objave, *ad hoc* objave), trgovački sud bi mogao konstituirati svoju nadležnost po kriteriju **atrakcije stvarne nadležnosti**, jer je za rješavanje sporova o odgovornosti članova uprave ili nadzornog odbora dioničkog društva nadležan trgovački sud (arg. iz čl. 34b. st. 4. ZPP).

Pokrene li spor imatelj obveznice, dakle osoba koja nije član društva, čini se da bi o tom sporu mogao odlučivati samo općinski sud, osim u slučaju ako bi se tužbom obuhvatili i članovi uprave odnosno nadzornog odbora, tada bi nadležan bio trgovački sud po atrakciji nadležnosti.

Pragmatični razlozi navode nas na zaključak da bi u ovim sporovima i kada su dioničari fizičke osobe valjalo pledirati za analognu primjenu odredbe o stvarnoj nadležnosti trgovačkog suda, krenuvši od toga da zahtjevi dioničara za naknadu štete zbog neobjave informacija propisanih ZTK-om predstavljaju poseban katalog “članskih prava” vezanih uz dioničare uvrštenih društava, iako

<sup>99</sup> Postoje mnoge doktrine o savršenom tržištu, u kojem cijene robe odgovaraju stvarnim cijenama, o objavama kojima se nastoji ukloniti asimetrična informiranost sudionika na tržištu i sl.

taj "katalog dodatnih prava" osim samih dioničara mogu koristiti i druge osobe kojima je zbog istih povreda nanescena šteta (već navedeni imatelji obveznica tog društva). Razlozi pragmatičnosti ogledaju se u činjenici da su to vrlo sofisticirani sporovi koje bi trebali rješavati specijalizirani sudovi kakvi su trgovački sudovi i to primjenom kriterija predmeta spora (poput nadležnosti utvrđene za sporove iz intelektualnog vlasništva ili pomorske sporove).

#### 4.2. Komparativna iskustva u rješavanju ovih sporova

Pojedine jurisdikcije, poput Njemačke, razvile su posebne postupovne mehanizme kojima se olakšava podnošenje grupnih tužbi ulagatelja protiv izdavatelja (uvrštenih dioničkih društava) u slučaju povrede pravila o obveznom objavljivanju podataka, pokušavši stvoriti kontinentalnu inačicu za *class action*, koja je osobitost pravne kulture SAD-a. S tim problemom se susrela Njemačka kada je 2003. godine Okružnom sudu u Frankfurtu bilo podneseno 15.000 tužbenih zahtjeva protiv *Deutsche Telecoma* vezanih uz ponudu dionica iz 2000. godine.<sup>100</sup> Potaknuta ovim gorućim problemom, Njemačka je donijela Zakon o model postupku na tržištu kapitala kojim je, oslanjajući se na europsku pravnu tradiciju kreirala jedan novi sustav namijenjen postupcima pokrenutima od strane velikog broja tužitelja nazvan *model postupak*. Ovim postupkom Njemačka je postala jedna od rijetkih europskih jurisdikcija u kojoj se na relativno zadovoljavajući način mogu sudskim putem riješiti predmetne vrste sporova.

Polje primjene ovog zakona obuhvaća samo dvije kategorije masovnih parnica.<sup>101</sup> Taj se postupak primjenjuje kod tužbi za naknadu štete zbog davanja netočne zavaravajuće informacije ili propuštanja davanja iste od strane uvrštenih društava, kao i na tužbe za ispunjenje ugovora koje se temelje na ugovoru sklopljenom temeljem ponude za preuzimanje, tj. temeljem Zakona o preuzimanju (WpUG), ali se ne primjenjuje na tužbe prema neuvrštenim društvima (*grauer Markt*).<sup>102</sup> Ukratko to su zahtjevi za naknadu štete zbog netočnog davanja ili nedavanja svih oblika informacija koje je dužan izdavatelj objaviti na tržištu kapitala.<sup>103</sup> U to ulazi odgovornost zbog netočnih informacija danih u prospektu, zatim dužnost objave povlaštenih informacija, izjave dane u godišnjim, polugodišnjim i kvartalnim izvješćima i sl.<sup>104</sup>

<sup>100</sup> U Njemačkoj se priča s DT-om nastavlja. U travnju ove godine 17000 dioničara je tužilo *Deutsche Telekom*, zastupano po 80 punomoćnika zahtijevajući naknadu štete u visini od 80 milijuna EUR zbog toga što je *Deutsche Telekom* "napuhao" predviđanja o ostvarenju dobiti u prospektu kada je išao u javnu ponudu treće tranše dionica 2000. godine.

<sup>101</sup> *Reuschle, F. The Capital Markets Model Case Act – a new type of a Class Action?*, Vidi <http://www.eu2006.bmsg.gv.at/cms/eu2006EN/attachments/2/0/9/CH0604/CMS1133512397104/reuschle.pdf>.

<sup>102</sup> OLG München, Beschluss 27.7.2006, 31 AR 70/6, AG 2006, 722.

<sup>103</sup> Sve vrste informacija zbog kojih se može zahtijevati naknada štete prema model postupku navedene su u § 1 Abs 1 KapMuG.

<sup>104</sup> Što ulazi točno u polje primjene ovog zakona bilo je predmetom različitih tumačenja u sudskoj praksi. Vidi primjerice odluku OLG-KÖLN – Beschluss vom 23.11.2007, Aktenzeichen: 24 W

Tijekom prvostupanjskog postupka ulagatelj (dioničar) kao tužitelj, odnosno izdavatelj kao tuženik može podnijeti sudu zahtjev za primjenom model postupka. Zahtjev za model postupkom odnosi se na razjašnjenje činjeničnih ili pravnih pitanja. Može se, primjerice zahtijevati da se utvrdi postoje li ili ne postoje određene okolnosti koje opravdavaju usvajanje ili odbijanje tužbenog zahtjeva ili da se razjasne sporna pravna pitanja od strane višestupanjskog regionalnog suda (*Oberlandsgericht*). Da bi viši sud mogao otvoriti model postupak mora teći već 10 parnica koje se temelje na istoj činjeničnoj osnovi pred nižim sudovima, a to sve u roku od 4 mjeseca nakon što je prvi zahtjev za otvaranjem model postupka objavljen u registru tužbi (*Klageregister*).<sup>105</sup> Nakon objave u registru tužbi svi se započeti postupci prekidaju (*ex offio*). Kako su podaci iz registra tužbi javno dostupni, ostali ulagatelji se mogu pridružiti postupku podizanjem tužbe. Odluka višeg suda pravno i činjenično obvezuje sudove koji rješavaju sporove po tužbama. Predviđena je isključiva nadležnost suda sjedišta izdavatelja vrijednosnih papira.<sup>106</sup> Ovaj postupak nije *class action*. On stoji na raspolaganju jedino strankama koje su voljne same započeti postupak, bilo one koje su već započele postupak, bilo one koje su se u to uključile kasnije. Ovaj postupak ne dopušta podizanje tužbe u ime više ili manje nepoznate grupe tužitelja čime se, prema shvaćanju u njemačkoj literaturi, vrši neovlašteni pritisak na tuženika. Troškove snosi stranka koja izgubi spor (načelo *causae*), a tužitelji, osim što dijele troškove model postupka, osiguravaju na taj način brzo rješavanje pitanja koja su od odlučujućeg značenja za spor.

Zanimljivo je da je prema čl. 9. istog zakona predviđena njegova abrogacija 1.11.2010., pa prema tomu ostaje na snazi samo pet godina. Razlog ovakvom uređenju leži u činjenici da se taj institut, bude li se pokazao uspješnim, namjerava preuzeti u njemački ZPO za sve građanskopravne postupke. Kao jedan od razloga za donošenje zakona njemačka je vlada spomenula male iznose šteta koje trpe individualni ulagatelji zbog izdavateljeve objave netočnih ili nepotpunih informacija, dok ukupna šteta može biti vrlo visoka. Individualni ulagatelji obično ne potražuju naknadu štete jer su iznosi njihovih šteta premali da bi opravdali vođenje parničnog postupka, pogotovo kada se uzmu u obzir troškovi postupka koji su visoki zbog toga što se angažiraju vještaci.

52/07, na odluku: LG Köln, 2 O 679/06 vom 13.07.2007 – <http://www.juraforum.de/urteile/urteil/olg-koeln-beschluss-vom-23-11-2007-az-24-w-5207.html>.

<sup>105</sup> U sudskoj praksi je bilo sporno tumačenje pojma “tekućih parnica”, odnosno započelih postupaka. Nekoliko tužitelja (više od 10) u jednoj parnici zahtijevalo je da se otvori model postupak, ali u vrijeme od 4 mjeseca po njegovu otvaranju nije započet dovoljan broj novih parnica. Viši sud je smatrao da to što u tekućem postupku ima više od 10 tužitelja nije dovoljno za odlučivanje o modelu postupka, jer ne postoji opasnost donošenja sadržajno različitih judikata, kada isti sud raspravlja o svim zahtjevima. Vidi OLG-MÜNCHEN – Beschluss vom 09.02.2007, Aktenzeichen: W (KAPMU) 1/06 na odluku LG Augsburg 1 O 4341/04 vom 16.10.2006, OLG Augsburg 27 W 313/06 na stranici <http://www.juraforum.de/urteile/urteil/olg-muenchen-beschluss-vom-09-02-2007-az-w-kapmu-106.html>.

<sup>106</sup> *Papst, S. Liability for Misstatements – Germany*, [http://www.hmtreasury.gov.uk/media/3/5/da-vies\\_research\\_germany.pdf](http://www.hmtreasury.gov.uk/media/3/5/da-vies_research_germany.pdf).

Koje su prednosti ovakvog rješavanja sporova?<sup>107</sup> Navodi se da ulagatelji imaju mogućnost provjere u registru tužbi na internetu, odnosi li se prijedlog za otvaranje model postupka koji je podnesen, na njihov tužbeni zahtjev. To ih može motivirati da i sami podnesu tužbu zbog toga jer će troškovi dokaznog postupka biti podijeljeni između svih suparničara. Izdavatelji vrijednosnih papira, s druge strane mogu na ovaj način u vrlo kratkom roku razjasniti razna činjenična i pravna pitanja. Sudovi pak imaju mogućnost iznaći dosljedno pravno rješenje, a da se pritom smanji broj provedenih procesnih radnji. S druge strane, viši sud koji odlučuje o određenim pravnim ili činjeničnim pitanjima daje samo model rješenja tih pitanja, a sudovi koji odlučuju o tomu odlučuju o pojedinačnim zahtjevima stranaka, odnosno o iznosima pojedinačnih šteta.

U Velikoj Britaniji<sup>108</sup> grupne tužbe pojavljuju se kao derivativne tužbe i tužbe prema načelu reprezentacije. Jedna stranka može predstavljajući i druge, tužiti ne samo radi ostvarenja svog osobnog interesa, već i interesa onih koji su na sličan način pogođeni radnjama / propuštanjima tuženika. *Representative action* imaju dugu povijest u Velikoj Britaniji.<sup>109</sup> Ta vrsta tužbi može se pojaviti u tri oblika: na aktivnoj strani (*claimant-led*), na pasivnoj strani (reprezentirana grupa se sastoji od različitih potencijalnih počinitelja delikata ili dužnika) ili kombinirano, i na strani tužitelja, i na strani tuženika. Presuda se odnosi i na one koji su bili samo reprezentirani, bez potrebe da budu identificirani ili obaviješteni o parnici i bez da se izjasne pridružuju li se parnici. To uzrokuje i smanjenje parničnih troškova. Osim što ovi postupci omogućuju lakše procesuiranje zahtjeva, koji se ne mogu tako uspješno utužiti ako je na aktivnoj strani samo jedna osoba, oni također omogućuju ispraviti postupovnu nejednakost između “malih tužitelja” i “velikog tuženika”, čime se ostvaruje bolji pristup pravosuđenju – *access to justice*.<sup>110</sup> Kao nedostaci ovog sustava uobičajeno se ističu: opasnost od površnog odlučivanja (*superficial adjudication*). S obzirom na to da sumarno tretiraju cijelu grupu osoba kao rezultat toga može se pojaviti potreba za dodatnim vođenjem posebnih postupaka. Kritiziraju ih zbog problema valjanog vođenja postupka (*due process*). **Svaka osoba bi trebala imati mogućnost biti obaviještena o parnici koje je postala dio te se izjasniti hoće li sudjelovati u njoj. Također se ističe da postoji opasnost od kolektivnog zastrašivanja, i velike tvrtke pod pritiskom radije sklapaju nagodbe, negoli da se upuste u parničenje, za koje možda i postoji osnova (*danger of collective bullying*).**

<sup>107</sup> Vidi obrazloženje prijedloga zakona na: [www.bmj.bund.de/files/-/1056/EnglishInfoKapMuG.pdf](http://www.bmj.bund.de/files/-/1056/EnglishInfoKapMuG.pdf).

<sup>108</sup> Andrews, Multi-party proceedings in England: representative and group actions, 11 Duke J. of Comp. & Int'l L. 249.

<sup>109</sup> Yeazell Stephen C., From medieval group litigation to the modern class action, New Haven: Yale University Press, 1987.

<sup>110</sup> Lord Chancellor's Department, Access to justice: multi-party situations: proposed new procedures (1997); Lord Woolf, Access to justice: final report 223-48 (June 1996) citirano prema Andrews, N. Multi-party proceedings in England: representative and group actions, 11 Duke J. of Comp. & Int'l L. 249.

Grupne tužbe, za razliku od *class actions*, predstavljaju manji pritisak na tuženika da se nagodi, iz razloga što se *group litigants* moraju registrirati i oni individualno iznose svoj zahtjev, a u pogledu troškova su solidarno odgovorni. Izmjene i dopune parničnog postupka u Velikoj Britaniji iz 2000. godine reformirale su grupne tužbe. Bit reformiranog postupka je da sud određuje “*cluster of claims*” kao pogodan za tzv. “*group litigation order*”. Takav nalog omogućuje postupanje s tužbama koje proizlaze iz iste, ili slične činjenične, ili pravne osnove (the ‘GLO issues’).<sup>111</sup> Ako se potencijalni tužitelji ne pridruže postupku do navedenog datuma, oni moraju tužiti sami.<sup>112</sup> Prema nekim podacima 2004. godine bilo je 49 takvih grupnih tužbi registriranih: među njima su tuženici *MacDonalds*, *Ryanair*.<sup>113</sup> U oblasti prava društava, odnosno poreznog prava čak su tri grupne tužbe podnijete zbog diskriminatornog režima prema opozivanju dividendi nerezidenata.<sup>114</sup> U SAD-u usporedbe radi, samo u Sjevernom distriktu Kalifornije, zaprimljeno je 225 *class action* postupaka zbog povrede federalnih zakona o trgovanju vrijednosnim papirima, što dovoljno govori o američkoj kulturi parničenja.<sup>115</sup>

U posljednje vrijeme probija se shvaćanje da bi te sporove trebalo rješavati arbitražom. Arbitraža u ovim vrstama sporova uz svoje već uobičajene prednosti, može pridonijeti i rješavanju teško premostivih problema nastalih u sudskoj praksi. To se posebno odnosi na jurisdikcije anglosaksonske pravne tradicije,<sup>116</sup> među kojima je SAD najbolji primjer. U SAD-u sporove iz materije vrijednosnih papira nerijetko pokreće veliki broj tužitelja posredstvom, tzv. *class actions* <sup>117</sup>. Nedavno su se, međutim, znanstvenici i praktičari složili da je američka kultura parničenja štetna budući da ne donosi razmjernu korist, ni dioničarima, ni široj javnosti. Kao odgovor na kritiku da treba smanjiti obijesno parničenje u domeni vrijednosnih papira i da to sve više šteti integritetu američkog tržišta kapitala u kontekstu globalnog, američki Kongres je 1995. i 1998. godine uveo niz

<sup>111</sup> Civil procedure rules practice direction [P. D.] 19 (U.K.).

<sup>112</sup> *Riggs, A.* The Future of Group Litigation, dostupno na: [www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=2169&nid=6](http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=2169&nid=6).

<sup>113</sup> Popis svih aktivnih predmeta u Velikoj Britaniji (group litigation) vidi: [www.hmcourts-service.gov.uk/cms/150.htm](http://www.hmcourts-service.gov.uk/cms/150.htm).

<sup>114</sup> Vidi npr. opis spora u predmetu *CFC Dividend Group Litigation (30/07/03)*: The litigation concerns claims alleging that certain provisions of the corporation tax legislation concerning the provisions regarding controlled foreign companies and/or the provisions which make dividends received by UK corporations from companies resident outside the UK subject to corporation tax are contrary to the EC Treaty or the allocation of taxing provisions in Double Taxation Conventions.

<sup>115</sup> Popis predmeta (List of Federal Securities Class Action Filings In the Northern District of California), od kad je stupio na snagu The Private Securities Litigation Reform Act of 1995, vidi na mrežnoj stranici: [securities.stanford.edu/news-archive/2003/20031202\\_Settlement03\\_Staff.htm](http://securities.stanford.edu/news-archive/2003/20031202_Settlement03_Staff.htm).

<sup>116</sup> Za englesko pravo vidi: *Chiu, I.H.* Contextualizing shareholder’s disputes – a way to reconceptualise minority shareholder remedies, *JBL*, 2006, May, 312-338.

<sup>117</sup> Budući da u hrvatskom prijevodu ne postoji izraz koji bi označavao grupnu tužbu tipično američkog značenja autorica se odlučila koristiti izvornim terminom u ovom radu.

postupovnih ograničenja za *class actions* iz područja vrijednosnih papira.<sup>118</sup> Uvedena ograničenja rezultirala su smanjenjem broja tužbi, ali je došlo do znatnog povećanja prosječnog iznosa nagodbi.<sup>119</sup> Navedeni problem takvih je razmjera da mu se u nekim krugovima pripisuje odgovornost za pad atraktivnosti američkog tržišta kapitala. Odbor za regulaciju tržišta kapitala (*Committee on Capital Market regulation*) donio je dva izvješća<sup>120</sup> nakon kojih je uslijedilo i tzv. Bloomberg/Shumer izvješće<sup>121</sup> kojima se oštro kritizira parničenje iz područja vrijednosnih papira (*securities litigation*) te se kao rješenje predlaže arbitriranje sporova između dioničara i njihovih društava. Prema izvješćima, arbitražno rješavanje sporova smanjilo bi troškove postupka društvima, dok bi dioničarima pružilo brzo i efikasno rješavanje sporova.<sup>122</sup> Osim svojih zagovornika arbitraža ima i brojne protivnike, a pri pokušaju njezine implementacije pojavljuju se brojni problemi. Polemika je u američkom pravu oko tog pitanja tek otvorena.

### 4.3. Primjer predmeta *Marc Gertl i drugi v. Daimler Chrysler*

Jedan od najpoznatijih tekućih predmeta koji se rješava u model postupku je spor dioničara Marc Gertla i ostalih protiv automobilskog diva izdavatelja *DaimlerChryslera*. Njemu se u ovom sporu pridružilo oko stotinu nezadovoljnih dioničara. Tužitelj je kao i brojni drugi ulagatelji prodao dionice izdavatelja prije skoka cijene dionica do kojeg je došlo nakon što je objavljena vijest o ostavci omraženog predsjednika uprave Jürgen Schremppa.<sup>123</sup> Iako su njihovi tužbeni zahtjevi pojedinačno malih iznosa, ukupno, dioničari zahtijevaju naknadu štete u iznosu od 5 milijuna EUR-a. Tužitelji tvrde da je Daimler ostavku predsjednika

<sup>118</sup> Za detaljan prikaz navedenih promjena vidi *Johnson J.J., / Brunet E., Arbitration of shareholder Claims: Why change is not always a measure of progress*, Lewis & Clark Law School, 2008, Working paper, str. 6 i dalje dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1112826>.

<sup>119</sup> Vidi *Johnson J.J., / Brunet E., op.cit.*, str. 2 i bilješke 5 -6 dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1112826>.

<sup>120</sup> Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation 31 (2006), dostupno na [http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf) [u daljnjem tekstu CCM Interim report]; Committee on Capital Markets Regulation, *The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market* (2007), dostupno na: [http://www.capmksreg.org/pdfs/The\\_Competitive\\_Position\\_of\\_the\\_US\\_Public\\_Equity\\_Market](http://www.capmksreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market), [u daljnjem tekstu, CCM 2007 Report].

<sup>121</sup> *Bloomberg, M.R. / Schumer, C.E. Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, [http://www.schumer.senate.gov/SchumerWebsite/pressroom/special\\_reports/2007/NY\\_REPORT%20\\_FINAL.pdf](http://www.schumer.senate.gov/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20_FINAL.pdf).

<sup>122</sup> *Ibid.*, str. 103.

<sup>123</sup> Kada bi se ova okolnost procjenjivala prema našem pravu ove bi činjenične okolnosti trebalo procjenjivati prema čl. 244a. ZTD-a po kojem se ostavka predsjednika i člana uprave dioničkog društva daje nadzornom odboru društva u pisanom obliku. O podnesenoj ostavci nadzorni odbor mora obavijestiti ostale članove uprave te poduzeti mjere radi upisa promjene u sastavu uprave u sudski registar. Pravno gledano ostavka nije nastala usmenim priopćenjem, već predajom pisane ostavke nadzornom odboru. Prema tomu, s obzirom na to da se povlaštena informacija štiti od svoga nastanka, ne može uživati zaštitu prije nego što je nastala. Pravno gledano ovdje se radi o glasinama, a glasine se ne smatraju povlaštenim informacijama.

uprave planirao mnogo prije datuma na koji je objavljena, a da bi ranija objava spriječila neke investitore da prodaju dionice. S druge strane, Daimler u svom pripremnom podnesku, odnosno odgovoru na tužbu navodi da je izdavatelj informirao javnost u trenutku kada je donesena odluka.

Vrhovni sud Njemačke je po izjavljenoj žalbi na odluku suda koji je odlučivao u tzv. model postupku, ukinuo presudu Višeg zemaljskog suda u Stuttgartu<sup>124</sup> i vratio je na ponovno suđenje. Viši zemaljski sud u Stuttgartu trebao je utvrditi u model postupku je li prijevremena ostavka predsjednika uprave povlaštena informacija, kada je ona nastala i je li pravovremeno objavljena. Viši zemaljski sud u Stuttgartu smatrao je da se radi o povlaštenoj informaciji koja je nastala 28.07.2005. oko 9:50 te da ju je izdavatelj, Daimler Benz pravovremeno objavio. Na tu odluku žalio se tužitelj. U dokaznom postupku je utvrđeno da je sjednica nadzornog odbora održana u rečeno vrijeme, da je nakon sjednice nadzornog odbora na kojoj se odlučivalo o ostavci predsjednika uprave obavijest o odlukama donesenima na sjednici nadzornog odbora (o prestanku njegovih funkcija s danom 31.12.2005. godine te o stupanju novog predsjednika uprave na njegovu dužnost) upućena nadzornom tijelu na tržištu kapitala kao i burzi u 10:02. U 10:32 ista je obavijest proslijeđena DGAP-u, agenciji specijaliziranoj za primanje objava koje trebaju objavljivati uvrštena društva, nakon što je istog dana u 9:30 na istu adresu poslano kvartalno izvješće izdavatelja. Nakon što je poslano kvartalno izvješće cijena dionica na burzi porasla je na 38,70 EUR, a nakon što je poslana obavijest o ostavci predsjednika uprave cijena je porasla na 40,40 EUR, a zatim je nastavila rasti do 42,95 EUR. Tužitelj je istoga dana u 9:00 prodao 800 dionica po cijeni od 36,50 EUR, a još ranije, odnosno 16.05.2005. 100 dionica po još nižoj cijeni od 31,85 EUR. Tužitelj tvrdi da je predsjednik uprave još tijekom mjeseca svibnja 2005. godine u razgovoru što ga je vodio s predsjednikom nadzornog odbora izjavio da svoj mandat želi prijevremeno okončati i da ga s datumom 31.12.2005. "stavlja na raspolaganje". Ovu izjavu je, prema tužitelju, trebalo protumačiti kao jednostranu ostavku (*einseitige Amtsniederlegung*). Tužitelj smatra da je do ostavke došlo još u mjesecu svibnju. Također tvrdi je da je većina članova nadzornog odbora bila upoznata s tom okolnošću prije sjednice nadzornog odbora na kojoj se o tomu odlučivalo, a koja je bila zakazana 28.07.2005. Tuženik je, naprotiv tvrdio da nadzorni odbor kao kolektivno tijelo nije imalo nikakvih saznanja o prijevremenoj ostavci predsjednika uprave. Viši zemaljski sud je kao što je već rečeno odlučio da je povlaštena informacija o prijevremenoj ostavci predsjednika uprave nastala na sjednici nadzornog odbora i da je kao takva pravovremeno objavljena odmah nakon okončanja sjednice.

Kako se na model presudu žalio tužitelj, njemački vrhovni sud je ukinuo model odluku i vratio je na ponovno suđenje sudu koji je odlučivao u model postupku zbog povrede odredaba postupka. Naime, sud koji je odlučivao u

<sup>124</sup> OLG Stuttgart Beschluß vom 15.2.2007, 901 Kap 1/06, [http://lrw.juris.de/cgi-bin/laender\\_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&Art=en&GerichtAuswahl=OLG+Stuttgart&az=901Kap 1/06](http://lrw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&Art=en&GerichtAuswahl=OLG+Stuttgart&az=901Kap 1/06).

model postupku, prema mišljenju vrhovnog suda propustio je utvrditi može li se ostavka, koja je dana u razgovoru s predsjednikom nadzornog odbora u svibnju 2005. godine, smatrati povlaštenom informacijom. To se odnosi na izjavu koju je predsjednik uprave priopćio predsjedniku nadzornog odbora da mu prije vremena stavlja svoj mandat na raspolaganje, a taj razgovor je vođen u svibnju 2005. godine. U ponovljenom postupku Viši zemaljski sud u Stuttgartu treba utvrditi može li se iz izjave predsjednika uprave o tomu da predsjedniku nadzornog odbora stavlja svoj mandat na raspolaganje izvesti zaključak da je nastala povlaštena informacija o ostavci predsjednika uprave. Tužitelj se poziva i na pismeni podnesak kojeg je 1.02.2005. uputio predsjednik uprave predsjedniku nadzornog odbora u kojem je između ostalog spomenuo da svoj mandat prijevremeno stavlja na raspolaganje. Postupak je još u tijeku.

## 5. Zaključci

Povreda obveze objave podataka od strane dioničkog društva (izdavatelja) na tržištu kapitala može obuhvatiti mnoge pojavne oblike. Može doći do povreda obveza objave na primarnom tržištu kao i na sekundarnom, koje se ogledaju u objavi neistinitih informacija ili nepravodobne objave istinitih. Povrede objava na sekundarnom tržištu mogu biti povrede *ad hoc* objava i periodičnih objava. Za povrede objava na primarnom tržištu (odgovornost iz prospekta) odgovara širok krug osoba: u prvom redu sam izdavatelj i one osobe koje inače moraju potpisati prospekt, ali prema novom uređenju i osobe izvan društva koje su na razne načine bile uključene u sam način izrade prospekta.

U komparativnom pravu postoje vrlo velike razlike u impostiranju odgovornosti iz prospekta, s obzirom na to da između nekih odgovornih osoba i oštećenika (ulagatelja) ne postoji ugovorni odnos. Neki sustavi polaze od toga da odgovornost proizlazi iz koncepcije povjerenja koje ulagatelji polažu u ono što je sadržano u prospektu (njemačko, austrijsko, dijelom švicarsko pravo). Povjerenje se procjenjuje prema apstraktnom kriteriju, a većina promatranih sustava uzima u obzir jesu li odgovorne osobe primjenjivale profesionalnu pažnju. U nekim sustavima sudovi primjenjuju doktrinu *culpa in contrahendo*. Sve su češći zahtjevi za izostavljanjem kriterija neposrednog odnosa između odgovorne osobe i oštećenog, koji se često pojavljuje kao ograničavajući faktor, jer se onda zahtjev ne može postaviti prema vanjskim odgovornim osobama koje su promotori ili agenti izdanja. Slične prepreke postoje u *common law* doktrini engleskog prava koja zahtijeva postojanje posebnog odnosa da bi postojala odgovornost "odgovornih osoba". S obzirom na to da u engleskom pravu postoji paralelizam pravnih instituta, prednost utemeljenja tužbenih zahtjeva na propisima (*statutory law*) sastoji se u tomu što teret dokaza pada na tuženika. Dok se u francuskom pravu cjelokupna odgovornost iz prospekta temelji na općoj deliktnoj normi, talijansko pravo je specifično utoliko što sudska praksa za neistinit prospekt smatra odgovornim i nadzorno tijelo koje ga je odobrilo, dok sva druga zakonodavstva tu mogućnost otklanjaju.



Prema našem pravu osim što se može identificirati širok krug odgovornih osoba bitno je da njihova odgovornost nije po zakonu solidarna. Na aktivnoj strani pojavljuju se ulagatelji, odnosno najčešće dioničari. Smatramo da posebno "osobe izvana", kao što su banke i drugi financijski posrednici koji sudjeluju u javnoj ponudi izdavateljevih vrijednosnih papira trebaju postupati s oprezom, jer ocijeni li tužitelj da će lakše uspjeti u parnici protiv banke nego protiv izdavatelja, stroga odgovornost iz prospekta na način kako je uređena zakonom ostavlja uzak manevarski prostor. Iako to zakonodavac izrijeком ne uređuje, smatramo da bi procesni teret dokaza trebalo raspodijeliti na način da tužitelj mora dokazati neistinitost ili nepotpunost prospekta, nastalu štetu i uzročnu vezu između štetne radnje i štete. Šteta bi se trebala ogledati u bitnoj razlici između cijene po kojoj je kupljen (stečen) vrijednosni papir i one koja bi se formirala na tržištu da su podaci bili istiniti. Otvoreno je pitanje stoga bi li na strani odgovornih osoba postojala mogućnost ekskulpacije. S obzirom na to da drugi instituti koji se nastavno izlažu, tu mogućnost poznaju, smatramo da je prihvatljivo da se osobe koje su u "drugom krugu" odgovorne mogu osloboditi te odgovornosti ako dokažu da su postupale s profesionalnom pažnjom. Međutim, to prema mišljenju autorice ne bi moglo vrijediti za samog izdavatelja, za kojeg bi, čini se, valjalo usvojiti odgovornost bez obzira na krivnju, inače bi sam smisao odgovornosti iz prospekta bio izigran. Što se tiče fizičkih osoba koje potpisuju prospekt za izdavatelja, također bi trebala biti moguća njihova ekskulpacija, s time da bi na njima trebao biti dokaz o primjenjivanju pozornosti savjesnog gospodarstvenika.

U pogledu objava na sekundarnom tržištu aktivno su legitimirani ulagatelji (najčešće dioničari), a pasivno legitimirani: izdavatelj, članovi upravljačkih i/ili nadzornih tijela izdavatelja, kao i osobe koje su u izdavatelju zadužene za ispunjenje pojedinih obveza izdavatelja. Njihova odgovornost je solidarna po samom zakonu. Tu je zakon izrijeком propisao mogućnost ekskulpacije ako odgovorne osobe dokažu da su prilikom ispunjenja tih obveza postupale s pažnjom dobrog stručnjaka. S obzirom na to da ZTK ne predviđa mogućnost ekskulpacije kod prospekta, otvara se pitanje je li odgovornost iz prospekta stroža, odnosno postoji li bez obzira na krivnju.

U odnosu na ranije uređenje, ali to samo vrijedi za objavu povlaštenih informacija, izdavatelj može na vlastitu odgovornost odgoditi javno objavljivanje povlaštene informacije kako ne bi narušio svoje opravdane interese, pod uvjetom da ta odgoda ne bi dovela javnost u zabludu i da izdavatelj može osigurati povjerljivost te informacije, dok je ranije za to trebao dozvolu Agencije. Međutim, ako izdavatelj nije bio u stanju očuvati povjerljivost informacije u slučaju da odgodi objavu iste, on tu informaciju mora odmah objaviti. Zakon mu olakšava situaciju jedino u slučaju ako je osoba koja je primila informaciju vezana obvezom povjerljivosti. U mogućem sporu, to naravno utrostručuje broj prigovora koje tužitelj može isticati. Odluči li se na odgodu objavljivanja, izdavatelj mora uložiti veliki napor održati kontrolu nad neobjavljenim povlaštenim informacijama. Njegova procesna situacija u eventualnom sporu je daleko složenija, jer mora dokazati da je na dnevnoj osnovi poduzimao brojne preventivne mjere kako ne bi

došlo do “curenja” informacija. Sugestija izdavateljima bila bi da ne biraju prečesto odgodu objave povlaštene informacije.

U komparativnom pravu za povredu obveze objave informacija na sekundarnom tržištu analogno se primjenjuje odgovornost iz prospekta (njemačko pravo), model izvanugovorne odgovornosti za štetu (talijansko pravo), ali ima i drugih pristupa (švicarsko pravo – doktrina povjerenja, odnosno austrijsko pravo – kvaziugovorna odgovornost). U nekim sustavima uopće nije razrađen koncept te odgovornosti kao što je primjerice u engleskom pravu gdje ne postoji izravna odgovornost izdavatelja prema sudionicima tržišta, ali s druge strane postoji vrlo moćno sredstvo zaštite ulagatelja, a to je postupak kojeg provodi samo nadzorno tijelo (FSA), bilo u upravnom, bilo u postupku pred sudom protiv izdavatelja kojim ga se obvezuje na naknadu štete (*restitution order*).

Ono što se u komparativnom pravu i sudskoj praksi iskazuje kao vrlo prijeporno je pitanje osobne odgovornosti članova uprave, te se ona mahom utvrđuje samo za povrede iz grube nepažnje. Dok je gospodarski lobi u njemačkom pravu spriječio donošenje zakona kojim bi se utvrdila osobna odgovornost članova uprave za objave zavaravajućih informacija, talijansko pravo u tom je dijelu otišlo najdalje. Ono je proširilo spektar odgovornih osoba i na revizore, ali je usvojilo i osobnu odgovornost članova uprave. Teret dokaza protupravnog čina je na tužitelju, pri čemu se traži uzročna veza između protupravnog čina i izravne štete tužitelju. Tužitelj mora dokazati kumulativno da je do štete došlo zbog objave neistinitih podataka i protupravnog ponašanja tuženika. S obzirom na to da je ovakvo dokazivanje znatno otežano za male dioničare i ulagatelje, uvedena je tzv. *presumpcija nemara*, prema kojoj je dovoljno dokazati da su objavljeni podaci netočni. Time se teret dokaza prebacuje na tuženike koji tada moraju dokazivati da njihovo djelovanje nije bilo protupravno.

Kada se ovi sporovi nađu pred sudom otvara se niz postupovnih pitanja. Radi se o vrlo složenim sporovima u kojima se pojavljuje suparničarstvo na aktivnoj, ali i pasivnoj strani. Također je moguće da neki dioničari trpe štetu uslijed objave informacije, a neki ne. Naime, oni koji su trgovali dionicama na temelju zavaravajuće informacije ili činjenice da u kritično vrijeme nije objavljena istinita informacija trpe štetu, dok oni koji drže dionice u kritično vrijeme i trguju njima nakon što je objavljena istinita i potpuna informacija ne trpe štetu. Specifičnost ovih sporova sastoji se i u tomu da presuda koja se donosi u pogledu pitanja je li društvo (i/ili neka druga odgovorna osoba) učinilo povredu mora djelovati prema svim dioničarima, odnosno svim članovima društva, kao i prema ulagateljima koji to nisu (imatelji obveznica). Deklaratorni dio judikata djeluje dakle prema svima (*intra omnes* učinak), dok kondemnatorni dio djeluje samo prema onim dioničarima (ulagateljima) koji trpe štetu. Na aktivnoj strani postoji, dakle, dijelom jedinstveno, a dijelom materijalno suparničarstvo. Na pasivnoj strani u nekim sporovima postoji solidarna odgovornost (objave na sekundarnom tržištu), dok u drugima ne postoji (objave sadržane u prospektu).

Zbog prisutnog suparničarstva posebice na aktivnoj strani, neke jurisdikcije razvile su kolektivne instrumente zaštite ovih prava, kao što su *class action*,

odnosno grupne tužbe, a neke zemlje kontinentalnog kruga donijele su propise kojima su te probleme pokušale riješiti u duhu kontinentalnopravne procesne tradicije. Također se nacionalni zakonodavci na različite načine suočavaju s problemom da se ključni dokazi u ovim postupcima najčešće nalaze kod tuženika (*pretrial discovery* i slični instituti). U nas od pomoći može biti propis temeljem kojeg sud ima ovlasti zahtijevati od stranaka predodjenje određenih dokumenata u svrhu utvrđivanja činjenica (čl. 233. ZPP).

U pogledu nadležnosti, mogućnost uspostave nadležnosti trgovačkog suda postoji u svakom slučaju ako su na obje strane stranke pravne osobe (čl. 34b. ZPP). U slučaju da se u sporovima između pravnih osoba pojavljuju i fizičke osobe koje imaju svojstvo materijalnih suparničara, također se može zasnovati nadležnost trgovačkog suda (arg. čl. 34b. st. 10. ZPP). U slučaju kada bi društvo tužio dioničar – fizička osoba, nadležnost trgovačkog suda može se zasnovati pod uvjetom da se taj spor može kvalificirati kao spor iz čl. 34b. st. 3. ZPP- a. Prema legalnoj definiciji, to su s jedne strane, sporovi između samih dioničara, *ali i između dioničara i samog društva, koji se tiču položaja članova u društvu, upravljanja društvom i vođenja poslova društva te prava i obveza članova društva koji proizlaze iz njihova položaja u društvu*. Ako bi se ovi sporovi smatrali povredom “članskih prava”, tada bi o njima uvijek odlučivao trgovački sud. Imajući u vidu različit horizont zaštite kada su u pitanju “članska prava” u odnosu na ciljeve koje se želi zaštititi dužnošću objave (integritet tržišta), upitno je hoće li trgovački sud u sporu dioničara zbog neobjave informacija na tržištu kapitala upravljenom prema izdavatelju vrijednosnih papira, odnosno dioničkom društvu moći zasnovati svoju nadležnost temeljem kriterija propisanih u čl. 34b. st. 3. ZPP-a. Međutim u slučaju da dioničar obuhvati tužbom i odgovorne osobe izdavatelja, a to može za sve tri grupe povreda, trgovački sud bi mogao konstituirati svoju nadležnost po kriteriju atrakcije stvarne nadležnosti, jer je za rješavanje sporova o odgovornosti članova uprave ili nadzornog odbora dioničkog društva nadležan trgovački sud (arg. iz čl. 34b. st. 4. ZPP).

Pragmatični razlozi navode nas na zaključak da bi u ovim sporovima i kada su dioničari fizičke osobe valjalo pledirati za analognu primjenu odredbe o stvarnoj nadležnosti trgovačkog suda, pošavši od toga da zahtjevi dioničara za naknadu štete zbog neobjave informacija propisanih ZTK-om predstavljaju poseban katalog “članskih prava” vezanih uz dioničare uvrštenih društava, iako taj “katalog dodatnih prava” osim samih dioničara mogu koristiti i druge osobe kojima je zbog istih povreda nanesena šteta (već navedeni imatelji obveznica tog društva). Riječ je o vrlo sofisticiranim sporovima koje bi trebali rješavati specijalizirani sudovi kakvi su trgovački sudovi, i to primjenom kriterija predmeta spora, poput nadležnosti utvrđene za sporove iz intelektualnog vlasništva ili za pomorske sporove. Također bi bilo uputno osmisliti poput drugih zemalja kontinentalnog kruga, postupovne instrumente koji bi omogućili učinkovito i racionalno procesuiranje ovih sporova. Primjer njemačkog model postupka samo je jedna od mogućih opcija koja se nalazi u njemačkom pravu u eksperimentalnoj fazi. Ocijeni li se da ovaj model dobro funkcionira, njegova primjena će postati opći procesni institut ZPO-a.

## Summary

### **INFRINGEMENT OF THE OBLIGATION TO DISCLOSE INFORMATION IN THE CAPITAL MARKET AND DISPUTES BETWEEN INVESTORS (SHAREHOLDERS) AND LISTED COMPANIES**

Companies which are listed on the stock exchange disclose numerous personal information according to the Law on Capital Market. The information can be assembled into three basic groups. The first group consists of disclosures given when entering into the primary market, i.e. disclosures contained in prospectus. In the second group there are periodic disclosures or disclosures given at the secondary market, for example financial report disclosures in certain previously determined time periods. The third group includes so called *ad hoc* disclosures, for example disclosures concerning the price sensitive information. If the company publishes misstatement or incomplete information or misses the deadline to publish it, investors may suffer damages giving cause for a dispute in which investors will demand compensation for damages from issuers and/or other liable persons. Having in mind that such infringements being done at foreign capital market have caused a wave of collective actions, the author in the article analyses on a broad comparative sample the nature of disputes, who has active and who passive legitimation and which courts have a jurisdiction to settle disputes. A discussion has been open whether there is a need to enact new procedural legal instruments to settle such disputes having in mind that thousands shareholders may appear on active side as it was accepted as a solution in German law. It is also argued for *de lege ferenda* commercial court jurisdiction over these disputes due to the fact that according to present rules the jurisdiction is divided between the municipal and commercial court depending on parties with passive and active legitimation.

**Key words:** *capital market, collective actions, listed companies, prospectus, insider information, issuer's liability.*

## Riassunto

**VIOLAZIONE DELL'OBBLIGO DI DICHIARAZIONE DEI DATI SUL MERCATO DEI CAPITALI E CONTENZIOSI DEGLI INVESTITORI (AZIONISTI) CONTRO LE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA**

In base alla legge sul mercato del capitale le società per azioni quotate in borsa rendono pubbliche molte informazioni sul proprio conto. Queste informazioni possono venire raggruppate in tre fondamentali categorie. Nella prima categoria si trovano le dichiarazioni circa l'ingresso sul mercato primario, ovvero le dichiarazioni contenute nel prospetto. Nel secondo gruppo sono contenute le dichiarazioni periodiche oppure le dichiarazioni sul mercato secondario, come, ad esempio, le dichiarazioni effettuate a scadenze temporali previamente stabilite e riguardanti relazioni finanziarie. Nel terzo gruppo, invece, si trovano le c.d. dichiarazioni *ad hoc*, quali, ad esempio, le dichiarazioni su informazioni sensibili circa i prezzi. Qualora la società renda nota un'informazione falsa o parziale, oppure non la renda nota in tempo, può derivarne un danno per gli investitori; ciò giustifica il sorgere di una controversia nella quale l'investitore può pretendere dall'emittente e/o da altri soggetti responsabili il risarcimento del danno. Tenendo conto del fatto che tali danni sui mercati del capitale stranieri ha provocato un'ondata di contenziosi collettivi, nel contributo si esamina in base all'ampio modello comparato di quali controversie si tratta, chi è attivamente e chi passivamente legittimato ad agire, come pure quali tribunali sono competenti a dirimere queste liti. Nel diritto interno si dibatte, alla luce delle esposte soluzioni giuridiche tedesche, se nel nostro ordinamento occorra introdurre strumenti processuali nuovi, volti a decidere in merito a questi contenziosi, dove dal lato attivo possono prendere parte al contenzioso anche alcune migliaia di azionisti. Si suggerisce, altresì, *de lege ferenda* che tutti questi contenziosi divengano di competenza del Tribunale commerciale, poichè le attuali regole conducono ad una competenza divisa tra il Tribunale contabile ordinario e quello commerciale, in relazione a chi si trovi nella parte attiva o passiva della lite.

**Parole chiave:** *mercato del capitale, azioni collettive, società di azioni quotate in borsa, prospetto, informazioni riservate, responsabilità dell'emittente.*