Pravne značajke provedenih postupaka preuzimanja prije i nakon pristupanja u EU i uočena regulatorna pitanja

Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 2016, 66, 619 - 638**

Journal article, Published version
Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:758874

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-26**

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

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

PRAVNE ZNAČAJKE PROVEDENIH POSTUPAKA PREUZIMANJA PRIJE I NAKON PRISTUPANJA U EU I UOČENA REGULATORNA PITANJA

Prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc[*]
Doc. dr. sc. Antonija Zubović[**]

UDK: 347.72.04:336.761(497.5 Zagreb)
339.923:061.1>(4976.5:4EU)
Izvorni znanstveni rad
Primljeno: ožujak 2016.

Rad analizira postupke preuzimanja dioničkih društava uvrštenih na uređeno tržište Zagrebačke burze u dvogodišnjem periodu koji je prethodio pristupanju Republike Hrvatske Europskoj uniji (pri čemu je 1. srpnja 2013. relevantan datum), kao i u istom postpristupnom periodu. Cilj je te analize utvrditi je li nakon pristupanja došlo do povećanja broja preuzimanja s inozemnim (EU) elementom. Dok su širi uzorak činila sva preuzimanja, kao uži uzorak izabran je uzorak preuzimanja u financijskom sektoru jer je u njemu prima facie *inozemni element bio najzastupljeniji. U promatranom uzorku ispitivalo se kakav je bio stav uprave ciljnog društva u odnosu na ponudu za preuzimanje, je li preuzimanje bilo uspješno za ponuditelja s obzirom na ciljeve koje je naznačio u ponudi te kako je provedba preuzimanja utjecala na poslovanje ciljnog društva u poslijeponudbenom periodu. U svjetlu potonjeg, važno je bilo uočiti koje je korporativne akcije ponuditelj tipično poduzimao nakon preuzimanja te koje je zakonske kriterije potrebno ispuniti za poduzimanje istih, osobito u pogledu stečenih dionica (s pravom glasa). Zbog toga su analizirane i konkretne regulatorne prednosti pojedinih poslijeponudbenih korporativnih akcija te njihova prikladnost s obzirom na broj stečenih dionica.*

Ključne riječi: preuzimanje dioničkih društava, istiskivanje manjinskih dioničara, povlačenje dionica s uvrštenog tržišta, poslijeponudbeno razdoblje, sektor financijskih usluga

[*] Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, profesorica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Hahlić 6, Rijeka; edita@pravri.hr

[**] Dr. sc. Antonija Zubović, docentica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Hahlić 6, Rijeka; azubovic@pravri.hr

1. UVOD*

Korporativne akvizicije odražavaju dinamiku tržišne utakmice koju u poslijepristupnom periodu treba promatrati u kontekstu jedinstvenog europskog tržišta. U tom kontekstu hrvatska se trgovačka društva suočavaju s izazovima korporativnog pregrupiranja, provedbom preuzimanja, spajanja i pripajanja. Prekogranična i domaća mobilnost trgovačkih društava je dvosmjeran proces. Moguće je širenje utjecaja nekog trgovačkog društva iz države članice EU-a na domaće tržište i obrnuto. Može se očekivati da bi ta prekogranična mobilnost u formi spajanja, pripajanja i preuzimanja trebala jačati nakon pristupanja EU-u.

Iako je u RH dominantno zastupljeno društvo s ograničenom odgovornošću, najveći društveni odjek imaju akvizicije velikih poduzetnika, a oni su u pravilu dionička društva. U nekima od njih država je (još uvijek) većinski dioničar, iako su dionice tih društava predmet prodaje.[1] Veći broj tih društava uvršten je i na uređeno tržište Zagrebačke burze (dalje u tekstu: ZSE). Ako je riječ o uvrštenom društvu, akvizicija se, osim spajanjem ili pripajanjem, može provesti i preuzimanjem. Preuzimanje može ići i protiv volje uprave ciljnog društva (engl. *hostile takeover*), što pri spajanju i pripajanju nije slučaj.[2] Preuzimatelj postaje, sukladno odredbi čl. 9. Zakona o preuzimanju dioničkih društava[3] (dalje u tekstu: ZPDD), obveznik objave ponude za preuzimanje, čim u ciljnom društvu prijeđe kontrolni prag (stekne 25 % + 1 dionicu s pravom glasa). Dobrovoljnu ponudu može objaviti i ako nije prešao taj prag, ali to je za njega veći transakcijski trošak, a nije izvjestan uspjeh tog preuzimanja, pogotovo ako se uprava ciljnog društva tome protivi.[4] Neprijateljski raspolo-

* Ovaj rad su sufinancirali Hrvatska zaklada za znanost projektom br. 9366 "Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju" te Sveučilište u Rijeci projektom br. 13.08.1.2.01 "Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga".

1 Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Modaliteti prodaje dionica iz portfelja Republike Hrvatske – aktualnosti u primjeni*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, *vol.* 36, br. 1, 2015., str. 72.

2 Petrović, S., *Pripajanje dioničkih društava i druge koncentracije u pravu društava* (doktorska disertacija), Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998., str. 119.

3 Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013.

4 Subramanian, G., *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, *vol.* 113, br. 3, 2003., str. 630; Gambarelli, G.; Pesce, S., *Takeover Prices and Portfolio Theory*, Theory and Decision, *vol.* 56, br. 1, 2004., str. 193 – 203; Martynova, M.; Renneboog, L., *Mergers and Acquisitions in Europe*, ECGI Finance Working Paper, br. 114, 2006., str. 20 – 21, http://ssrn.com/abstract=880379 (15. veljače 2016.).

žena uprava branit će se od ponuditelja poduzimanjem određenih dozvoljenih mjera, najčešće traženjem boljeg ponuditelja (engl. *white knight*) koji će objaviti konkurentsku ponudu.[5]

Kako dionička društva koja su uvrštena na uređeno tržište, u povećanom opsegu i češće objavljuju o sebi razne podatke (engl. *transparency and disclosure*)[6], podaci o društvu i tijeku postupka preuzimanja mogu se pratiti na internetskim stranicama ZSE-a i u Službenom registru propisanih informacija, koji vodi Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA). To uvrštena društva čini prikladnim uzorkom za provedbu istraživanja.

Cilj istraživanja jest uočiti intenzitet prekograničnih akvizicija i otvorena pitanja u postupcima preuzimanja dioničkih društava, u periodu prije i nakon ulaska RH u EU, kako bi se uočili regulatorni problemi i predložila njihova rješenja *de lege ferenda*. Stoga je poseban naglasak u istraživanju stavljen ne samo na tijek preuzimanja već i na korporativne akcije koje su uslijedile nakon dovršetka preuzimanja (spajanje, pripajanje, preoblikovanje, istiskivanje manjinskih dioničara, povlačenje vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu).

U referentnom periodu provedeno je ukupno 33 postupaka preuzimanja, odnosno objavljene su 34 ponude za preuzimanje jer je u jednom postupku osim glavne bila objavljena i konkurentska ponuda. Unutar navedenog uzorka odabran je uži uzorak sektora financijskih usluga u kojem je provedeno ukupno pet preuzimanja. Razlog je odabira tog užeg uzorka i njegova detaljnijeg ispitivanja u tome što je u njemu, u promatranom periodu (2011. – 2015.), bilo najviše akvizicija s inozemnim elementom.

---

[5] Podijeljena su stajališta o učinkovitosti primjene ove protupreuzimateljske mjere. S jedne strane, ističe se da se konkurentska ponuda primjenjuje često kao protupreuzimateljska mjera i da je vrlo učinkovita u odnosu na ostale protupreuzimateljske mjere. O tome vidjeti više u: Schoenberg, R.; Thornton, D., *The Impact of the Bid Defences in Hostile Acquisitions*, European Management Journal, *vol*. 24, br. 2-3, 2006., str. 149; Hopt, K. J., *Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*, u: Schneider, H. (ur.), *Festschrift für Marcus Lutter*, Köln, 2000., str. 1383; Berrar, C.; Schnorbus, Y., *Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, *vol*. 32, br. 1, 2003., str. 101 i dalje. S druge strane, iznosi se stajalište prema kojem traženje konkurentskog ponuditelja ne ide u korist dioničara ciljnog društva. O time vidjeti više u: Mucciarelli, F. M., *White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?*, European Company and Financial Law Review, *vol.* 3, br. 4, 2006., str. 408 - 425, http://ssrn.com/abstract=910220 (25. veljače 2016.).

[6] Veil, R., *European Capital Markets Law*, Oxford and Portland, Oregon, 2013., str. 209 i dalje.

2. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

2.1. Prekogranični element

Korporativna akcija preuzimanja dioničkih društava od osobite je važnosti za razvoj jedinstvenog europskog tržišta, što posebno dolazi do izražaja kod prekograničnih preuzimanja, pod kojima podrazumijevamo slučajeve kada se kao ponuditelj ili kao ciljno društvo pojavljuje strana pravna ili fizička osoba. U prvom slučaju ponuditelj je strana pravna ili fizička osoba, dok je ciljno društvo domaće društvo. U drugom je slučaju obrnuta situacija, dakle ponuditelj je domaća pravna ili fizička osoba koja stječe dionice stranog ciljnog društva. Direktiva o ponudama za preuzimanje kao primarni cilj postavlja zaštitu manjinskih dioničara u ciljnom društvu, bez obzira na to je li ponuditelj domaća ili strana pravna ili fizička osoba.[7]

Autorice su se u svojem istraživanju usmjerile na prvi aspekt, odnosno ispitivale su slučajeve kada je u svojstvu ponuditelja djelovala strana pravna ili fizička osoba. Rezultati istraživanja pokazali su da u promatranom uzorku preuzimanja financijskih institucija dva od ukupno pet preuzimanja imaju inozemni, odnosno prekogranični elementi. Oba preuzimanja dogodila su se u periodu prije pristupanja RH EU-u (2011. godine).

U uzorku preostalih provedenih preuzimanja (28 postupaka) strana osoba bila je ponuditelj u samo dvama preuzimanjima. Ponuditelji su bila trgovačka društva iz Austrije i Njemačke. Oba preuzimanja provedena su u periodu prije pristupanja RH EU-u.

Iz ovoga se dade zaključiti da su sva preuzimanja s inozemnim elementom provedena prije pristupanja RH EU-u, odnosno da ulazak RH u EU nije rezultirao povećanjem broja preuzimanja, odnosno intenzivniju prekograničnu aktivnost na tom planu, kada su u pitanju ciljna društva uvrštena na ZSE.[8]

---

[7] Papadopoulos, T., *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Oxford, 2010., str. 83.

[8] U doktrini se ističe da donošenje odluke o poduzimanju neke korporativne akcije, uključujući i prekogranična preuzimanja, ovisi o krajnjem cilju koji se tom korporativnom akcijom želi postići. Ako je krajnji cilj stjecanje svih dionica ciljnog društva, odnosno uspostavljanje apsolutne korporativne kontrole, tada će na odluku o poduzimanju te prekogranične transakcije u znatnoj mjeri utjecati cjelokupni regulatorni okvir koji je potreban za ostvarenje krajnjeg cilja, primjerice odredbe kojima je uređen *squeeze-out* i/ili *delisting*. Vidi više u: Enriques, L., *A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper, br. 218, 2013., http://ssrn.com/abstract=2289319 (15. veljače 2016.).

2.2. Vrsta ponude i stav uprave ciljnog društva

Sukladno odredbama Direktive o ponudama za preuzimanje[9], ponuda može biti obvezna i dobrovoljna. Nužno je istaknuti da postoji razlika u uređenju obvezne ponude za preuzimanje između država članica EU-a, a koja je posljedica primjene odredbe čl. 5. st. 3. Direktive o ponudama za preuzimanje, gdje je izričito propisano da će države članice u kojima ciljno društvo ima registrirano sjedište odrediti postotak prava glasa čijim stjecanjem ponuditelj stječe kontrolu nad ciljnim društvom, kao i metode njegova izračuna. Usvojena odredba rezultat je postignutog kompromisa s obzirom na to da je pitanje trenutka stjecanja kontrole nad ciljnim društvom bilo kamen spoticanja u postupku donošenja Direktive o ponudama za preuzimanje.[10] Hrvatski se zakonodavac opredijelio za prag od 25 % dionica s pravom glasa[11], čijim prelaskom nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Objašnjenje zašto je izabran prag od 25 % dionica s pravom glasa tvorci Zakona o postupku preuzimanja

---

9 Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30. travnja 2004., str. 12 – 23.

10 O tome više vidjeti u: Petrović, S., *Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva*, Hrvatska pravna revija, *vol.* 16, br. 8, 2002., str. 22; Papadopoulos, T., *The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies*, Law and Financial Markets Review, *vol*. 1, br. 6, 2007., str. 527; Parać, Z., *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, *vol*. 42, br. 4, 2003., str. 45.

U doktrini se ističu dva prijedloga u pogledu izmjene važeće odredbe čl. 5. Direktive o ponudama za preuzimanje. S jedne strane, predlaže se brisanje navedene odredbe u cijelosti ili primjenu na samo određene slučajeve, dok se s druge strane predlaže zadržavanje postojeće odredbe, ali kao neobvezujuće pravilo, pri čemu bi se odluka o njegovoj primjeni ostavila dioničarima ciljnoga društva. Za prvo stajalište vidjeti više u: Wymeersch, E., *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, u: Erle, B. *et al.* (ur.), *Festschrift für Peter Hommelhoff*, Köln, 2012., str. 1375, 1378 i dalje. Za drugo stajalište vidjeti Enriques, L., *European Takeover Law: Designing a Neutral Approach*, u: Grundmann, S.; Haar, B.; Merkt, H. *et al.* (ur.), *Festschrift für Klaus J. Hopt*, *vol*. 2, Berlin i New York, 2010., str. 1789.

11 O relevantnim stjecanjima glasačkih prava koja rezultiraju obvezom objave ponude za preuzimanje prema ZPDD-u vidjeti više u: Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *(Ne) objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, *vol*. 34, br. 1, 2013., str. 37 – 81; Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Cash Settled Derivatives and Their Role in Companies' Takeovers*, u: Bodiroga-Vukobrat, N.; Rodin, S.; Sander, G. G. (ur.), *Europeanization and Globalization, New Europe – Old Values?, Reform and Perseverance*, *vol*. 1, Heidelberg, 2016., str. 240 – 243.

dioničkih društava[12] nalaze u tvrdnji da raspolaganje s više od 25 % glasova u glavnoj skupštini dioničkoga društva otvara mogućnost blokade, odnosno zaustavljanja donošenja nekih bitnih odluka toga organa društva.[13] Smatramo da je riječ o prenisko određenom pragu s obzirom na to da ti glasovi sami po sebi nisu dovoljni da bi njihov nositelj mogao stvarno kontrolirati društvo.[14]

Dok ne pređe kontrolni prag, ponuditelj može objaviti dobrovoljnu ponudu za preuzimanje. Dakle, riječ je o osobi koja ima namjeru preuzeti dioničko društvo premda nije prešla kontrolni prag. Objavljivanjem obavijesti o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje, sukladno odredbi čl. 10. st. 3. ZPDD-a, nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.[15]

U uzorku koji obuhvaća preuzimanja financijskih institucija samo je jedna (od pet) ponuda za preuzimanje bila dobrovoljna. Međutim, specifičnost te dobrovoljne ponude bila je u tome da je ponuditelj u ciljnom društvu već imao 94,64 % dionica s pravom glasa, pa je dobrovoljna ponuda dana s nakanom da se njezinom provedbom dosegne prag udjela u temeljnom kapitalu (glasačkim pravima) koji će omogućiti provedbu postupka istiskivanja manjinskih dioničara iz društva (engl. *squeeze out*). Sve ostale ponude za preuzimanje bile su obvezne.

Uprava ciljnog društva svojim mišljenjem o ponudi za preuzimanje, koje je dužna izraditi sukladno odredbi čl. 9. st. 5. Direktive o ponudama za preuzimanje[16], koja je prenesena u hrvatsko zakonodavstvo odredbom čl. 41.

---

12 Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava, Narodne Novine, br. 124/1997.

13 Vidi obrazloženje uz Konačni prijedlog Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava, koji je donesen 1997. godine.

14 Parać, Z., *op. cit.* u bilj. 10, str. 47 – 48, ističe da dioničar koji kontrolira više od 25 % glasova u društvu može spriječiti donošenje onih odluka za koje je propisana kvalificirana tročetvrtinska većina glasova na skupštini zastupljenoga kapitala. Međutim, ti mu glasovi nisu dovoljni za nametanje donošenja odluka. Isto stajalište zauzima i Petrović, S., *op. cit.* u bilj. 10, str. 22. Sukladno Studiji izrađenoj za potrebe Europske komisije o primjeni Direktive o ponudama za preuzimanje, koja je objavljena 2011. godine, većina ispitanika podržala je prag od 30 % glasačkih prava kao prag čijim bi prelaskom trebala nastati obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Usp. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf (26. veljače 2016.). Vidjeti i Hopt, K. J., *European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to Re-Examine the Mandatory Bid*, European Business Organization Law Review, *vol*. 15, br. 2, str. 173 – 174.

15 Tu obavijest dužan je dostaviti HANFA-i i ciljnom društvu.

16 U čl. 9. st. 5. Direktive o ponudama za preuzimanje izričito je propisana obveza upravi osvrnuti se na učinke koje će izazvati prihvaćanje ponude na svim područjima od interesa za društvo, uključujući radne odnose radnika, te na strateške planove ponuditelja u odnosu na ciljno društvo, a osobito njihov učinak na radne odnose

ZPDD-a[17], može utjecati na njezin ishod. Tako da, ako uprava dade negativno mišljenje, ono se na taj način pretvara u protupreuzimateljsku mjeru.[18] Međutim, valja istaknuti da to mišljenje nije obvezujuće te konačnu odluku o prihvaćanju ponude donose dioničari ciljnog društva, ali se upravnim tijelima društva otvara mogućnost poboljšati uvjete iz ponude, a osobito cijenu za dionice ciljnog društva.[19] To mišljenje uprava ciljnog društva mora bez odgode

radnika i sjedište poslovanja ciljnog društva. U ispravi o ponudi za preuzimanje ponuditelj mora navesti svoje namjere vezane uz buduće poslovanje ciljnog društva, a ako ponuda utječe i na poslovanje ponuditelja, onda i namjere u pogledu njegova budućeg poslovanja. Isprava o ponudi za preuzimanje mora sadržavati i namjere ponuditelja u pogledu očuvanja radnih mjesta radnika i uprave ciljnog društva, uključujući svaku važniju promjenu uvjeta zapošljavanja te osobito ponuditeljeve strateške planove za oba društva i moguće posljedice na zapošljavanje i sjedišta poslovanja društava (čl. 6. st. 3. t. i. Direktive o ponudama za preuzimanje).

17 Sukladno čl. 41. hrvatskog ZPDD-a, mišljenje o ponudi za preuzimanje sastavlja i objavljuje uprava ciljnog društva. Zakonom je propisan rok od deset dana od objave ponude za preuzimanje za objavljivanje mišljenja uprave društva o ponudi za preuzimanje. Sukladno ZPPDD-u iz 1997. godine i ZPDD-u iz 2002. godine to je mišljenje sastavljao nadzorni odbor ciljnog društva. Doktrina je odmah nakon donošenja Zakona iz 1997. godine upozorila na dvojbenost propisane odredbe kojom se uloga i zadaća uprave, kao organa koji vodi poslove društva, daje nadzornom odboru te je naglašeno da se nadzornom odboru ne može prepustiti vođenje društva. Vidi više u: Petrović, S., *Preuzimanje dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, *vol*. 38, br. 2, 1999., str. 222. Novelom ZPDD-a iz 2013. godine uređena je situacija kada je ponuditelj ili osoba koja s njim zajednički djeluje ujedno i član uprave ciljnog društva. U tom će se slučaju on izuzeti od izrade mišljenja o ponudi za preuzimanje. Ako u tom slučaju preostali članovi uprave ciljnog društva bez sudjelovanja izuzetog člana ne mogu zastupati ciljno društvo, obrazloženo mišljenje daje nadzorni odbor ciljnog društva.

18 Johansson, M.; Torstensson, M., *Hostile Takeovers, The Power of the Prey*, Jönköping International Business School, Jönköping University, 2008., str. 14, https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:3780/FULLTEXT01.pdf (15. prosinca 2015.), ističu da su najčešće tvrdnje koje iznose članovi uprave prenisko određena cijena u ponudi za preuzimanje, poslovanje društava u različitim granama industrije što će negativno utjecati na poslovanje ciljnog društva u budućnosti, loše poslovanje ponuditelja i dr. Ujedno se u doktrini ističe stajalište da je pogrešno govoriti o izradi mišljenja o ponudi za preuzimanje kao iznimci od obveze neutralnosti. Naglašava se da je riječ o dvjema obvezama nametnutima upravi društva koje koegzistiraju. Vidi više u: Hopt, K. J., *The Duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers – German and European Perspectives*, u: Ferrarini, G.; Hopt, K. J.; Wymeersch, E. (ur.), *Capital Markets in the Age of the Euro, Cross- Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Den Haag, London, New York, 2002., str. 409.

19 Mülbert, P. O., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper, br. 13, 2003., str. 12 –13.

dostaviti predstavnicima svojih radnika ili samim radnicima.[20] Na taj način se žele zaštititi i interesi radnika u ciljnom društvu kako bi bili pravodobno obaviješteni o učincima preuzimanja na radne odnose.[21]

Ujedno postoji odgovornost članova uprave ciljnog društva za točnost podataka sadržanih u njihovu mišljenju o ponudi.[22] Osobe koje su izradile ili su sudjelovale u izradi mišljenja, sukladno odredbi čl. 41. st. 4. ZPDD-a, solidarno odgovaraju za štetu prouzročenu dioničarima ako mišljenje o ponudi za preuzimanje ili mišljenje radnika sadržava lažne informacije ili informacije koje mogu dovesti u zabludu, a one su to znale ili trebale znati. Dakle, pasivno legitimirane osobe ne bi bili samo članovi uprave društva već sve osobe koje su na bilo koji način sudjelovale u izradi mišljenja o ponudi za preuzimanje, dok će aktivno legitimiran na postavljanje zahtjeva za naknadu štete biti svaki dioničar koji je objavljivanjem lažnih informacija ili informacija koje mogu dovesti u zabludu pretrpio štetu. Na temelju navedenog zakonskog rješenja aktivno legitimiran bio bi i ponuditelj čijoj se ponudi suprotstavljaju članovi uprave ciljnog društva. Međutim, nužno je naglasiti da je na dioničaru koji je pretrpio štetu teret dokazivanja o znanju člana uprave ili druge osobe koja je izradila ili sudjelovala u izradi mišljenja o ponudi za preuzimanje.

Zakonom je dalje propisana upravi društva obveza dostaviti mišljenje o ponudi za preuzimanje HANFA-i i tržišnom operateru uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva.[23]

Rezultati provedenog istraživanja pokazuju da je u svim preuzimanjima iz uzorka financijskih usluga uprava ciljnog društva izrazila pozitivno mišljenje o ponudi za preuzimanje. U svim postupcima preuzimanja članovi uprave ciljnog društva iskazali su da ne djeluju zajednički s ponuditeljima. Uprava ciljnog društva nije se ni u jednom postupku koristila instrumentom konkurentske ponude (traženje boljeg ponuditelja).

---

[20] Uprava ciljnog društva dužna je svojem mišljenju priložiti i odvojeno mišljenje predstavnika radnika o utjecaju ponude na zapošljavanje, ako ga pravodobno zaprimi.

[21] Ipak, ovdje je položaj radnika ciljnog društva ograničen na savjetodavnu ulogu.

[22] Kenyon-Slade, S., *Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice*, Oxford, New York, 2004., str. 660 – 663 i 708 – 712, gdje se osvrće na odluku u predmetu *Morgan Crucible Co. PLC v. Hill Samuel* koja se poziva na odluku donesenu pred House of Lords u predmetu *Caparo Industries PLC v. Dickman*, u kojoj se analiziraju načela odštetnoga prava koja se primjenjuju i u postupku preuzimanja.

[23] Uprava je to dužna učiniti najkasnije istog dana kada oglašivaču daje narudžbu za objavljivanje.

U širem uzorku, koji se sastoji od preostalih 28 postupaka preuzimanja (29 ponuda za preuzimanje), također prevladavaju obvezne ponude za preuzimanje (25 obveznih, 3 dobrovoljne i 1 konkurentska). U tom širem uzorku stav uprave prema ponudama za preuzimanje bio je prevladavajuće pozitivan. Uprava ciljnog društva pozitivno se izjasnila o ponudama za preuzimanje u 23 slučaja, a negativno je stajalište imala povodom šest danih ponuda za preuzimanje. Stoga je za istraživanje važno jesu li ta preuzimanja bila uspješna. Kao razlog negativnog stava uprave navodio se najčešće preniski ponuđeni iznos cijene naveden u ponudi za preuzimanje.[24]

2.3. Uspješnost ponude za ponuditelja

Da bi se ocijenilo je li ponuda bila uspješna za ponuditelja, važno je uočiti jesu li ispunjeni ciljevi ponuditelja koji su naznačeni u ponudi za preuzimanje.[25] Ako je strateški cilj u ponudi bila uspostava apsolutne korporativne kontrole te je najavljena provedba istiskivanja dioničara, tada se jasno može ocijeniti je li taj cilj postignut praćenjem aktivnosti s ciljnim društvom u tijeku i nakon preuzimanja. Ako su ponuditelji kao strateške ciljeve označili regionalno pozicioniranje ili razvijanje palete proizvoda, tada je potrebno općenito sagledati što se s ciljnim društvom događalo u periodu nakon provedbe preuzimanja. Pritom se na temelju različitih indikatora može uočiti je li ponuda bila uspješna za ponuditelja (ali i za ciljno društvo).

Za sve ponude za preuzimanje iz uzorka financijskih institucija karakterističan je relativno visok postotak dionica koje je ponuditelj držao u trenutku objave ponude za preuzimanje. Zbog toga stjecanje malog postotka dionica na temelju ponude za preuzimanje nije indikator njezine neuspješnosti.

U prvom ispitivanom postupku preuzimanja iz sektora financijskih usluga ponuditelji su djelujući zajednički[26] prije objavljivanja ponude za preuzimanje

[24] ZPDD u čl. 16. sadržava odredbe o cijeni koju je ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički dužan ponuditi u ponudi za preuzimanje. Cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti niža od najviše cijene po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za ponuditelja i/ili osobe koje s njim djeluju zajednički nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Ta je odredba u skladu s čl. 5. st. 4. Direktive o ponudama za preuzimanje. Vidjeti više u: Derenčinović, M., *Bankarske garancije u ponudama za preuzimanje dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, *vol*. 49, br. 6, 2010., str. 1550 – 1584.

[25] Martynova, M.; Renneboog, L., *op. cit.* u bilj. 4, str. 9 –10.

[26] Zajedničko djelovanje uređeno je odredbama čl. 5. – 7. ZPDD-a. Sukladno odredbi čl. 6. st. 2. ZPDD-a, koja je u skladu s odredbom čl. 5. st. 1. Direktive o ponudama

držali 79,76 % svih dionica ciljnog društva, što im je davalo 80,87 % glasačkih prava. Ponudu za preuzimanje prihvatili su dioničari koji čine 5,71 % temeljnog kapitala, odnosno 5,79 % glasačkih prava, tako da su nakon ponude za preuzimanje ponuditelji zajedno držali dionice koje čine 85,47 % ukupnog temeljnog kapitala, odnosno 86,66 % glasačkih prava. Strateški cilj istaknut u ponudi za preuzimanje bio je povećati njegov tržišni udio akvizicijama ili spajanjem, odnosno pripajanjem na domaćem i regionalnom tržištu te razvijati nove usluge. Stoga je uspjeh ponude potrebno pratiti u poslijeponudbenom periodu. U ponudi nije navedeno da je cilj ostvarenje potpune korporativne kontrole ili takve koja bi dovela do mogućnosti provedbe istiskivanja manjinskih dioničara.

U drugom postupku preuzimanja iz istog sektora, u trenutku nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuditelj je držao dionice koje su činile 70,61 % temeljnog kapitala ciljnog društava i 87,06 % glasačkih prava. Ponuda je bila dana za redovne, ali ne i za povlaštene dionice.[27] Nakon provedbe ponude za preuzimanje ponuditelj je stekao 10,29 % temeljnog kapitala i 12,69 % glasačkih prava, tako da je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj imao ukupno 99,74 % glasačkih prava, odnosno 80,9 % upisanog temeljnog kapitala. Kao strateške ciljeve ponuditelj je označio razvoj novih proizvoda s naglaskom na potrebe malih i srednjih poduzetnika, kao i širenje utjecaja

za preuzimanje, dionicama s pravom glasa ponuditelja pribrajaju se dionice s pravom glasa osoba koje s njime djeluju zajednički. Dužnost objave ponude ima svaka od osoba za koju se utvrdi da zajednički djeluje. Dužnosti je udovoljeno ako bilo koja od osoba koje djeluju zajednički objavi ponudu za preuzimanje. Zakonom se propisuje solidarna odgovornost svih osoba koje djeluju zajednički za ispunjenje svih zakonom propisanih obveza. U europskom je pravu zajedničko djelovanje u postupku preuzimanja uređeno odredbama čl. 2. st. 1. t. d. Direktive o ponudama za preuzimanje. O otvorenim pitanjima u uređenju zajedničkog djelovanja u europskom pravu vidi više u: Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, Brussels, 28. 6. 2012., COM(2012) 347 final, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf (15. prosinca 2015.). Za hrvatsko pravo vidi Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, *vol*. 50, br. 2, str. 371 – 392.

[27] O položaju dioničara koji drže povlaštene dionice u postupku preuzimanja vidjeti više u: Zubović, A., *Position of the holders of non-voting shares in corporate takeovers – a comparison of Croatian and EU Law*, SGEM 2015 Conference Proceedings on Political Sciences, Law, Finance, Economics & Tourism, Sofia, 2015., str. 639 – 646.

banke na teritoriju RH. Specifičnost te ponude bila je u tome da je nakon preuzimanja ponuditelj dobio gotovo apsolutnu kontrolu po kriteriju glasačkih prava, no tako visok postotak nije postignut u odnosu na temeljni kapital zbog toga što se ponuda za preuzimanje nije odnosila na povlaštene dionice. Okolnost postojanja relativno velikog broja dioničara koji drže povlaštene dionice u poslijeponudbenom periodu dovela je do nekoliko krugova dokapitalizacije, vjerojatno s ciljem stjecanja uvjeta za istiskivanje manjinskih dioničara.

U trećem postupku preuzimanja iz istog sektora ponuditelj je prije objavljivanja ponude držao 94,64 % redovnih dionica, odnosno isto toliko udjela u temeljnom kapitalu, što znači da je bio i inače vrlo blizu praga potrebnog za istisikivanje manjinskih dioničara. Ponuda se odnosila na preostalih 5,36 % redovnih dionica. Nakon ponude za preuzimanje ponuditelj je stekao 99,37 % redovnih dionica i udjela u temeljnom kapitalu. Ponuditelj je već u ponudi najavio da će, ako ponudom stekne više od 95 % udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva, u kratkom roku pokrenuti postupak istiskivanja manjinskih dioničara, kao i to da će se upravi ciljnog društva predložiti povlačenje dionica s burze (engl. *delisting*). Uspjeh ponuditelja bio je potpun. Ponuditelj je nakon provedbe te akvizicije i sam postao ciljno društvo u novom postupku preuzimanja.

U četvrtom ispitivanom postupku preuzimanja iz istog sektora prije ponude ponuditelji su djelujući zajednički držali 82,9 % svih glasova u glavnoj skupštini ciljnog društva (i isto toliko udjela u temeljnom kapitalu). Ponudu su prihvatili dioničari koji predstavljaju 8,83 % temeljnog kapitala i isto toliko glasačkih prava. Nakon ponude za preuzimanje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekle su 91,73 % glasačkih prava i udjela u temeljnom kapitalu ciljnog društva. Kao glavni cilj u ponudi za preuzimanje nije naznačeno istiskivanje, već maksimizacija vrijednosti dionice za sve dioničare ciljnog društva, što se namjeravalo postići određenim mjerama reorganizacije, te stvaranje vodećeg regionalnog društva u tom sektoru. Stoga je uspješnost ponude moguće ocijeniti samo praćenjem što se s cijenom dionice i društvom općenito događa u poslijeponudbenom periodu.

U petom postupku preuzimanja iz istog sektora u trenutku nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje ponuditelj je držao 98,99 % glasačkih prava. Ponuda se odnosila na sve preostale redovne i povlaštene dionice ciljnog društva, s izuzetkom onih na kojima je zasnovan teret. Ponudu za preuzimanje prihvatili su dioničari koji čine 1,11 % temeljnog kapitala odnosno 0,79 % glasačkih prava. Nakon ponude za preuzimanje ponuditelj je postao imateljem

99,49 % od ukupnog broja dionica odnosno 99,77 % glasačkih prava. Od strateških ciljeva ponuditelj je naveo da mu je strateški cilj dobivanje apsolutne korporativne kontrole i da nakon provedbe ponude za preuzimanje namjerava provesti postupak istiskivanja manjinskih dioničara te nakon toga izvršiti pripajanje ciljnog društva ponuditelju. Kako je istiskivanje u međuvremenu provedeno, a nakon njega je uslijedilo pripajanje u poslijeponudbenom periodu, ponuditelj je ostvario svoje strateške ciljeve.

U širem uzorku koji obuhvaća sva preostala preuzimanja provedena od 2011. do 2015. godine (28 postupaka preuzimanja), najvažnija uočena odstupanja odnose se na (ne)uspješnost onih preuzimanja u kojima je uprava ciljnog društva izrazila negativno mišljenje, s obzirom da takvih nije bilo u promatranom glavnom uzorku. To je rezultiralo iznimno slabim odazivom dioničara na stavljenu ponudu. U širem uzorku bilo je i mnogo uspješnijih preuzimanja u smislu postotka (temeljnog kapitala i glasačkih prava) stečenih temeljem ponude. Dok je u užem uzorku najveći postotak stečen pri preuzimanju iznosio 12,69 % glasačkih prava u ciljnom društvu, u širem uzorku preostalih preuzimanja najveći postotak dionica stečen tijekom preuzimanja bio je 38,96 % redovnih dionica.

2.4. Korporativne akcije i uspješnost ciljnog društva u poslijeponudbenom periodu

Uspješnost ponude u odnosu na ciljno društvo može se pratiti na temelju kretanja cijene dionice uoči i nakon preuzimanja.[28] Pri tome valja uzeti u obzir da preuzimanja koja su se dogodila u početku referentnog perioda imaju dulji period promatranja, pa je i naznaka trenda sigurnija. Također je važno je li u odnosu na društvo provedena neka korporativna akcija (istiskivanje, *delisting*, preoblikovanje ili pripajanje).

U prvom ispitivanom postupku preuzimanja iz sektora financijskih usluga cijena dionice nakon provedbe postupka preuzimanja gotovo je prepolovljena. Ciljno društvo je u posljednjem godišnjem financijskom izvješću pokazalo dobit te se korporativno povezalo s drugom financijskom institucijom. Ako se uzme u obzir da je jedan od strateških ciljeva naveden u ponudi za preuzimanje bio "povećanje tržišnog udjela" akvizicijama i spajanjima, može se konstatirati da je ostvaren, ali uz dužu vremensku odgodu.

[28] Hopt, K. J., *Europäisches Übernahmerecht*, Tübingen, 2013., str. 57; Goergen, M.; Renneboog, L., *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, ECGI – Finance Working Paper, br. 8, 2003., str. 23, http://ssrn.com/abstract=372440 (3. prosinca 2015.).

U drugom postupku preuzimanja iz istog sektora ubrzo nakon provedbe preuzimanja došlo je do prestanka uvrštenja redovne dionice na MTP-u, pa se ne može pratiti njezina tržišna cijena u poslijeponudbenom periodu. U poslijeponudbenom periodu provedeno je (u nekoliko krugova) povećanje temeljnog kapitala i pokrivanje gubitaka. Posljedica posljednjeg povećanja temeljnog kapitala koje je u cijelosti upisao većinski dioničar (uz isključenje prava na upis ostalih) jest ta da većinski dioničar sada drži udio koji mu omogućuje provedbu istiskivanja dioničara.

U trećem postupku preuzimanja iz istog sektora financijskih usluga ponuditelj je već u ponudi najavio da će upravi ciljnog društva predložiti donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja te najavio provedbu istiskivanja manjinskih dioničara ako prijeđe za to postavljen kontrolni prag. Kako je temeljem ponude prešao prag za istiskivanje, on ga je i proveo, no iako se taj postupak nastavljao na preuzimanje, on nije proveden prema ZPDD-u, nego prema Zakonu o trgovačkim društvima[29] (dalje u tekstu: ZTD) jer je za primjenu prvog propisa istekao prekluzivni rok. Imajući u vidu da je provedba istiskivanja prema ZTD-u povoljnija za ponuditelja od provedbe prema ZPDD-u[30], moguće je da je ponuditelj taj rok propustio namjerno. Manjinski dioničari su prilikom provedbe istiskivanja dobili manje nego što bi dobili da su prihvatili ponudu za preuzimanje, no ta im je okolnost bila najavljena samom ponudom. Kako društvo nije više ispunjavalo uvjete za uvrštenje zbog provedbe istiskivanja u nastavku je ZSE donio rješenje kojim prestaje uvrštenje dionica društva na redovito tržište.

U četvrtom ispitanom postupku preuzimanja iz istog sektora cijena koju je ponuditelj dao u ponudi bila je viša od cijene koju je minimalno trebao ponuditi. U poslijeponudbenom periodu cijene redovne i povlaštene dionice oscilirale su kratko vrijeme, no ostale su na visokoj stabilnoj razini. Ciljno društvo ujedno je ojačalo postojeću poslovnu suradnju s dvama društvima, a također se njegov utjecaj proširio i na drugo regionalno tržište, što govori u prilog uspješno provedene ponude i ostvarenja strateških ciljeva.

---

[29] Zakonu o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 125/2011, 152/2011, 111/2012, 68/2013, 110/2015.

[30] Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Open issues of the Squeeze out Right in Croatian and EU Court Practices*, u: Bodiroga-Vukobrat, N.; Sander, G. G.; Rodin, S. (ur.), *Europäisches und internationales Wirtschaftsrecht, Legal Culture in Transition, Supranational and International Law Before National Courts*, Berlin, 2013., str. 165 – 169.

U petom postupku preuzimanja iz istog sektora ponuditelj je već u samoj ponudi najavio da nakon okončanja predmetne ponude namjerava izvršiti istiskivanje dioničara. Također je najavio da nakon istiskivanja manjinskih dioničara namjerava pripojiti ciljno društvo ponuditelju. Istiskivanje je provedeno primjenom ZPDD-a. Kako je provedbom istiskivanja ciljno društvo prestalo ispunjavati uvjete za uvrštenje, ZSE je donio rješenje o prestanku uvrštenja dionica tog društva. U nastavku je provedeno najavljeno pripajanje ciljnog društva ponuditelju.

S obzirom na to da je iz analize provedenih preuzimanja užeg uzorka proizišlo da nakon preuzimanja obično slijedi istiskivanje ili *delisting* (a ponekad i pripajanje), u širem uzorku preostalih 28 ciljnih društava (nad kojima je također provedeno preuzimanje) pratilo se u kojima je od njih nakon preuzimanja provedeno istiskivanje ili *delisting* te ako je provedeno istiskivanje, je li provedeno primjenom ZPDD-a ili ZTD-a. Ispitivalo se i to je li ponuditelj najavio ikoju od tih poslijeponudbenih korporativnih akcija te je li se ponašao sukladno najavljenome.

U prvoj grupi nalaze se ponuditelji koji se nisu očitovali oko provedbe istiskivanja ili *delistinga* u samoj ponudi za preuzimanje, ali su ga nakon preuzimanja proveli. To se dogodilo u četirima slučajevima preuzimanja kojima je zajedničko da tijekom ponude za preuzimanje ponuditelj nije dosegnuo prag potreban za provedbu istiskivanja manjinskih dioničara u ciljnom društvu. Iz tih razloga proveo je *delisting*, s obzirom na to da je za donošenje odluke o *delistingu* potrebna manja većina. U posljednjem slučaju postupak *delistinga* proveden je tako da je društvo nakon dovršetka postupka preuzimanja donijelo odluku o preoblikovanju u društvo s ograničenom odgovornošću, što je posljedično dovelo do *delistinga* jer udjeli u društvu s ograničenom odgovornošću ne mogu kotirati na burzi.

U drugoj grupi preuzimanja nalaze se ona preuzimanja u kojima se ponuditelj izrijekom očitovao hoće li provesti neku korporativnu akciju. Tako je u jednom postupku preuzimanja ponuditelj u ponudi najavio mogućnost *delistinga*, ali nije najavio istiskivanje. Kako je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj prešao prag potreban za istiskivanje, ono je provedeno, a *delisting* je uslijedio kao posljedica neispunjavanja uvjeta za uvrštenje. Slično, u drugom postupku ponuditelj je najavio istiskivanje manjinskih dioničara. Kako nakon ponude za preuzimanje nije dosegnuo prag za istiskivanje, u nastavku je proveden *delisting*. Iz ovoga slijedi da ponuditelji gledaju na *delisting* i istiskivanje kao na dvije komplementarne mjere koje se koriste za uspostavu apsolutne korporativne kontrole.

U grupi "ponudom najavljenih korporativnih akcija" nalaze se i dvije ponude za preuzimanje od strane istog ponuditelja. U objema ponudama ponuditelj je najavio pripajanje ciljnog društva jednome od društava u kojem ponuditelj već drži 100-postotni udio. Također je naveo da u svjetlu mogućnosti provedbe te statusne promjene (koja će rezultirati *delistingom*) "ne razmatra mogućnost provedbe istiskivanja manjinskih dioničara" te da ne može u trenutku objave ponude procijeniti hoće li društvo kojem se ciljno društvo pripaja (a koje povodom toga iz d. o. o.-a treba preoblikovati u d. d.) biti uvršteno na burzi. Kako je nakon ponude za preuzimanje ponuditelj u obama preuzimanjima raspolagao pragom potrebnim za provedbu istiskivanja, on ga je u nastavku proveo (prema ZTD-u), nakon čega je došlo i do *delistinga* zbog prestanka ispunjavanja uvjeta za uvrštenje. U samo jednom preuzimanju ponuditelj se u ponudi izrijekom očitovao da ne namjerava predlagati *delisting* na glavnoj skupštini, ali je u poslijeponudbenom periodu ipak to učinio. Iz ovog se dade zaključiti da ponuditelji uglavnom provode mjere koje su najavili ili komplementarne mjere koje ih vode k istom cilju, a vrlo rijetko je da u ponudi izričito isključe provedbu neke mjere pa je nakon toga ipak provedu.

3. UOČENA REGULATORNA PITANJA U POSLIJEPONUDBENIM KORPORATIVNIM AKCIJAMA

Kao što je vidljivo i na osnovnom i na širem uzorku, ponuditelji koji su dosegnuli visok postotak udjela u temeljnom kapitalu u pravilu su nakon provedbe i okončanja postupka preuzimanja proveli istiskivanje manjinskih dioničara i/ili *delisting*.[31] Na donošenje odluke o tome koja će korporativna akcija biti provedena utječe regulatorni okvir kojim su uređene te korporativne akcije.

Rezultati istraživanja pokazuju da je najčešći cilj ponuditelja koji drži visok postotak dionica ciljnog društva uspostaviti apsolutnu korporativnu strukturu, a poslijeponudbeni *delisting* samo je nastavak tog pokušaja. Za istiskivanje manjinskih dioničara ponuditelju stoji na raspolaganju regulatorni okvir ZTD-a s jedne strane i ZPDD-a s druge strane, čije se pretpostavke donekle razlikuju. Riječ je o razlikama koje se u nastavku objašnjavaju.

Prvo, prema odredbama ZTD-a za istiskivanje manjinskih dioničara iz društva potrebno je držanje 95 % udjela u temeljenom kapitalu društva, dok je za provođenje istiskivanja prema odredbama ZPDD-a potrebno držanje 95 %

[31] Isti zaključak iznosi Wymeersch, E., *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, Ghent University, Financial Law Institute Working Paper, br. 5, 2012., http://ssrn.com/abstract=1988927 (2. prosinca 2015.).

dionica s pravom glasa. Ti se postotci ne moraju podudarati ako društvo ima više rodova dionica. Drugo, u pogledu pitanja tko mora držati taj postotni udio – prema ZTD-u onome tko ih drži pribrajaju se dionice povezanih društava, dok se prema ZPDD-u dionicama ponuditelja pribrajaju i dionice s pravom glasa osoba koje s njim djeluju zajednički, a to ne moraju biti iste osobe. Treće, prema odredbama ZPDD-a istiskivanje manjinskih dioničara valja provesti u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, koji je prekluzivan. Njegovim istekom ponuditelj može provesti istiskivanje prema odredbama ZTD-a, no ne bi smio pristupiti istiskivanju prema ZTD-u prije proteka roka od tri mjeseca. Četvrto, za istiskivanje manjinskih dioničara prema ZTD-u potrebno je sazivanje glavne skupštine, dok se prema ZPDD-u zahtjev izravno podnosi SKDD-u. Peto, pri istiskivanju manjinskih dioničara razvidno je da i prema odredbama ZTD-a i ZPDD-a tu akciju financira glavni dioničar, odnosno ponuditelj (dok je kod *delistinga* to obveza društva). Šesto, posebno je nužno istaknuti razliku u određivanju primjerene otpremnine, odnosno pravične naknade koju je većinski dioničar dužan isplatiti manjinskim dioničarima, kao i u njezinu sudskom ispitivanju. Prema ZTD-u glavni dioničar sam određuje primjerenu otpremninu, a vještak kojeg je imenovao sud ispituje njezinu primjerenost.[32] Sve ove radnje glavni dioničar mora učiniti prije sazivanja glavne skupštine. Između sazivanja glavne skupštine i njezina održavanja mora proći najmanje mjesec dana. Iz svega navedenog proizlazi da između trenutka određenja primjerene otpremnine i donošenja odluke glavne skupštine o tome može proći i više mjeseci te se postavlja pitanje je li na ovaj način određena otpremnina zaista i primjerena. Nije isključeno da od dana određenja primjerene otpremnine pa do dana donošenja odluke glavne skupštine nastupe okolnosti koje mogu bitno utjecati na položaj društva, a samim time i na primjerenost otpremnine. Ujedno, za određivanje otpremnine pri istiskivanju manjinskih dioničara prema ZTD-u nije važna samo trenutačna cijena dionice na tržištu, već treba imati na umu da se dioničare lišava dionica od kojih bi oni mogli imati koristi i ubuduće.[33] Taj je način određivanja otpremnine za glavnog dioničara mnogo povoljniji nego da primjenjuje način utvrđivanja pravične naknade prema ZPDD-u. Pod pravičnom naknadom smatra se cijena određena u ponudi za preuzimanje, dakle najviša cijena po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju stjecale dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude

[32] Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Zagreb, 2013., str. 452.

[33] Isto stajalište zauzima i Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2010., str. 428.

za preuzimanje. Međutim, ako je prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu koja se računa kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje viša od te cijene, ponuditelj je obvezan ponuditi višu cijenu (čl. 16. st. 3. ZPDD-a).

Povoljniji regulatorni okvir ZTD-a potvrđuju rezultati istraživanja na uzorku od preostalih 28 postupaka preuzimanja jer je u četiri postupka istiskivanja manjinskih dioničara koji su uslijedili nakon preuzimanja istiskivanje provedeno prema odredbama ZTD-a, dok je u samo jednom slučaju istiskivanje provedeno prema odredbama ZPDD-a.

Valja naglasiti da, provede li se istiskivanje manjinskih dioničara, posljedica toga je neizostavno i *delisting* – jer društvo više ne ispunjava uvjete za uvrštenje na burzu. No, ako se nisu stekli uvjeti za istiskivanje, tada je *delisting* zapravo rezervni scenarij za ponuditelja. Kako dioničar gubi *delistingom* likvidnost dionice, moguće je da će se protiviti *delistingu*, pa će takav dioničar imati pravo na pravičnu naknadu. Da je *delisting* rezervni scenarij za ponuditelja ako ne dosegne prag za istiskivanje, potvrđuje se na ispitanom širem uzorku.

Za razliku od istiskivanja dioničara, gdje se odluka na glavnoj skupštini donosi običnom većinom glasova, za donošenje odluke o *delistingu* potrebna je većina glasova koji čine najmanje tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenoga na glavnoj skupštini, ako statutom nije propisana veća većina (čl. 332. st. 2. ZTK-a). No, za razliku od istiskivanja, gdje postupke financira glavni dioničar, pravičnu naknadu dioničarima koji se protive povlačenju dionica s burze isplaćuje društvo. Sukladno odredbama ZTK-a, pravičnom naknadom smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu izračunata kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Međutim, ako se dionicama trgovalo u manje od jedne trećine trgovinskih dana u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora. Iz ovog proizlazi da većinski dioničar nakon provedbe preuzimanja ne mora više angažirati vlastita sredstva da bi proveo istiskivanje, već to čini ciljno društvo.[34]

[34] Čulinović-Herc, E.; Mikinac, O., *Otvorena pitanja uvrštenih dioničkih društava: razlozi za i protiv povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu*, u: Čulinović-Herc, E.; Jurić, D.; Žunić Kovačević, N. (ur.), *Zbornik radova s konferencije "Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije"*, Rijeka, 2011., str. 92.

U ispitanom uzorku uočeno je da i oni ponuditelji koji nisu nakon preuzimanja dosegnuli ni prag koji im omogućuje provedbu *delistinga*, kao treći rezervni scenarij koriste preoblikovanje dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću jer udjeli društva s ograničenom odgovornošću po definiciji ne mogu biti uvršteni na burzu.

4. ZAKLJUČCI

Polazna hipoteza istraživanja bila je da će nakon ulaska RH u EU doći do povećanja broja preuzimanja s inozemnim elementom. Međutim, istraživanje je pokazalo da u promatranom poslijepristupnom periodu (1. srpnja 2013. – 1. srpnja 2015.) nije bilo preuzimanja ciljnih društava koja su uvrštena na ZSE od strane inozemnih trgovačkih društava, odnosno stranih pravnih i/ili fizičkih osoba, bilo da je riječ o EU ili ne-EU rezidentima. Ciljna društava iz financijskog sektora bila su najinteresantnija stranim ponuditeljima te su oni bili zastupljeni u dvama od ukupno pet postupaka preuzimanja u tom sektoru, pri čemu su sva navedena preuzimanja s inozemnim elementom poduzeta prije pristupanja EU-u. Na širem uzorku od ukupno 28 postupaka preuzimanja, promatrajući i prijepristupni i poslijepristupni period, također su bila zastupljena samo dva strana ponuditelja. Iz ovoga se dade zaključiti da uvrštena društva na ZSE nisu često ciljna društva stranih investitora te da je veće korporativno pregrupiranje prisutno između domaćih ponuditelja i ciljnih društava.

Istraživanje je pokazalo da ponuditelji najčešće započinju postupke preuzimanja ako u ciljnom društvu već drže razmjerno visok postotak dionica. Uobičajeno je riječ o udjelu koji premašuje većinski udio, što je razumljivo i sa stajališta financiranja cijele akvizicije i procjene rizika njezine uspješnosti za ponuditelja. Iako je na temelju nekih ponuda za preuzimanje ponuditelj stekao i više od 30 % dionica, to je rijetko velik postotak. Moglo bi se tvrditi da je tipično da se ponuditelji odlučuju na ponudu za preuzimanje ako su blizu praga koji im je potreban za provedbu istiskivanja. U tom slučaju jedini cilj ponude za preuzimanje jest postizanje apsolutne korporativne kontrole, pa je to ujedno i indikator uspješnosti.

Zbog toga je istiskivanje manjinskih dioničara najčešća korporativna akcija koja slijedi nakon preuzimanja, jer vodi uspostavi apsolutne korporativne kontrole, dok je burzovni *delisting* rezervni plan za ponuditelje. No, ako zadobivanje apsolutne korporativne kontrole nije strateški cilj ponuditelja, već je to maksimizacija dobiti za dioničare, tada su poslijeponudbene aktivnosti najčešće koncentrirane na bolje tržišno pozicioniranje ciljnog društva.

U poslijeponudbenom periodu uspješnost ponude za ciljno društvo pratila se na osnovnom uzorku na temelju kretanja cijene dionice uoči i nakon preuzimanja. Korekcije cijene u poslijeponudbenom periodu samo su u rijetkim slučajevima bile znatnije te su uglavnom održavane na ponudbenoj razini, no kako je često slijedio i *delisting*, to kretanje cijena moglo se pratiti samo za ona ciljna društva koja su ostala uvrštena.

Kako je ovo istraživanje bilo usmjereno na ispitivanje određenih parametara u provedenim postupcima preuzimanja koji upućuju na određene tipične obrasce ponašanja ponuditelja i korištenje regulatornih prednosti prilikom oblikovanja poslijeponudbenih korporativnih akcija, uočeno je da postoje i sljedovi preuzimanja – ponuditelj i sam postaje ciljnim društvom u nekom novom postupku preuzimanja, što nam ukazuje na trend okrupnjivanja i koncentracija. Te koncentracije mogu imati nepovoljni učinak i na tržišno natjecanje ako su njihovi sudionici iz istog sektora i ako su njihovi tržišni udjeli znatni.

Iako mali broj postupaka preuzimanja domaćih uvrštenih društava od strane EU i ne-EU ponuditelja može sugerirati da ta društva nisu u dovoljnoj mjeri atraktivna za inozemne ponuditelje, za punu sliku njihove atraktivnosti trebalo bi ovim podacima pridružiti i podatke o provedenim postupcima spajanja i pripajanja i/ili drugih oblika akvizicija (npr. podjela), od kojih je samo neke moguće pratiti, i to primjenom druge metodologije (podaci iz sudskog registra), dok za druge akvizicije ta metodologija nije ni moguća (npr. prijenos neke gospodarske cjeline). No, prava slika o dinamici i sudjelovanju hrvatskih uvrštenih društava u korporativnom pregrupiraju na unutarnjem tržištu EU-a dobila bi se praćenjem i onih akvizicija u kojima su oni ponuditelji u odnosu na neka ciljna društva izvan RH, za što bi ova metodologija također bila neprikladna.

Summary

Edita Čulinović-Herc*
Antonija Zubović**

LEGAL FEATURES OF COMPANIES TAKEOVERS BEFORE AND AFTER THE ACCESSION TO THE EU WITH OBSERVED REGULATORY ASPECTS

The paper deals with takeover bid procedures of the companies listed at the Zagreb Stock Exchange for a period of two years preceding the accession of Croatia to the EU (1st July 2013 being the relevant date), as well as in two post-accession years. The aim of this analysis was to determine whether a number of takeovers with a foreign (EU) element was growing after the accession. Among all takeovers conducted in the relevant period(s), takeover bids in the financial sector were closely examined because of prima facie *evidence of the higher frequency of the foreign element. The authors examined the attitude of the management boards of the target companies towards the bid, the success of the bid in terms of achievement of strategic goals announced, and the post-bid events and their impact on the business of the target company. While dealing with post-bid events, the authors noted the most frequent corporate actions and reflected as to the extent to which their activation depended on the quantum of the acquired (voting) shares. The authors closely analysed the criteria for each typical post-bid corporate action and pointed out the (dis)advantages of each depending on the size of the voting shares acquired through the bid.*

Keywords: corporate takeovers, squeeze out, delisting, post-takeover period, financial sector

* Edita Čulinović-Herc, Ph. D., Professor, Faculty of Law, University of Rijeka, Hahlić 6, Rijeka; edita@pravri.hr

** Antonija Zubović, Ph. D., Assistant Professor, Faculty of Law, University of Rijeka, Hahlić 6, Rijeka; azubovic@pravri.hr