

Mogućnosti šire primjene informatičke tehnologije u (javnim) dioničkim društvima - trendovi u europskom pravu društava i hrvatsko pravo

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2003, Supplement, 337 - 368**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:118:382377>

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

MOGUĆNOSTI ŠIRE PRIMJENE INFORMATIČKE TEHNOLOGIJE U (JAVNIM) DIONIČKIM DRUŠTVIMA - TRENDOM U EUROPSKOM PRAVU DRUŠTAVA I HRVATSKO PRAVO

Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, docent
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 347.72
Ur.: 3. lipnja 2003.
Pr.: 22. lipnja 2003.
Izvorni znanstveni članak

Iznose se promjene koje informatička tehnologija izaziva u pravu trgovačkih društava i u pravu tržišta kapitala. Ističe se koju ulogu daje europski zakonodavac informatičkoj tehnologiji u pravu društava u okviru svog izmijenjenog regulatornog pristupa. Ukazuje se na glavne domene primjene informatičke tehnologije u životu (dioničkog) društva: pojavu dionica u nematerijaliziranom obliku, omogućavanje upisa u sudski registar elektroničkim putem temeljem elektroničkih isprava, kao i na značajnu pomoć koju informatička tehnologija može pružiti u pripremi skupštine društva. Posebno se ističe uloga internet stranice dioničkog društva kao novog modusa objavljivanja onih podataka koje društvo mora objavljivati. Usporedno prateći materiju prava društava i prava kojim se uređuje (europsko) tržište kapitala navode se smjernice kojima se šira primjena informatičke tehnologije omogućava ili se (dionička) društva na nju obvezuju. Iznose se i rješenja nacionalnog prava država članica. Nakon iznošenja kataloga smjernica ili njihovih prijedloga u kojima se web site dioničkog društva afirmira kao prikladan medij za objavu određenih podataka dioničkog društva, odnosno smjernica iz prava društava koje najavljuju prelazak na korištenje elektroničkih isprava i registara, ispituju se mogućnosti implementacije istih rješenja u hrvatsko pravo. Pritom se polazi od toga da pojedini elementi okvira primjene informatičke tehnologije postoje zahvaljujući Zakonu o elektroničkom potpisu. Razrađuju se konkretne pretpostavke primjene informatičke tehnologije u zoni dispozitivnosti ZTD-a i ZTVP-a. Zaključno se de lege lata naročito značajnom ocjenjuje mogućnost korištenja informatičke tehnologije kod javnih dioničkih društva, a posebice u pripremi skupštine. Ocjenjuje se da je zbog pravne sigurnosti korištenje internet stranice kao dopustivog načina objavljivanja ipak poželjno osigurati intervencijom zakonodavca. Početak korištenja informatičke tehnologije u svrhu upisa društva u registar, odnosno omogućavanja uvida u registar elektroničkim putem, ne može se još sa sigurnošću prognozirati.

Ključne riječi: *dioničko društvo, informatička tehnologija, europsko pravo, disclosure, web site, elektronički potpis.*

1. Uvod

Zbog dubokog utjecaja na današnje društvo, moderna tehnologija izaziva različite promjene i u pravu trgovačkih društava. Te se promjene ogledaju u pojavi elektroničkih isprava (punomoći za glasovanje, nematerijalizirane dionice) koje mijenjaju mnoge aspekte pojavnosti dioničkog društva, od upisa (dioničkog) društva u sudski registar temeljem elektroničkih isprava do korištenja informatičke tehnologije kao modusa objavljivanja podataka ili kao načina glasovanja dioničara na skupštini društva. Tako, u nekim zemljama članicama EU-a već postoji mogućnost obavljanja upisa u registar elektroničkim putem. Dionička društva, i to posebice društva čijim se dionicama trguje na burzi ili uređenom javnom tržištu (javna dionička društva) koriste sve više informatičku tehnologiju tako što relevantne podatke o sebi objavljuju na svojim internet stranicama. U pravu nekih zemalja članica EU informatička tehnologija postaje sve značajnija u komunikaciji koja se između društva i dioničara zbiva u pripremi skupštine društva, a u nekim zemljama moguće je, barem kada su u pitanju javna dionička društva, i glasovati elektroničkim putem.

Primjena informatičke tehnologije u bilo kojoj grani prava, pa tako i u pravu trgovačkih društava, odnosno pravu kojim se uređuje tržište vrijednosnih papira, kao discipline koja s pravom društava interferira, zahtijeva rješavanje mnogih pravnih pitanja propisima. To su pitanja identifikacije pošiljatelja i primatelja elektroničke poruke, zaštite njezina sadržaja od neovlaštenih promjena i sl. Ti pravni propisi moraju osigurati koherentnost unutar pravnog sustava, što često u nas nije slučaj. Tako je dionica kao nematerijalizirani oblik vrijednosnog papira, uvedena Zakonom o izdavanju i tržištu vrijednosnih papira, iz 1996. g. Time se elektronički zapis u kompjuterskom sustavu Središnje depozitarne agencije izjednačio s dionicom utjelovljenom u papirnoj formi, a postupno je vrijednosni papir kao elektronički zapis imao u potpunosti istisnuti dionicu. U zoni interferencije ZTD-a i tadašnjeg ZIPVP-a nastao je "kratki spoj", jer je ZIPVP pri tome odredio da se postupno sve dionice dioničkih društava moraju dematerijalizirati radi deponiranja u sustav Središnje depozitarne agencije. Taj je propis prisilio dionička društva da redefiniiraju obilježja svojih dionica kako bi izvršili prilagodbe istih zakonskom opisu nematerijaliziranog vrijednosnog papira (nemogućnost da dionice glase na donositelja, nemogućnost uvjetovanja prijenosa dionice suglasnošću društva).¹

¹ Kritički o tome BARBIĆ, J. *Pravo društava, Društva kapitala*, knj. 2., Zagreb 2000, str. 65 i dalje. O ustroju i načinu rada Središnje depozitarne agencije vidi pobliže: Općenito: ŽIVKOVIĆ, V. *Središnja depozitarna agencija*, *Pravo u gospodarstvu* 39 (2000.) br. 4. str. 105 i dalje. Ustvari kroz određeno vrijeme sve se dionice dioničkih društava, kako onih javnih tako i onih koja to nisu moraju dematerijalizirati. Okončanje te dematerijalizacije za većinu dioničkih društava predviđeno je za srpanj 2003. Vidi: Odluku o rokovima i načinu dostave podataka o vrijednosnim papirima i njihovim vlasnicima iz knjige dionica ili registra izdavatelja u depozitorij Središnje depozitarne agencije, NN br. 140/2002. Od te su odluke još jedino izuzeta dionička društva koja su izdala isprave o dionicama, ali se radi o zanemarivom broju. S druge strane, dionička društva obuhvaćena pojmom javnog dioničkog društva, pored dematerijalizacije dionica moraju još uvrstiti svoje dionice na burzu ili uređeno javno tržište.

Novi impuls razvoju elektroničkih isprava u nas daje Zakon o elektroničkom potpisu². Donošenjem tog zakona Hrvatska je pristupila usuglašavanju svojeg zakonodavstva u području elektroničkog komuniciranja sa zakonodavstvom Europske unije. No za punu primjenu trebat će sačekati i Zakon o elektroničkom poslovanju, tj. pravne propise o učinku elektroničkih poruka. S druge strane, da bi se doneseni zakon učinkovito primjenjivao, trebalo je donijeti i provedbene propise.³ Time se u pravu društava, posebno kada je u pitanju dioničko društvo, otvara sve veća mogućnosti primjene informatičke tehnologije. S druge strane, kako primjena moderne tehnologije ubrzava vrijeme u kojem djeluju adresati pravnih normi, pa tako onih normi iz prava društava, širu primjenu treba zagovarati selektivno, uzimajući u obzir da adresate treba ponekad i zaštititi od prebrzog djelovanja i donošenja odluka, kao i ugraditi potrebne zaštitne mehanizme.

Do spoznaje da razvoj informatičke i komunikacijske tehnologije definitivno postaje bitnim čimbenikom razvoja prava trgovačkih društava⁴ došli su cijenjeni europski stručnjaci za pravo društava kojima je Komisija EZ-a u rujnu 2001.⁵ godine dala mandat da kao nezavisno tijelo odrede prioritetne zadaće procesa modernizacije europskog prava društava. U ostvarenju svog mandata Grupa eksperata je nakon objavljenog *Consultative Document*, obradom prikupljenih odgovora i rasprava prezentirala svoje konačno izvješće Komisiji i javnosti.⁶

Za razvoj hrvatskog prava društava važno je da se stručna i akademska javnost sustavno informira o novostima koje u regulatornom pristupu uvodi europski zakonodavac, jer taj pristup ne obuhvaća više samo harmonizaciju putem donošenja propisa, već i poticanjem primjene informatičke tehnologije na autonomnoj osnovi. Stoga je zadatak ovog rada da izloži u čemu se sastoji izmijenjeni pristup europskog zakonodavca u materiji prava društava te da u tom kontekstu razmotri mogućnosti šire primjene informatičke tehnologije u «životu» dioničkog društva. To je ocijenjeno bitnim čimbenikom kompetitivnosti europskih gospodarskih subjekata u odnosu na subjekte iz drugih regija. Do istih zaključaka došla je i grupa stručnjaka koja je radila na reformi europskog prava tržišta kapitala, ali motreći to pitanje iz

² NN, 10/02. Vidi još MATIĆ, T. *Primjena Zakona o elektroničkom potpisu*, Pravo u gospodarstvu, br. 4/2002., str. 266 i dalje; O samoj tehnologiji elektroničkog potpisa vidi ŽALAC, N. *Tehnologija digitalnog potpisa*, Slobodno poduzetništvo, 17/1998, str. 98-105.

³ To su Pravilnik o evidenciji davatelja usluga certificiranja elektroničkog potpisa, NN 54/02; Pravilnik o registru davatelja usluga certificiranja elektroničkih potpisa koji izdaju kvalificirane certifikate NN 54/02; Pravilnik o mjerama i postupcima uporabe i zaštite elektroničkog potpisa i naprednog elektroničkog potpisa, sredstava za izradu elektroničkog potpisa i sustava certificiranja i obveznog osiguranja davatelja usluga izdavanja kvalificiranih certifikata, NN br. 54/2002. O tome vidi više kod POGARČIĆ, Z. *Certificiranje, mjere i postupci zaštite, evidencija i registar davatelja usluga certificiranja*, Informator, 5052-3, od 7. i 10.08.2002.

⁴ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussel, 4 November 2002, str. 1 (u daljnjem tekstu: *Report of High Level Group...*)

⁵ U grupi stručnjaka nalaze se Jaap Winter, kao predsjedatelj te José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Jan Schans Christensen i Joëll Simon kao članovi grupe.

⁶ *Op. cit.*, u bilj. 5.

kuta uvrštenih (javnih) dioničkih društava, pa se u tom dijelu njihovi zaključci preklapaju. Stoga se u ovom radu izlaže u kojim se to relevantnim smjernicama ili prijedlozima smjernica *web site* dioničkog društva afirmirao kao prikladan medij za objavu određenih podataka dioničkog društva, odnosno u kojim se smjernicama iz prava društava može očekivati šira primjena informatičke tehnologije. Zatim se ispituje koje bi objave dioničkog društva prema hrvatskom pravu bile prikladne za elektroničko objavljivanje te koji krug dioničkih društava bi bio ciljanom grupom. Druga komponenta primjene informatičke tehnologije u «životu» dioničkog društva, a to je priprema i održavanje (glavne) skupštine dioničkog društva, ispituje se i na komparativnoj osnovi, uzevši pri tom u obzir praksu u nekim zemljama članicama, a uvaživši pri tom predložena rješenja stručnjaka za pravo društava.

2. Izmijenjeni opći regulatorni pristup europskog zakonodavca u materiji prava društava

Stručnjaci su u svom izvješću sugerirali *novi pristup reguliranju* materije prava društava. Iznesene su kritike ranijeg *regulatornog* pristupa usmjerenog prema *koordinaciji zaštitnih mehanizama* kojima se štite interesi članova trgovačkih društava i trećih osoba, odnosno naporima da se ti zaštitni mehanizmi harmoniziraju. Iz tog koncepta *harmonizacije* proizašlo je devet smjernica, a sve su one bile usmjerene na to da uspostave na nivou EU jednaki nivo zaštite interesa ulagatelja, i to u prvom redu dioničara, ali i vjerovnika društva. Na taj način se države članice sprečavalo da spuštaju standarde zaštite i tako ulaze u tzv. utrku prema dnu - *race to the bottom*.⁷

Ipak taj harmonizacijski napor, prema stajalištu stručnjaka, nije urodio očekivanim plodovima, jer je pri tome izgubljena iz vida primarna zadaća prava društava, koja treba stvoriti efikasan pravni okvir za one koji se žele baviti gospodarskom djelatnošću - takav okvir koji će olakšati upravljanje uspješnim i kompetitivnim poduzećem. Stoga, iako ne treba u potpunosti smetnuti s uma brigu o potrebi ujednačavanja nivoa zaštite interesa članova i vjerovnika, stručnjaci misle da se potrebno razviti i implementirati mehanizme koji će europske poduzetnike učiniti kompetitivnima, u prvom redu uklanjanjem prepreka prekograničnim aktivnostima.⁸

S druge strane, izražen je stav da, s obzirom da u Europi tradicionalno postoje različiti organizacijski oblici trgovačkih društava u pravu država članica, europsko pravo društava treba što je moguće više poticati slobodu izbora tih različitih oblika diljem Europe i njegovati raznolikost, a ne se usredotočiti na stvaranje nadnacional-

⁷ *Report of High Level Group...*, str. 29. Isto za tržište vrijednosnih papira FERRARINI, G. *Securities Regulation and Rise of Pan-European Securities Markets: An Overview*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH *Capital Markets in the Age of Euro*, Kluwer 2002, str. 250. Vidi još: O'NEILL, M. *When European Harmonization meets Corporate Harmonization*, *The Company Lawyer*, vol. 21, no. 6 (2000), str. 173-178.

⁸ *Report of High Level Group...*, str. 30.

nih koncepata. Primjer takvog elastičnog pristupa nalazi se u Statutu Europskog društva, jer država članica ima obvezu omogućiti osnivačima SE (Societas Europea) izbor između tzv. *unitary board structure* i *two-tier board structure*.⁹

Daljnji problem uočen u europskom pravu društava jest taj da se harmonizirano pravo smjernicama zapravo petrificira. Nakon što su se države članice dogovorile o pristupu određenoj materiji, naročito je tegoban postupak izmjene smjernice odnosno koncepata na kojem ona počiva. Prednost čvrstih pravila primarnoga prava, čiji su sastavni dio i smjernice, sastoji se u njihovoj izvjesnosti i dosljednoj primjeni. Međutim, poradi toga nastaje nemogućnost da se drži korak s okolnostima koje se neprekidno mijenjaju.

Koje su to alternative regulacije prava društava koje ima u vidu europski zakonodavac? Prema jednom mišljenju materija prava društava bi se mogla uređivati *putem podzakonskih propisa* - odnosno putem propisa koje donose vlade, a ne parlamenti, pri čemu se ti podzakonski propisi oslanjaju na (dovoljno elastične) zakonske propise u kojima su ciljevi široko i općenito postavljeni. Drugi pristup bi se sastojao u *postavljanju standarda djelovanja* koje bi kreirali sudionici na tržištu sami (autonomno pravo) ili zajedno s vladom, na način da se razviju *kodeksi najboljeg postupanja*. S druge strane, iako kodeksi najboljeg postupanja nisu obvezujući poput propisa heteronomnog prava, oni bi ipak obvezivali utoliko što bi subjekti morali uskladiti svoje ponašanje s njima ili objasniti zbog čega se toga nisu držali (*comply or explain rule*). Treća alternativa je izrada *model zakona*.¹⁰

Da se ne radi ni o kakvom presedanu koji bi bio svojstven samo europskom pravu društava, govori činjenica da je u oblasti prava kojim se regulira tržište vrijednosnih papira isto primijećena labava integracija,¹¹ te da je novi pristup reguliranju usvojen upravo zbog toga da bi se integracija europskog financijskog tržišta povećala - opisan kao tzv. *stepenasta zakonodavna tehnika*. Naime, *Committee of Wise Men* kojeg je imenovalo Vijeće EZ-a sa zadatkom da odredi prioritete u europskom pravu vrijednosnih papira je predložilo stepenastu tehniku ili tzv.

⁹ *loc. cit.* U onim pravnim sustavima u kojima društvom upravlja jedno tijelo, koje ujedno obavlja i nadzor nad njegovim poslovanjem, govori se o monističkom ustroju ili *unitary board structure*. Dualistički ustroj ili *two tier board structure*, označava model upravljanja zastupljen, primjerice, u Njemačkoj, ali i u nas, prema kojem je funkcija upravljanja razdijeljena između uprave i nadzornog odbora, a članstvo u jednom tijelu isključuje članstvo u drugome. U monističkim sustavima iako postoji jedno tijelo (*board*), njegovi članovi dijele se na tzv. *executive* i *non-executive directors*, pri čemu ovi potonji po svojoj ulozi podsjećaju na članove nadzornog odbora, a prvi se mogu izjednačiti s članovima uprave, kako ih se shvaća u nas. Opširnije, vidi BARBIĆ, J. *op. cit.*, u bilj. 1., str. 333 i dalje. Komparativni prikaz vidi kod WYMEERSCH, E. *Current Company Law Reform Initiatives in the OECD Countries - Challenges and Opportunities*, www.law.rug.ac.be WP 2001/04

¹⁰ *Report of High Level Group...*, str. 31 i dalje.

¹¹ WYMEERSCH, E. *Regulating European Markets: The Harmonization of Securities Regulation in the Europe in the New Trading Environment*, u: FERRAN /GOODHART (eds.) *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, str. 190. O općenitim trendovima u integriranom tržištu kapitala: HOPT, K. J. *Europäisches Kapitalmarktrecht - Rückblick und Ausblick*, u: *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrecht*, Mohr Siebeck 2000, str. 324-327.

"pristup na četiri nivoa".¹² Prvi nivo obuhvaća izradu općih *regulatornih načela (framework principles)*, zatim slijedi nivo u kojem Komisija uz pomoć tog istog odbora usvaja mjere implementacije tehničkog karaktera (tzv. *comitology*). Nakon toga slijedi nivo koordinacije i izvršenja. Ova tehnika je već usvojena prilikom izrade prijedloga smjernice o prospektu javnom ponudom, na način da je na prvom nivou reguliran pojam prospekta, definicija javne ponude, zatim nadležnosti i ovlasti nadležnih tijela te pitanje jezika, dok se svi tehnički detalji i definicije toga što čini detaljni sadržaj prospekta (kao primjerice sadržaj prospekta za svaku specifičnu vrstu financijskog instrumenta, ili pravila o reklamiranju prospekta) reguliraju na drugom nivou. Treći i četvrti nivo nadziru tijela koja u pojedinoj državi članici vrše nadzor nad tržištem vrijednosnih papira (*securities regulators*).

Stručnjaci su ocijenili da bi bilo korisno ovaj pristup primijeniti i u pravu društava s obzirom na njegovu tijesnu povezanost s pravom tržišta vrijednosnih papira te okolnost djelomičnog preklapanja regulatornih ovlasti. Konceptija model zakona nije naišla među stručnjacima na širu podršku. Nju su podržali kao ideju jedino pri izradi *model obrazaca*, kao što bi primjerice bio obrazac elektroničke isprave o punomoći za glasovanje na glavnoj skupštini dioničkog društva. Taj bi pristup, smatra se, doveo do neformalne i organske konvergencije nacionalnih propisa.¹³ Model *kodeksa najboljeg ponašanja* sugeriran je kao rješenje u domeni korporativnog upravljanja.

3. Domena utjecaja europskog zakonodavca na širu primjenu moderne tehnologije u pravu društava

Glavni pravac djelovanja europskog zakonodavca s ciljem šireg korištenja moderne tehnologije u pravu društava¹⁴ za sada je usmjeren na prilagodbu propisa o načinu objelodanjivanja podataka o društvu (*disclosure*) kao i način slanja prijave tih podataka kompetentnim tijelima. U tom smjeru ide i dodatak nedavno objavljenog Prijedloga za izmjenu Prve smjernice prava društava¹⁵ (*Proposal to*

¹² Vidi, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001. Komentar vidi kod: FERRARINI, G. *op. cit.*, u bilj. 8, str. 247 i dalje.

¹³ *Report of High Level Group...*, str. 32 i dalje.

¹⁴ Na globalnoj osnovi promotor šire primjene interneta u domeni tržišta vrijednosnih papira je IOSCO (International Organisation of Securities Commissions). Vidi IOSCO, *Report on Enforcement Issues Raised by the Increasing Use of Electronic networks in the Securities and Futures field*, 1997; IOSCO, *Securities Activity on the Internet*, 1998. O problemu međunarodne nadležnosti za sporove povodom stavljanja lažnih (financijskih) izvješća na internet stranicu društva, Vidi: BLAIR / QUEST, *Jurisdiction, Conflicts of Law and the Internet*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of Euro*, Kluwer 2002, str. 160.

¹⁵ First Council Directive (EEC) 68/151 of 9 March 1968 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the community, [1968] OJ L 65/8;

amend the First Company Law Directive)¹⁶. Njime se nastoji omogućiti elektroničko obavljanje upisa u registar i omogućavanje pristupa registru elektroničkim putem.

Pored toga, ističe se da je *web site* društva, vrlo prikladno mjesto na kojem bi trebalo uvrstiti sve podatke koje društvo mora objelodanjivati odnosno o kojima mora obavještavati kompetentna tijela.¹⁷ Naime, činjenica je da se podaci koje dioničko društvo mora (redovito) objavljivati nalaze na različitim mjestima: u registrima ili registarskim sudovima trgovačkih društava, u dnevnom tisku, u službenom glasilu ili su sadržani u obavijestima koje se upućuju burzi ili komisiji za vrijednosne papire. Neki (ali ne i svi) podaci dostupni su javnosti, ali često je pribavljanje tih podataka povezano s odgovarajućom naknadom, ili su dostupni besplatno samo u prostorijama tog nadležnog tijela, i to samo u određeno vrijeme. Kada bi društva na svoj *web site* unijela podatke koje su inače dužna objelodanjivati to bi značajno olakšalo i pojeftinilo pristup osobama koje traže podatke o tom istom društvu na različitim lokacijama.

Europski zakonodavac nalazi se pred sljedećom dvojnom: regulira li obveza društva da na svom *web site* formiraju poseban odjeljak u kojem će biti sadržani svi podaci koje društvo mora redovito objaviti, kao i podaci o *linkovima* na kojima se ti isti podaci mogu naći. Procijenjeno je da zbog tromosti zakonodavne procedure EZ-a vrijeme potrebno da bi takav propis zaživio upravo je ono koje je potrebno da stavljanje tih podataka na *web site* društva postane uobičajenom praksom.

3.1. Internet kao način objavljivanja podataka o (uvrštenim) dioničkim društvima koje društvo mora periodično objavljivati

Obveza objelodanjivanja (*mandatory disclosure*) čini poslovanje trgovačkog društva transparentnijim i omogućava javnosti, odnosno ulagateljima bolju evaluaciju poslovnih prilika u kojima se ono nalazi. Ono zauzvrat omogućuje potencijalnim ulagateljima da bolje procijene i rizik koji je povezan s njihovim ulaganjem (u društvo). Pri tom se ne misli samo na ulaganje na korporativnoj osnovi, kupnjom dionica tog društva, već i na ulaganje u širem smislu - dodjelom kredita društvu i sl. Stoga se opravdano smatra da je zahtjev za objavom informacija ili tzv. *disclosure* čimbenik koji promiče zaštitu ulagatelja,¹⁸ a zaštita ulagatelja je jedno od temeljnih načela modernog tržišta kapitala. Opće je stajalište da zahtjev za objelodanjivanjem podataka treba povećavati, jer što se više podataka o društvu objavljuje, to poslovanje društva postaje transparentnije i izloženo kritici javnosti.¹⁹ To u konačnici rezultira većim povjerenjem ulagatelja i potiče rast i razvoj tržišta

¹⁶ COM (2002) 279; Annex 4.

¹⁷ *Report of High Level Group...*, str. 38.

¹⁸ LA PORTA / LOPEZ / SHLEIFER / VISHNY, *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, The World Bank, Financial Sector Discussion Paper no.1, www.worldbank.org Vidi još LOWENSTEIN, L. *The Role of Financial Transparency in a Market Economy*, www.oecd.org

¹⁹ S druge strane, što se više povećava obveza objelodanjivanja podataka, to se više neizravno sili adresate da preispitaju svoju korporativnu strukturu i prihvate kodekse najboljeg postupanja. Naime, sama činjenica da će morati razotkriti strukturu upravljanja korporacijom i objasniti njezin

kapitala. S druge strane, povećava li se opseg podataka koje treba objelodanjivati, to se mora činiti selektivno. Po naravi stvari više podataka trebaju objavljivati javna dionička društva. S druge strane, velik broj podataka kojima mogu biti zatrpani ulagatelji može promašiti svoj cilj ako nije jasno koji su podaci bitni, a koji nebitni.²⁰

Pri određivanju mjere hoće li se pojedini subjekti europskog prava društva urediti razmjerno detaljnim ili manje detaljnim propisima, odnosno hoće li se adresatima ostaviti veća ili manja sloboda da drukčije urede svoje odnose, valja voditi računa o tome radi li se o društvima koja su okrenuta javnosti ili se radi o zatvorenim društvima. Ova distinkcija se uobičajeno označava kao razlika između *public and private (closed) companies*. U našem zakonodavstvu i praksi ta je podjela tek nedavno inaugurirana uvođenjem koncepta javnih dioničkih društava u ZTVP, kao društava koja moraju na burzu i za koje je otvorena i posebna kotacija. U europskom pravu ta je podjela često jedan od kriterija pomoću kojeg se utvrđuje polje primjene smjernica iz prava društava. Međutim, u praksi je ta distinkcija postala opsoletna jer su propisi o tzv. privatnim društvima u većoj ili manjoj mjeri preslika propisa o javnim društvima i u stvarnosti se neznatno razlikuju.²¹ S druge strane, u nekim državama članicama velik broj javnih društava u stvari nisu društva otvorenog tipa, imaju ograničen broj dioničara, a i prijenos dionica podložan je ograničenjima.

Prema mišljenju eksperata, ako se zanemari nacionalna tipologija dioničkih društava, u gospodarskoj realnosti prevladavaju tri osnovna tipa društva: *uvršteno (dioničko) društvo*, čijim se dionicama trguje na uređenom tržištu; *otvoreno dioničko društvo*, čije dionice nisu uvrštene na uređeno tržište, ali koje ispunjava sve uvjete za uvrštenje; i *zatvorena (dionička) društva*, čije dionice nisu slobodno prenosive te stoga ne mogu biti uvrštene na burzu, a vlasništvo nad dionicama izvan tržišta vrijednosnih papira nije disperzirano.²² Upravo kod tih društava valja poticati takav način objelodanjivanja podataka.²³

Komparativna iskustva pokazuju da kada je u pitanju tzv. *financial disclosure*, najviši stupanj korištenja informatičke tehnologije zastupljen je u SAD-u. Kako su izdavatelji vrijednosnih papira prisiljeni objavljivati velik broj podataka, Američka komisija za vrijednosne papire (SEC) organizirala je središnju bazu podataka imenom EDGAR, otvorenu za javnost, u kojoj se nalaze svi podaci financijske naravi o izdavatelju koje izdavatelj mora objavljivati. Ne samo da se elektroničkim putem može obaviti pretraživanje već se i upis podataka (*filing*)

ratio (*comply or explain rule*) daje društvu poticaj da redefinira tu strukturu izbjegavajući pri tom ponašanja koja se mogu okarakterizirati kao ponašanja koja nisu u skladu s kodeksom najboljeg ponašanja. Međutim, u konačnici taj se pristup ne bi smio pretvoriti u vježbu zaokruživanja (*box ticking exercise*) i automatsku primjenu preporučenih ponašanja samo s ciljem da se stekne dojam da se čini ono što treba činiti. *Report of High Level Group...*, str. 33 i dalje.

²⁰ «Moreover disclosure leads to an effect of football stadium: if everybody gets up no one has a better view any more». Vidi: *Report of High Level Group...*, str. 141.

²¹ *Report of High Level Group...*, str. 35.

²² *loc. cit.*

²³ WYMEERSCH, E. *The Use of ITC in Company Law Matters*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH *Capital Markets in the Age of Euro*, Kluwer 2002, str. 474.

obavlja elektroničkim putem.²⁴ U Francuskoj Komisija za nadzor burze (COB) organizirala je dvije baze podataka: u jednoj se nalaze podaci koji se periodično objavljuju, a u drugoj prospekti i slični instrumenti koje mora odobriti COB.²⁵ U Njemačkoj se periodične objave (*ad hoc Publizität*) distribuiraju putem burze odmah po primitku od izdavatelja svim sudionicima na tržištu. Ipak tu se radi samo o dijelu onoga što izdavatelji moraju objavljivati, i uvijek se radi o javnim dioničkim društvima. Ostali važni podaci kao godišnja financijska izvješća ili podaci o najvećim dioničarima moraju se prikupljati na drugim mjestima. To znači da je integracija svih podataka poželjna ne na nivou regulatornih tijela, već na nivou izdavatelja.²⁶

3.1.1. Objavljivanje podataka putem interneta - europsko pravo *de lege ferenda*

Smjernica 2001/34/EC o uvrštenju vrijednosnih papira na burzu i o podacima koje treba objavljivati predstavlja zadnju kariku u lancu «klasičnog pristupa» objelodanjivanju podataka. Na račun te smjernice izrečene su kritike da ona ne predstavlja nikakav korak unaprijed osim kompilacije postojećih smjernica: Smjernice o usklađivanju uvjeta za uvrštenje na burzu, iz 1979,²⁷ Smjernice o burzovnom prospektu, iz 1980,²⁸ Smjernice o podacima koje moraju redovito objavljivati dionička društva čije su dionice uvrštene na burzu²⁹ i Smjernice o objavljivanju podataka o promjenama u strukturi dioničara, iz 1988.,³⁰ te da ova smjernica referira na poimanje burze koje je pomalo zastarjelo.³¹ U pogledu primjene informatičke tehnologije kao načina objelodanjivanja podataka ova smjernica je ostala konvencionalna - nije predviđena mogućnost da društvo na *web site* objelodani svoj prospekt ni druge podatke koje je dužno redovito objavljivati nakon što njegove dionice budu uvrštene na burzu. Prijedlogom smjernice o periodičnom objavljivanju podataka koje moraju objavljivati uvrštena dionička društva (vidi infra, 3.1.1.3.) intervenirat će se i u ovu smjernicu.

3.1.1.1. Prvi primjer: Prijedlog izmjene prve smjernice o dužnosti objelodanjivanja u odnosu na određene vrste trgovačkih društava - COM(2002) 279 FINAL

Prijedlog ove smjernice nastavlja se na sve intenzivniju reformu prava država članica kojom se omogućuje primjena informatičke tehnologije prilikom upisa u

²⁴ Baza je dostupna na internet adresi, www.sec.gov

²⁵ Prva baza naziva se ECOFIL, a druga SOPHIE (Site Ouvert des Publications Historiques des Entreprises). Na Ecofilu se nalazi sve što obuhvaća tzv. *mandatory disclosure*. Vidi www.ansa.asso.fr/site/rap1.htm. Vidi još: COB, *Raport annuel 1995*, str. 102; COB, *Raport annuel 1999*, str. 51.

²⁶ WYMEERSCH, *op. cit.*, u bilj. 24, str. 479.

²⁷ 79/279/EEC (Listing Directive).

²⁸ 80/390/EEC (Listing Particulars Directive).

²⁹ 82/12/EEC (Interim Reports Directive).

³⁰ 88/627/EEC (Major Holdings Directive).

³¹ FERRARINI, G. *The European regulation of stock exchanges: new perspectives* (1999) 36 C.M.L.Rev 573.

registar kao i pravo na uvid u registar elektroničkim putem. U nekim državama članicama postoji mogućnost (kod nekih još u eksperimentalnoj fazi) podnošenja prijave putem elektroničke isprave, kao i mogućnost uvida u nju.³² U drugim državama članicama tek se implementira Smjernica o elektroničkom potpisu.³³ Njemačko trgovačko pravo dopušta vladama saveznih zemalja da donesu propise prema kojim je moguće da se trgovački registar vodi u kompjutorskom obliku.³⁴ Pristup trećih osoba moguć je pod određenim uvjetima uz dokazivanje opravdanog «stručnog i trgovačkog interesa», što se kritizira u njemačkoj literaturi kao protivno Prvoj smjernici.³⁵

U međuvremenu primjenom tzv. SLIM programa pokušalo se doskočiti tom problemu te omogućiti upis i uvid u registar u elektroničkom obliku u prijelaznom periodu od 5 godina.³⁶

Sada je ista ideja aktualizirana u Prijedlogu izmjene prve smjernice koja je donesena još 1968. godine (68/151/EEC), države članice biti će dužne omogućiti upis u registar u elektroničkom obliku od 1. siječnja 2005. Od toga datuma trgovačkim će se društvima morati omogućiti da izaberu između klasičnog upisa (u papirnoj formi) i elektroničkog upisa. Države članice mogu uvjetovati upis u elektroničkom obliku svim/nekim oblicima trgovačkih društava, i to za sve/neke podatke koji su predmet upisa (čl. 3. st. 2.). Podrazumijeva se da će države članice ograničiti takvu dužnost na situacije u kojima to ne predstavlja poseban teret za trgovačka društva. U slučaju da se i nakon tog datuma bude moglo obavljati upis u obliku podnošenja isprava, države članice bit će u obvezi osigurati da se podnesene isprave sustavno konvertiraju u elektronički oblik. Međutim, bez obzira na to države članice i dalje slobodno odlučuju o drugim pitanjima, između ostalog o vrsti *softwarea* koji će se primjenjivati te koje će se takse naplaćivati.

Novi propis (čl. 3. st. 3. t. 5.) propisuje da isprave koje se podnose u elektroničkom obliku moraju biti potpisane na način kako to predviđa čl. 2. st. 2. Smjernice o elektroničkom potpisu 1999/93/EC³⁷ (*advanced electronic signature - napredan elektronički potpis*). Neobično je važno da se tim potpisom osigura ne samo autentičnost izdavatelja te isprave nego i integritet njezina sadržaja, odnosno nemogućnost da se on izmijeni. U čl. 3. st. 4. unesena je izmjena kojom se izričito dopušta da se službeno glasilo države vodi u elektroničkom obliku.

³² Danska, Finska. U Italiji je dozvoljeno podnošenje prijave u obliku elektroničke isprave, ali se uvid u te isprave ostvaruje putem nacionalne trgovačke komore. Kako prijava mora biti u obliku javnobilježničke isprave, javni bilježnik je mora prethodno skenirati. Opširnije vidi: www.interlex.it/segna/notai: Consiglio Nazionale del Notariato - Collaborazione tra Consiglio e Camere di Commercio, Milano, 10 Ottobre 2002.

³³ Francuska: Čl. 1316 i 1317 *Code civil* i Belgija čl. 1322 *Code civil*

³⁴ par. 8a HGB. Vidi komentar HOPT, K. u: BAUMBACH / HOPT *Handelsgesetzbuch*, 30. izd., 2000.

³⁵ NOACK, *Modern Kommunikationsformen vor den Toren des Unternehmensrecht* (1998) ZGR 592-616.

³⁶ Konačni SLIM report vidi: www.law.rug.ac.be/fli

³⁷ Directive 1999/93/EC of the European Parliament and of the Council of 13 December 1999 on a Community framework for electronic signatures, OJ L 13, 19.1.2000, str. 12.

Odgovarajuće terminološke izmjene, kao napuštanje izraza "objavljen" i uporaba izraza "objelodanjen", također su u tom duhu (čl. 3. st. 4.).

U čl. 3. st. 8. Prijedloga smjernice precizno se definira izraz «primjenom elektroničkih medija» (*by electronic means*).³⁸ Usvojena definicija usporediva je s definicijama koje se nalaze u smjernicama povezanim s informatičkim društvom (vidi čl. 1 (2) Smjernice 98/34/EC³⁹, ili čl. 2. Smjernice 2001/115/EC⁴⁰). Ta definicija implicira korištenje kompjutora na oba kraja komunikacijskog kanala, pa prema tome ne uključuje sredstva kao što su telefaks, teleks ili glasovni telefon. Međutim, to ne znači da zemlje članice ne mogu dopustiti primjenu tih sredstava društvima koja podnose prijavu za upis ili zainteresiranim osobama koje zahtijevaju kopiju isprava iz prijave.

Postavlja se pitanje koji će subjekti biti najviše tangirani ovom smjernicom. Smjernica podjednako zahvaća sva društva kapitala, neovisno o branši, opsegu poslovanja. Društva će i dalje biti ovlaštena birati da li će podnositi prijavu za upis i potrebne isprave u papirnom obliku ili u elektroničkom obliku. Kao posljedica toga odgovornost za ispunjenje obveza iz smjernice bit će na državama članicama. Prijedlog smjernice sadrži samo jednu odredbu čiji su adresati društva izravno: sva poslovna pisma ili memorandumi trgovačkog društva, bilo da su u papirnatom obliku ili u nekom drugom, moraju sadržavati podatke koji se nalaze u čl. 4. Prve smjernice, a isti podaci moraju biti iskazani na *web site* trgovačkog društva. Treba napomenuti da podaci čije je obavezno objelodanjivanje propisano prema čl. 4. Prve smjernice nisu prošireni, tako da ovu dužnost trebaju ispunjavati samo društva koja su dobrovoljno izabrala korištenje informatičke tehnologije. Na taj način će podaci o trgovačkom društvu postati dostupniji zainteresiranim osobama, a isto tako će se značajno pojednostaviti formalnosti oko obveznog objelodanjivanja podataka.

3.1.1.2. Drugi primjer: Prijedlog izmjene smjernice o prospektu pri javnoj ponudi vrijednosnih papira - COM (2002) 460 FINAL

U europskom pravu koje regulira različite aspekte jedinstvenog tržišta vrijednosnih papira (kapitala) postoji prijedlog nove smjernice o prospektu pri javnoj ponudi vrijednosnih papira, odnosno pri njihovu uvrštenju na uređeno tržište. Razlozi reforme ovog segmenta europskog prava leže u činjenici što je smjernica iz 1989., koja je regulirala ovaj institut poznavala sustav parcijalnog i kompleksnog

³⁸ "by electronic means" shall mean that the information is sent initially and received at its destination by means of electronic equipment for the processing (including digital compression) and storage of data, and entirely transmitted, conveyed and received by wire, by radio, by optical means or by other electromagnetic means."

³⁹ Directive 98/34/EC of the European Parliament and of the Council of 22 June 1998 laying down a procedure for the provision of information in the field of technical standards and regulations, OJ L 204, 21.7.1998, p. 37, izmijenjena Smjernicom 98/48/EC.

⁴⁰ Council Directive 2001/115/EC of 20 December 2001 amending Directive 77/388/EEC with a view to simplifying, modernising and harmonising the conditions laid down for invoicing in respect of value added tax, OJ L 15, 17.1.2002, str. 24.

priznavanja prospekata izdavatelja vrijednosnih papira između država članica, što je ideju o *single passport* prospektu totalno relativiziralo. *Single passport* prospekt bio bi takav prospekt koji bi nakon što ga odobri domaće nadležno tijelo postao podoban za prekograničnu cirkulaciju. S obzirom na uspostavljenu monetarnu uniju, ovo je pitanje sve aktualnije jer na temelju takvog prospekta trebalo bi biti moguće prikupiti kapital javnom ponudom u bilo kojoj zemlji članici EU. Zbog toga je europski zakonodavac smatrao potrebnim dograditi taj isti sustav, prilagoditi ga potrebama vremena i sjediniti u jedan jedinstveni propis.⁴¹

U čl. 14. prijedloga smjernice omekšana su pravila o načinu objavljivanja prospekta. Umjesto izraza objaviti, "*publication*" upotrebljava se izraz "*made available to the public*" ili u slobodnom prijevodu - učiniti dostupnim javnosti. Izdavatelju stoje na raspolaganju tri alternative kako da prospekt učini dostupnim javnosti. To se može učiniti:

- objavljivanjem prospekta kao umetka u jednom ili više dnevnih listova koji se redovito prodaju (*circulated throughout/widely circulated*) na teritoriju države članice, ili
- u obliku brošure koja je bez naplate dostupna na teritoriju države članice (u službenim prostorijama uređenog tržišta na koje se vrijednosni papir treba uvrstiti / u sjedištu izdavatelja i u sjedištu financijskih posrednika koji prodaju vrijednosne papire, uključujući agente za isplatu ili
- u elektroničkom obliku na *web site* izdavatelja i (ako se pojavljuju) na *web site* financijskih posrednika koji plasiraju ili prodaju vrijednosne papire, uključujući i agente za isplatu.

Pored toga, nadležno tijelo, a to je komisija za vrijednosne papire, mora također na svom *web site* objaviti prospekte koje je odobrila u posljednjih godinu dana, s time da popis odobrenih prospekata treba sadržavati *hyperlink* na *web site* izdavatelja, gdje je njegov prospekt objavljen (ako je objavljen na taj način).

3.1.1.3. Treći primjer: Prijedlog smjernice o periodičnom objavljivanju podataka o uvrštenom društvu

Europska komisija objavila je na internetu rezultate konzultacija koje su inicirane još u srpnju 2001., vezane za prijedlog izrade nove smjernice kojom bi se cjelovito reguliralo koje sve podatke mora dioničko društvo redovito objavljivati ako se radi o društvu čijim dionicama se trguje na uređenom tržištu vrijednosnih papira.⁴² Postojeći propisi koji uređuju ovo područje datiraju iz 80-tih godina

⁴¹ Kritički o prijedlogu smjernice vidi: SCOTT, H.S. *Internationalisation of Primary Public Securities Markets Revisited*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of Euro*, Kluwer 2002, str. 310. i dalje.

⁴² To je jedan od prvih primjera operacionalizacije koncepta zamišljenog u Konačnom izvješću *Committee of Wise Men* kojim je predsjedao *Baron Alexandre Lamfalussy*. Komesar za unutarnje tržište Frits Bolkestein tim je povodom izjavio: "*This consultation round on information requirements for securities issuers has been a success. It demonstrates that the recommendations of the Lamfalussy report are being implemented and that interested parties wish to participate actively in the preparation of legislative proposals by the Commission*".

prošlog stoljeća. Tijekom konzultacija Komisija je zaprimila 90 odgovora iz svih država članica.⁴³

Nakon toga je izrađen prijedlog nove smjernice.⁴⁴ Prema novom uređenju povećana je učestalost kojom uvrštena društva moraju objavljivati podatke. Godišnje financijsko izvješće, koje mora biti revidirano⁴⁵, društvo mora objaviti u roku od 3 mjeseca⁴⁶ nakon okončanja financijske godine (čl. 4. st. 1.). Polugodišnje financijsko izvješće (tzv. kondenzirani set izvješća) mora se objaviti najkasnije 2 mjeseca nakon isteka referentnog perioda. Kondenzirano periodično (šestomjesečno) financijsko izvješće mora biti izraženo u skladu s međunarodnim računovodstvenim standardima za periodična izvješća (čl. 5. st. 3).⁴⁷ Predviđeno je i objavljivanje kvartalnih izvješća, također najkasnije u roku od 2 mjeseca od promatranog perioda (čl. 6. st. 1.). Osim financijskog izvještavanja, predviđeno je još objavljivanje podataka o najvećim dioničarima.

U pogledu načina objavljivanja države članice mogu obvezati izdavatelja da koristi određen način objave podataka (čl. 17.). U obzir dolaze tri osnovna modela: putem nacionalnog nadzornog tijela, putem operatora na uređenom tržištu ili nekih drugih *provider* financijskih podataka. Bitno je za uređena društva da države članice ne mogu više nametnuti korištenje onih operatora koji imaju sjedište na njihovom državnom teritoriju, niti mogu propisati da se različiti podaci o istom subjektu imaju objavljivati na različitim mjestima. Time se želi postići da pojedini ulagatelj može sve podatke o jednom dioničkom društvu (koje ono objavljuje) naći na jednom mjestu.

Alternativu tome predstavlja objavljivanje podataka na internet stranici društva ako se radi o društvu čijim se dionicama trguje na barem dva nacionalna uređena

⁴³ Gospodarska struktura respodenata bila je sljedeća: izdavatelji vrijednosnih papira 24%, sektor industrije 16%, investitori i pokrovitelji izdanja 11%, nacionalni regulatori 10%, revizorske i računovodstvene kuće 11%, burze 11%, potrošači 6%, ostali 11%.

⁴⁴ (Proposal for a) Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonization of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. Tekst prijedloga smjernice vidi: europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/transparency/transparency-proposal_en.pdf

⁴⁵ Godišnjem (revidiranom) financijskom izvješću treba biti pridruženo izvješće uprave, te izjave o istinitosti i potpunosti (čl. 4. st. 2.).

⁴⁶ U njemačkom pravu rok primjerice iznosi 3 mjeseca, u francuskom 4 mjeseca, *op. cit.*, kao u bilješci 44, str. 12 i dalje.

⁴⁷ Tzv. IAS 34. Dolaze iz okrilja IASC (*International Accounting Standards Committee*), ali kada je u pitanju tzv. *financial disclosure* mjerodavni su i *IOSCO International Disclosure Standards for Cross Border Initial Listing by Foreign Issuers* (www.iosco.org). Radi se o harmonizaciji «odozdo», jer se aktivnosti na izradi standarda ne mogu smatrati formalnopravnom harmonizacijom. Poblize BAUM, *Globalizing capital markets and possible regulatory responses* u: BASEDOW/KONO, *Legal Aspects of Globalization: Conflict of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Hague-Boston-London 2000, na str. 99 (77-132). O frekvenciji financijskog izvještavanja stajališta u konzultacijama nisu bila u potpunosti usuglašena. Većina burzi, komisija za vrijednosne papire u potpunosti je podupirala ideju o dužnosti izrade tromjesečnih izvješća. S druge strane, mnogi izdavatelji bili su skloni tu obvezu nametnuti samo izdavateljima određene gospodarske snage ili samo u odnosu na rizičnije vrijednosne papire, dok su neki bili protiv uvođenja dužnosti izrade tromjesečnih financijskih izvješća.

tržišta (čl.17.st.2.). Velika većina sudionika konzultacija bila je za tu mogućnost, osim vlasnika novinskih kuća i njihovih agenata uz obrazloženje da pristup internetu nije dostupan na cijelom teritoriju EU. Primjerice, Udruženje europskih burzi je u odgovoru na konzultacije izjavilo da je *web site* izdavatelja naročito pogodan za objelodanjivanje povlaštenih informacija (*ad hoc disclosure*), periodičnih financijskih izvješća i promjena u strukturi dioničara. Također je izrazilo mišljenje da bi trebalo napustiti zahtjev za obvezatnom dostavom ispisa, već bi ga trebalo dostaviti samo na zahtjev.⁴⁸ Prema prijedlogu smjernice primjena internet stranice mora biti popraćena korištenjem učinkovitog *e-mail alert* mehanizma kojeg društvo treba ustrojiti radi toga da sve zainteresirane stranke u realnom vremenu informira o bilo kojoj promjeni informacija koje su prezentirane na internet stranici. Detaljni propis tehničke naravi trebalo bi donijeti primjenom komitologije (čl. 17. st. 4.).

Prijedlog grupe visokih stručnjaka za pravo društava išao je drugim pravcem. Prema njihovu stajalištu uvrštena društva u svim državama članicama ne bi bila samo u obvezi izraditi svoje godišnje financijsko izvješće, već bi mu trebali pridružiti koherentno i deskriptivno izvješće u kojem će iznijeti ključna pravila i praksu korporativnog upravljanja unutar tvrtke, bez obzira da li usvojeno ponašanje proizlazi iz prisilnih, dispozitivnih propisa ili iz statuta društva odnosno odluka nadležnih tijela društva (tzv. *Godišnje izvješće o korporativnom upravljanju*).⁴⁹

3.2. Primjena interneta i informatičke tehnologije u pripremi i prilikom održavanja glavne skupštine

Ako se informatička tehnologija u kontekstu dužnosti objavljivanja podataka o dioničkom društvu raspoznaje kao instrument zaštite ulagateljske javnosti, tada postoji i unutarnja komponenta primjene interneta i/ili informatičke tehnologije koja se ogleda u odnosu društva prema dioničarima, a naročito u pripremi i prilikom održavanja same skupštine društva. Šira primjena informatičke tehnologije potiče aktivitet dioničara. Naime, dioničar, osim prava da sudjeluje u glavnoj skupštini i da na njoj raspravlja i glasuje, ima pravo pobijati odluke skupštine kao i pravo na obavještenost. To su prava koja pripadaju svakom imatelju dionice, za razliku od manjinskih prava koja mogu ostvarivati više dioničara zajedno, kao što je primjerice pravo određenog broja dioničara da stave određenu temu na dnevni red skupštine, odnosno da zahtijevaju sazivanje skupštine.⁵⁰ U dioničkim društvima čiji su manjinski dioničari disperzirani, dioničar nezadovoljan s politikom upravljanja dioničkim društvom radije će prodati dionice nego što će pokušati utjecati na promjenu odlučivanja u društvu. Grupa visokih stručnjaka za pravo društava ocijenila je da to stanje «racionalne apatije» u kojem se nalaze dioničari, ne bi smjelo postati općim pravilom, jer dioničarima zbog njihova interesa u stjecanju dobiti kroz dividendu najbolje pristaje uloga čuvara.⁵¹ Međutim, da bi

⁴⁸ www.fese.org

⁴⁹ *Report of High Level Group...*, str. 46 i dalje.

⁵⁰ Katalog individualnih i manjinskih prava u nas vidi: BARBIĆ, J. *op. cit.*, u bilj. 1., str. 46 i 245.

⁵¹ *Report of High Level Group...*, str. 47.

oni tu svoju ulogu mogli uspješno obavljati, moraju postojati stvarni izgledi da mogu utjecati na donošenje odluka u društvu. Pored toga, potrebno je i da pri tom nisu izloženi prevelikim troškovima, odnosno da ostvarenje te nakane nije preteško.

Središnje je mjesto na kojem dioničari mogu vršiti svoj utjecaj pri donošenju odluka glavna skupština društva, kroz raspravu s drugim dioničarima i s članovima uprave, kao i prilikom odlučivanja o prijedlozima odluka. Međutim, glavna skupština kao mjesto fizičkog okupljanja ne nosi se uspješno s ulogom središnjeg foruma na kojem se dioničari informiraju, međusobno raspravljaju i odlučuju. To je stajalište visokih stručnjaka za pravo društava.⁵² Oni misle da moderna informatička tehnologija može tim problemima doskočiti, s time da se skreće pozornost da u ovom stadiju primjene modernih sredstava komunikacije ne bi bilo uputno obvezivati društva na primjenu već bi samo trebalo propisima omogućiti realizaciju te ideje.

3.2.1. Priprema glavne skupštine

Komunikacija između društva i dioničara prije održavanja glavne skupštine pretežno je jednostrana, i kreće se od društva prema dioničaru, a redovno se odnosi na slanje poziva na glavnu skupštinu dioničkog društva. I dok je u situaciji kada dionice društva glase na ime, komunikacija osobna, ako dionice društva glase na donositelja, ona je u potpunosti impersonalna, jer se čak i poziv na skupštinu upućuje putem sredstava javnog priopćavanja.

Komunikacija između samih dioničara prije održavanja skupštine načelno je skupa, kako u slučaju da dionice glase na ime tako i u slučaju da dionice glase na donositelja. Kod dionica na donositelja dioničari naime nisu u mogućnosti identificirati jedan drugoga, pa se eventualna komunikacija između njih mora odvijati također putem sredstava javnog priopćavanja. Nešto bolja je situacija u društvima gdje dionice glase na ime, ali ako dioničari dionica na ime drže iste kod financijskih posrednika (skrbnika vrijednosnih papira), njihovo međusobno pronalaženje je također otežano.

Prijedlog je grupe visokih stručnjaka za pravo društava da ova pitanja treba riješiti korištenjem elektroničkih sredstava komunikacije odnosno uporabom *web site* i interneta.⁵³ Društva, umjesto da šalju pozive za skupštinu, mogu staviti sve materijale koji su u prilogu poziva za skupštinu, uključujući i sam poziv, na svoju *web stranicu*. Obrasci punomoći i obrasci uputa o glasovanju također bi se mogli «skinuti» i poslati *e-mailom*. To bi dovelo do enormne uštede troškova, ako ih se usporedi s poštanskim troškovima. Međutim, stav je visokih stručnjaka da se pojedino društvo se ne bi smjelo prisiljavati (pogotovo ne na nivou EU) da koristi informatičku tehnologiju u navedene svrhe, već bi nacionalno pravo društava trebalo u većoj mjeri to omogućiti (*enabling-approach*), a odluku o tome hoće li koristiti navedene mogućnosti trebalo bi donijeti samo društvo.

⁵² *Ibid.*, str. 48.

⁵³ *loc. cit.*

Po opsegu primjene informatičke tehnologije među zemljama članicama EU, prednjači Francuska. Tako se sav materijal koji se odnosi na pripremu skupštine može pronaći na internet stranici dioničkog društva. Pri tom se kao kriterij objave na internet stranici uzimaju samo one isprave koje je povodom održavanja skupštine potrebno objaviti.⁵⁴ Također se smatra da potreba za pisanim materijalom više ne postoji. Ulagatelji trebaju moći prikupiti informacije bilo preko COB-a ili na *web site* društva. U Velikoj Britaniji je povodom donošenja *Telecommunications Act* iz 2000., izrađen prijedlog izmjena *Companies Act* iz 1985. kojim je predviđeno da se informacije u pripremi skupštine mogu poslati dioničaru elektroničkim sredstvima komunikacije, pod uvjetom da se dioničar s time suglasio na način da je obavijestio društvo o svojoj elektroničkoj adresi.⁵⁵ Isto tako moguće je da dioničar o godišnjim izvješćima bude informiran elektroničkim putem, stavljanjem tih izvješća na *web site* društva.⁵⁶ Isto je previđeno za neka druga pitanja (imenovanja punomoćnika za glasovanje - *appointment of proxy*),⁵⁷ i to ne samo u komunikaciji društva prema dioničaru, nego i obrnuto, kao primjerice upućivanje zahtjeva za sazivanje glavne skupštine.⁵⁸ U svakom pojedinom slučaju takvog načina obavještanja dioničar se mora suglasiti. U Njemačkoj je pravilo, sadržano u § 125 (2) AktG, prema kojem se banke i udruge dioničara moraju obavijestiti o održavanju glavne skupštine društva nakon što je poziv na skupštinu objavljen u službenom glasilu, sada je izmijenjeno tako da to može biti priopćeno bilo kojom tehnikom, uključujući i elektroničku poštu, pri čemu ipak stavljanje te obavijesti na internet stranicu nije dovoljno.⁵⁹

Kada su u pitanju obavijesti ili zahtjevi koje dioničar šalje društvu, kao što su primjerice zahtjev da mu se dostavi «obrazac za glasovanje poštom», ili obrazac za punomoć, odnosno nacrt odluka glavne skupštine ili omogući slanje njegova protuprijedloga, zahtijeva se jasna identifikacija dioničara, kao i provjera autentičnosti (korisničko ime i zaporka). U Francuskoj i Velikoj Britaniji za pitanje legitimacije dioničara vrijede opća pravila o teretu dokaza koja se odnose na elektroničke isprave. U pogledu «ostalih» obavijesti, koje bi se, osim onih vezanih za održavanje skupštine, mogle slati od društva izražene su neke rezerve u pogledu stava da to postane opći način komunikacije, već da to ipak treba zadržati za ključne obavijesti.⁶⁰ Visoki stručnjaci upozorili su da dioničarevo pravo da postavlja pitanje ili predlaže donošenje neke odluke (elektroničkim putem) mora biti tehnički

⁵⁴ ANSA, *L'utilisation des moyens de télétransmission et les assemblées générales d'actionnaires* (Jan 2000)

⁵⁵ *The Electronic Communication Act 2000*, 25 May 2000, www.legislation.hmso.gov.uk/acts/acts2000/20000007.htm Vidi još: DTI, *Electronic Communication: Change to the Companies Act 1985*, 5 March 1999 and Summary of Responses to the Consultative letter, www.dti.gov.uk/cld/elecsumm.html

⁵⁶ S. 369 CA.

⁵⁷ S. 372 CA.

⁵⁸ S. 366A CA.

⁵⁹ Tako SPINDLER, *Internet und Corporate Governance - ein neuer virtueller (T) Raum? Zum Entwurf des NaStraG (2000) ZGR*, str. 429.

⁶⁰ Vidi kod WYMBERSCH, E. *op. cit.*, u bilj. 24, str. 488.

provedivo, s obzirom da će vjerojatno uprava biti pretrpana pitanjima i prijedlozima. Potrebno je da se ostvari balans između prava dioničara i sposobnosti društva da kvalitetno procesuiraju ovu komunikaciju bez pretjeranih opterećenja. Mjere protiv zlouporabe pretjeranog utjecaja dioničara moraju ostati u domeni nacionalnog zakonodavstva.⁶¹ Preporuča se da uvrštena dionička društva objelodane svojim dioničarima na koji način mogu postavljati pitanja, kako i na koji način društvo namjerava odgovoriti na ta pitanja te kako i na koji način mogu podnositi prijedloge na skupštini dioničara.

Sličan oprez iskazan⁶² je u pogledu mogućnosti da dioničari stupe u međusobnu komunikaciju, jer se na internet stranicu stavlja popis dioničara. Visoki stručnjaci su se u svom izvješću negativno odredili u pogledu *chat room* (virtualne «sobe» za razgovor). Bez obzira na atraktivnost tog medija putem kojeg dioničari i članovi uprave mogu stupiti u izravnu međusobnu komunikaciju, zapaženo je da se ti mediji često zloupotrebljavaju te da su poruke koje se plasiraju irelevantne ili netočne. Poseban rizik postoji da se primjenom *chat room* otvori mogućnost manipuliranja cijenama dionica (ako se plasira netočna povlaštena informacija). Stoga uporabi *chat room* treba prethoditi izgradnja odgovarajućeg sigurnosnog sustava «filtriranja» poruka, odnosno provjere da li mogućnost pristupa imaju samo one osobe koje su za to ovlaštene.

3.2.2. Održavanje glavne skupštine

Primjena informatičke tehnologije prilikom održavanja skupštine moguća je u nekoliko pojavnih oblika. Prethodno treba odgovoriti na pitanje je li moguće da se glavna skupština održi simultano na nekoliko mjesta, s obzirom da se u većini slučajeva ona održava u sjedištu društva, i na koji način takva dislocirana skupština može utjecati na valjanost odluka. Primjena informatičke tehnologije u potpunosti to omogućava, na način da dioničari mogu pratiti raspravu na skupštini a da nisu fizički prisutni. Međutim, takvo dodatno okupljanje «pravno» nije dio glavne skupštine. Prema drugom modelu, dioničari mogu izravno intervenirati u tijek skupštine koja se održava na drugom mjestu, a njihovo sudjelovanje u raspravi može prenositi teletransmisijom. Na kraju dioničar može glasovati, ali je situacija različita ovisno o tome nalaze li se ti dioničari u drugoj sobi ili su udaljeni.⁶³

U francuskoj praksi koja se razvila temeljem preporuka COB-a, barem kada su u pitanju uvrštena društva, dopušta se sudjelovanje nedioničara na skupštini uvrštenih društava (dovoljno je da to predsjedavajući odobri) pa onda nema zapreke da se na temelju takvog istog odobrenja tijekom skupštine prenosi putem interneta ili drugim sredstvima komunikacije. Međutim, ipak se preporuča da je takva mogućnost predviđena statutom društva, i da se rasprave prenose u cijelosti.⁶⁴ U njemačkom pravu zauzet je restriktivniji stav. Upitno je može li se uopće glavna

⁶¹ *Report of High Level Group...*, str. 51.

⁶² WYMEERSCH, E. *op. cit.*, u bilj. 24., str. 489.

⁶³ *Ibid.*, str. 490 i dalje.

⁶⁴ COB, Annual Report, 1982, str. 21.

skupština održati simultano na više mjesta, iako to nije izričito zabranjeno. Time se povećava rizik da odluke donesene na takvoj skupštini budu nevaljane.⁶⁵ S druge strane, u većini zemalja članica EU, dioničari koji raspolažu određenim postotkom dionica imaju pravo da neke teme stave na dnevni red. U Francuskoj se ne pravi razlika između načina na koji se postavlja zahtjev da se određena točka uvrsti u dnevni red, dovoljno je da dioničar bude valjano identificiran; provjerava se je li doista dioničar, a zahtjev mora biti poslan porukom koja nosi elektronički potpis. U njemačkom pravu nije donedavno u potpunosti bilo jasno da li je moguće poziv na glavnu skupštinu poslati putem interneta. Sada je to potvrđeno Zakonom o dionicama na ime (NaStraG), a tim je načinom moguće poslati i naknadne obavijesti (o zahtjevima dioničara da se neka tema uvrsti u dnevni red ili obavještavanje drugih dioničara o njihovom protivljenju).⁶⁶ U pogledu postavljanja pitanja tijekom održavanja skupštine ima stajališta da pitanja treba dopustiti i kada ona dolaze i od *on-line* sudionika, pod uvjetom da to ne ometa rad skupštine.⁶⁷

Jedna od najvećih prednosti informatičke tehnologije povodom održavanja skupštine sastoji se u mogućnosti opunomoćivanja (*proxy*) elektroničkim putem. Smjernica EU o elektroničkom potpisu nije još implementirana u svim državama članicama, pa se u nekima još uvijek zahtijeva potpis opunomoćitelja. Velika Britanija i Francuska dopuštaju imenovanje punomoćnika elektroničkim putem.⁶⁸ U Njemačkoj je to povezano s praksom da financijske institucije glasuju kao punomoćnici za one dioničare koji su kod njih deponirali dionice. U odnosu između banke i njezina klijenta banka mora obavijestiti svog klijenta u pisanom obliku o glasu kojeg može dati za svaku od točaka dnevnog reda. Bilo koje sredstvo komunikacije između banke i dioničara valjano je. Imenovanje punomoćnika banke ne mora više biti u pisanom obliku (vrijedi sloboda uređivanja odnosa, primjerice primjena elektroničkog potpisa). Punomoći fizičkih osoba i dalje moraju biti u pisanom obliku, osim ako statutom nije što drugo previđeno.⁶⁹ Kada su u pitanju udruge dioničara, informacija o tome na koji način udruga dioničara namjerava

⁶⁵ § 121 (3) (2) AktG upućuje na «mjesto održavanja glavne skupštine», što se iščitava kao mjesto fizičkog okupljanja.

⁶⁶ *Gesetz zur Namensaktie und Erleichterung der Stimmrechtsausübung*, BGBl, Teil I, 24. Jan 2001, Vidi još BALZ, M. *Die Tele-Hauptversammlung*, www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/tele, III.; NOACK, BB 1998, str. 2533 i dalje koji sugerira da se prijedlozi dioničara stave na web site uz poziv drugim dioničarima da podrže prijedlog predlagatelja. Vidi još NOACK, *Stellungnahme zu II.4 des Fragenkatalogs der Regierungskommission - Modernisierung des Aktienrechts*, [www.jura.uni-duesseldorf.de /service/hv/presse/htm](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/presse/htm)

⁶⁷ HIRTE, H. *Der Einfluss neuer Informationstechniken auf das Gesellschaftsrecht und die corporate Governance Debatte*, Festschrift für Buxbaum, Corporations, Capital Markets and Business in the Law, Kluwer, London - Hague - Boston 2000, str. 283.

⁶⁸ Za Veliku Britaniju vidi *The Companies Act 1985 (Electronic Communication) Order 2000*, sec. 19. U francuskom pravu dopušteno je imenovati punomoćnika elektroničkim putem, ali bilo dioničar bilo punomoćnik mora glasovati in persona. I punomoćnik i dioničar prije «ubacivanja glasa» u glasačku kutiju prolaze postupak verifikacije pomoću zaštitnih ključeva «*un sas protecteur*».

⁶⁹ Kritički SPINDLER, *op. cit.*, u bilj. 60, str. 432.

glasovati ne mora biti priopćena pisanim putem već se može nalaziti i na *web site* udruge.⁷⁰

S pitanjem imenovanja punomoćnika elektroničkim putem usko je povezano pitanje elektroničkog glasovanja na skupštini. Iako je takvo glasovanje poželjno za uvrštena društva, uvođenjem takve mogućnosti postoji opasnost da se skupština kao mjesto raspravljanja pretvori u običan glasački stroj, pogotovo ako se ima u vidu da značajnu ulogu u glasovanju imaju institucionalni investitori i njihovi glasovi. Uvođenjem elektroničkog glasovanja iz temelja se mijenja sociološka uloga skupštine.⁷¹ Korisno je pri tom razlikovati elektroničko glasovanje tijekom skupštine i glasovanje na daljinu (glasovanje izvan mjesta održavanja skupštine - *vote par correspondance* u francuskom pravu)⁷². Ovo prvo ne stvara nikakve probleme jer je to jednostavno alternativna tehnika za brojenje glasova. Kod drugog radi se o tome da se glasuje dok skupština traje ili prije same skupštine a glasovi se prikupljaju i pohranjuju u elektroničku glasačku kutiju. U Francuskoj i Velikoj Britaniji, u kojima se elektroničko glasovanje smatra potrebnim, stavovi još nisu u dovoljnoj mjeri iskristalizirani. U Velikoj Britaniji *Company Law Review Steering Group* smatra da elektroničko glasovanje treba promicati, ali da je potrebno riješiti mnoga praktična pitanja kao što su pitanje provjeravanja autentičnosti onoga koji glasuje, sigurnosnih mjera te pitanja davanja prednosti između glasova koji su dobiveni poštom i onih primljenih elektroničkim putem.⁷³ U izmijenjenom *Companies Actu* nema propisa o elektroničkom glasovanju. U francuskom pravu dioničari koji sudjeluju na skupštini upotrebom elektroničkih medija (elektroničkih medija, telefona, telefaksa ili slično) smatraju se prisutnima za potrebe postizanja kvoruma i za potrebe brojenja glasova. Takvo rješenje mora se predvidjeti u statutu društva i to dvotrećinskom većinom.⁷⁴ Međutim, s time u vezi javljaju se još neka pitanja. Da bi se takvo glasovanje moglo prihvatiti, potrebno je verificirati identitet dioničara, broj dionica temeljem kojih misli ostvariti svoje pravo glasa, ali isto tako je potrebno spriječiti da se isti dioničar ne služi drugim oblikom glasovanja (glasovanjem poštom ili putem punomoćnika). Kada su skrbnici dionica banke, banka mora potvrditi dioničarevo vlasništvo na dionicama. Elektronički potpis mora pratiti svako od tih očitovanja. Također, potrebno je ugraditi sigurnosni mehanizam kako jedan te isti dioničar ne može glasovati više puta temeljem istih dionica, korištenjem protektivnog ključa kao filtera. S druge strane, ako se dozvoli takva prisutnost, to znači da se kvorum mora u kontinuitetu utvrđivati, a isto tako i većina za svaku točku o kojoj se glasuje, s obzirom da se na odsutne taj broj može mijenjati. Kod prebrojavanja glasova mora se stalno pratiti vlasnička struktura dioničara temeljem onog što dostave banke. Budući da je taj postupak vrlo teško

⁷⁰ § 128 (5) (3) AktG izmijenjen NaStraG-om

⁷¹ CLAUSSEN, *Zum zukünftigen Aktienrecht - Anstöße für die nächste Reform*, u: *Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und Prüfung*, 1999, str. 299, 316 i dalje.

⁷² FANTO, J.A. France, str. 17, u: PINTO / VISENTINI (eds.) *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations: A Comparative Approach*, Kluwer 1998.

⁷³ *Developing the Framework* (2000) 5 *Company Law Review*, § 4.49

⁷⁴ Citirano prema WYMEERSCH, *op. cit.*, u bilj. 24, str. 495.

kontrolirati, u Francuskoj se on ograničava na dionice na ime, jer tu je dostatna jedna provjera. Kako je cijeli taj postupak prilično tegoban, sugerira se da se elektroničko glasovanje obavi prije glasovanja na skupštini, s obzirom da tu može biti i incidentnih situacija. Preporuka je i da se elektroničko glasovanje obavi dan ranije, s time da bi se glasačka kutija otvarala neposredno na skupštini, a korektnost cijelog postupka pratila bi treća osoba.⁷⁵ U Njemačkoj za sada nema elektroničkog glasovanja, što je povezano s poimanjem glavne skupštine kao fizičkog okupljanja dioničara, iako ima shvaćanja da nema razloga da se to ne dopusti.⁷⁶

I na kraju se postavlja logično pitanje da li je s povećanjem primjene elektroničkih medija moguće u dogledno vrijeme očekivati da će fizičko okupljanje dioničara biti sasvim zamijenjeno virtualnim. Takav model skupštine društva mijenja prema nekima glavnu funkciju skupštine kao mjesta fizičkog okupljanja, gdje se proces odlučivanja zbiva kroz raspravu između dioničara i uprave te da je «osjećaj zajedništva»⁷⁷ bitan za taj proces, dok drugi to negiraju, posebno kada su u pitanju mali dioničari koji ionako igraju beznačajnu ulogu.⁷⁸

4. Mogućnosti primjene informatičke tehnologije u dioničkim društvima u nas

U sklopu ovog rada ne ispituje se mogućnost realizacije postupka upisa u registar elektroničkim putem jer to pretpostavlja osmišljavanje nacionalnog sustava elektroničkog sudskog registra, što osim tehnološke infrastrukture nužno dovodi do izmjene brojnih zakonskih i provedbenih propisa. Naprotiv, ispituje se mogućnost šire primjene informatičke tehnologije koja je u zoni dispozitivnosti adresata - dioničkog društva. Pri tom se najprije utvrđuje provizorna lista objava i obavijesti koje mora objavljivati dioničko društvo (odnosno o kojima mora obavještavati treće osobe) kako bi se nakon toga utvrdilo koje su od tih objava prikladne za objavu na internet stranici društva, te u kojoj mjeri se informatička tehnologija može de lege lata koristiti u pripremi glavne skupštine.

4.1. Okvirna lista objava i obavijesti koje dioničko društvo mora objavljivati ili obavještavati treće osobe

Kako bi se utvrdilo koje je podatke koje inače dioničko društvo objavljuje, prikladno objaviti na *web site* dioničkog društva, potrebno je prethodno utvrditi koji su to podaci. Dužnost njihova objavljivanja propisana je različitim zakonima, ali ako su u središtu pozornosti dionička društva, posebno društva čije su dionice uvrštene na burzu (tzv. javna dionička društva), tada je za te subjekte mjerodavno nekoliko propisa (ZTVP, ZTD, ZR, ZPDD). Svakako da dioničko društvo ima

⁷⁵ *Ibid.*, str. 496.

⁷⁶ NOACK, *op.cit.* u bilj. 66. Raspravu vidi kod HASSELBACH / SCHUMACHER, *Hauptversammlung im Internet*, ZGR (2000), 258 i dalje, fn. 51.

⁷⁷ Tzv. «Festzelt Atmosphäre» Vidi HIRTE, *op.cit.*, str. 290.

⁷⁸ Tako WYMEERSCH, *op. cit.*, u bilj. 24, str. 498.

dužu listu podataka koje mora objaviti (primjerice svoje opće uvjete poslovanja), ali ta dužnost nije povezana s njegovim svojstvom dioničkog društva, već sa svojstvom gospodarskog subjekta koji standardizira uvjete pod kojima zaključuje ugovore sa svojim klijentima.

Ako se pođe od dužnosti objavljivanja podataka koja je propisana ZTVP-om, tada treba imati na umu da su u središtu regulatorne pozornosti ZTVP-a javna dionička društva, iako je ZTVP imao tendenciju da nekim propisima obuhvati i dionička društva koja nisu obuhvaćena pojmom javnih dioničkih društava. Primjer za to su zabranjene radnje s povlaštenim informacijama koje se jednako odnose na sva dionička društva. Glavni korpus podataka koje dioničko društvo objavljuje ili o kojima obavještava (mahom dioničare) propisuje ZTD, koji je *sedes materiae* ustroja dioničkog društva. Transparentnost financijskog poslovanja dijelom je regulirana ZR-om, a dijelom ZTVP-om, već ovisno o tome je li riječ o «običnim» dioničkim društvima ili javnima. Kada (javno) dioničko društvo biva objektom preuzimanja, objave i obavijesti koje je dužno producirati tijekom tog postupka propisane su ZPDD-om.

Kao što je već naprijed rečeno, mogućnost podnošenja prijave elektroničkim putem, bilo da se prijava podnosi sudu, poreznoj upravi, ili nekom drugom državnom tijelu nije predmet ovog rada. Takva mogućnost pretpostavlja postojanje jedinstvenog nacionalnog sustava kojeg je dioničko društvo dio, dok se kod objavljivanja podataka i obavještavanja putem internet stranice društva podrazumijeva da je takva mogućnost pravno dopustiva, tehnički izvediva, ali i da je konkretno dioničko društvo želi primijeniti. Pri takvom načinu objavljivanja ili obavještavanja mora se jamčiti da objava ili obavijest dolazi iz dioničkog društva, da je zaštićen integritet samog sadržaja objave ili obavijesti (od mogućih alteracija) te da je osoba koju se obavještava suglasna s tim oblikom obavještavanja, odnosno ako je u pitanju objavljivanje da pravo dopušta tu mogućnost kao valjani modus objave (tj. obavještavanja javnosti).

ZTVP diferencira dvije kategorije dioničkih društva, javna i ona koja to nisu. S obzirom na to različito je dimenzionirana dužnost objelodanjivanja, pri čemu javna dionička društva objavljuju veći broj podataka i/ili većom frekvencijom. Po ZTVP-u javnim dioničkim društvima smatraju se društva koja ili izdaju dionice javnom ponudom (ponudom upućenom neodređenom krugu ulagatelja sredstvima javnog priopćavanja) ili društva koja imaju više od 100 dioničara i iznos temeljnog kapitala koji prelazi iznos od 30 milijuna kuna. Takva društva, smatraju, moraju se obvezatno uvrstiti na burzu ili na uređeno javno tržište. Iako bi po mišljenju autorice pojam javnog dioničkog društva trebalo vezivati isključivo uz javnu ponudu vrijednosnih papira, opravdano je da se od tih društava zahtijeva da ulagateljsku javnost informiraju o mnogobrojnim aspektima svoga poslovanja.

Koji su to podaci koje (javno) dioničko društvo mora objavljivati? Povodom *javne emisije vrijednosnih papira* (dionica) dužno je objaviti prospekt.⁷⁹ To izuzetno

⁷⁹ Kod privatne ponude također treba izraditi prospekt, ali se on ne objavljuje. Više o prospektu pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. *Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira - Zakon o tržištu vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu*, Zbornik PFR, 24 (2003.), br. 1, str. 113 i dalje.

neće morati učiniti samo ako se radi o tzv. izuzetim slučajevima propisanim u čl. 32. st. 1. ZTVP-a. Zakon propisuje i način objave - kao umetak u jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju RH ili na način da se uz poziv na upis u tim dnevnim novinama objave mjesta na kojima se prospekt može besplatno dobiti ili besplatno naručiti poštom. Isto vrijedi za svaku dopunu prospekta.

Osim povodom javne emisije prospekt se mora izraditi i objaviti i *povodom uvrštenja* dionica (ili nekog drugog vrijednosnog papira) *na burzu (ili uređeno javno tržište* (čl. 96. ZTVP-a). Iako burza svojim pravilima može propisati da se u prospektu moraju objaviti i neki drugi podaci osim onih koji su propisani zakonom, pa se sadržaj «burzovnog» prospekta može razlikovati od sadržaja onoga kojeg treba izraditi pri javnoj ponudi vrijednosnih papira, za sada je sadržaj i jednog i drugog identičan, jedino što se kod uvrštenja u prvu burzovnu kotaciju zahtijeva puni prospekt, a kod uvrštenja u kotaciju javnih dioničkih društava - skraćeni prospekt. S uvrštenjem na burzu nastaje obveza društva da *obavještava burzu* o svim podacima o kojima obavještava Komisiju, ali i o drugim podacima (čl. 6. st. 2. Pravila o uvrštenju u Kotaciju javnih dioničkih društava Zagrebačke burze). Burza zahtijeva od javnih dioničkih društava da podatke dostavljaju u elektroničkom obliku, pri čemu format datoteke određuje burza, a ti se podaci mogu na prikladan način učiniti dostupnima javnosti (čl. 7. Pravila).

Važna komponenta transparentnosti financijskog poslovanja utjelovljena je u obvezi (javnog) dioničkog društva da *objavljuje financijska izvješća*. ZTVP posebno dimenzionira tu obvezu ovisno o tome je li riječ o dioničkim društvima koja su uvrštena u prvu kotaciju ili u kotaciju javnih dioničkih društava. Kod potonjih nema obveze objavljivanja kvartalnih financijskih i poslovnih izvješća, iako ih moraju dostavljati Komisiji za vrijednosne papire. Naprotiv, dionička društva uvrštena na prvu kotaciju burze moraju kvartalna izvješća i objavljivati. Kada su u pitanju neuvrštena dionička društava, obvezu objavljivanja propisuje ZR. Prema čl. 29. st. 1. ZR-a, svi veliki i srednje veliki poduzetnici organizirani kao dionička društva obvezni su objavljivati svoje godišnje financijske izvještaje. Uz godišnja izvješća objavljuje se i mišljenje revizora. Ni jednim od ovih propisa nije reguliran način objavljivanja. Uvidom u internet stranice nekih uvrštenih društava uočeno je da su ta društva na *web site* objavila svoja tromjesečna izvješća.

Podatke koji se moraju objelodaniti pri uvrštenju vrijednosnih papira izdavatelja (dioničkog društva) na uređeno javno tržište Komisija za vrijednosne papire nije još propisala (čl. 100. ZTVP-a).

Specifična dužnost objavljivanja postoji u pogledu *povlaštenih informacija*.⁸⁰ Tu dužnost imaju samo javna dionička društva (čl. 106. st. 1. ZTVP-a). Neuvrštena društva nemaju tu obvezu, ali se na insidere neuvrštenih društava jednako odnosi zabrana poduzimanja radnji tzv. *insider trading*. Povlaštene informacije koje su objelodanjene mogu se objaviti u tisku (davanjem priopćenja za tisak). Kako se

⁸⁰ Opširnije o povlaštenim informacijama, vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. *Insider trading - europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo*, Zbornik PFZ 50 (3) 309-334 (2000.).

moraju dostavljati burzi, burza će ih na prikladan način učiniti dostupnima javnosti - objelodanjanjem u rubrici «vijesti» na svojoj internet stranici.

Iduća grupa objava odnosi se na dužnost javnog dioničkog društva da objavljuje obavijesti o promjenama u strukturi dioničara. Naime, ako neka pravna ili fizička osoba stekne ili otuđi određeni broj dionica tog društva, zbog čega razmjerni broj glasova koji joj pripadne na skupštini tog društva nadmaši prag ili padne ispod praga od 10, 25, 50 ili 75% od ukupnog broja glasova, mora obavijestiti o tome društvo. Nakon toga društvo mora objaviti obavijest o stjecanju dionica u roku od 7 dana od dana primitka obavijesti, u dnevnom tisku koji je dostupan na području RH (ili zahtijevati od Komisije za vrijednosne papire oslobođenje od dužnosti objave). Kod dioničkih društava čije dionice nisu uvrštene, odnosno kod dioničkih društava koja nisu javna, dužnost objave tih obavijesti propisana je ZTD-om, s time da se pretpostavke dužnosti objavljivanja obavijesti u određenoj mjeri razlikuju. Prema čl. 478. ZTD-u relevantno je stjecanje samo nekih paketa dionica (više od četvrtine dionica ili kod stjecanja prava većinskog sudjelovanja), ali se oni nužno ne povezuju s pravom glasa na glavnoj skupštini kao što je to slučaj s obavijestima po ZTVP-u. Pored toga, razlikuju se stjecatelji koji moraju društvu poslati obavijest. Po ZTD-u to su samo trgovačka društva, a prema ZTVP-u je to bilo koja pravna ili fizička osoba. Dok ZTVP-om nije propisan način objavljivanja, ZTD-om je predviđeno da se ta objava objavi u glasilu društva (čl. 478. st. 5. ZTD).

U postupku preuzimanja javnog dioničkog društva, koje je regulirano ZPDD-om, ciljano društvo (javno dioničko društvo) također objavljuje određene podatke.⁸¹ Iako veći broj podataka objavljuje preuzimatelj, kako to može biti bilo koja strana ili domaća pravna ili fizička osoba, te se objave ne razmatraju. Ciljano društvo mora objaviti obavijest kojom je Komisiju obavijestilo o tome da je primilo «preuzimatelja» obavijest o stjecanju dionica ili obavijest o namjeri preuzimanja. Propisan je i način objave - u «Narodnim novinama», kao i u još jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju RH (čl. 18. st. 1. ZPDD-a). Pored toga, javno dioničko društvo koje je objekt preuzimanja mora nakon što je ponuda za preuzimanje objavljena, obavijestiti odmah dioničare (čl. 18. st. 6. ZPDD-a), a zaposlenike upoznati s ponudom za preuzimanje (čl. 11. st. 1. t. 4. ZPDD-a). Dalje, nadzorni odbor ima obvezu objaviti svoje obrazloženo mišljenje o ponudi za preuzimanje, na isti način na koji je objavljena ponuda za preuzimanje, a to je u Narodnim novinama i u još jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju RH.

Ako se razmatraju objave i obavijesti koje je dioničko društvo dužno objelodanjivati prema ZTD-u, tada se te objave iako heterogene po svom sadržaju, mogu grupirati u nekoliko podskupina primjenom različitih kriterija. Tako se može izdvojiti skupinu objava i obavijesti povodom pripremanja glavne skupštine društva ili onih obavijesti koje nastaju tijekom ili nakon njezina održavanja.

⁸¹ Opširnije o objavama ciljanog društva, vidi: ČULINOVIĆ-HERC, E. *Obveza dioničkog društva da objavljuje podatke i da obavještava treće osobe*, Zbornik radova XLI susreta pravnika, Opatija 2003, str. 57-95. Općenito o preuzimanju po novom zakonu, vidi: PARAĆ, Z. *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Zbornik radova sa XLI susreta pravnika, Opatija 2003, str. 36-56.

U periodu sazivanja glavne skupštine *poziv na glavnu skupštinu (i dnevni red)* treba objaviti u *glasilu* društva. Ako društvo nema svog glasila, vrijede opći propisi o načinu objavljivanja objava i priopćenja (čl. 174. ZTD-a). Objaviti se mora i točka dnevnog reda koju je predložila ovlaštena manjina u predviđenom roku (čl. 280. st. 1. ZTD-a). Pored dužnosti objave sazivanja skupštine, uprava društva neke subjekte treba *posebno obavijestiti da je sazvana skupština društva* (čl. 281. st. 1. ZTD-a), kao što su financijske institucije (skrbnici) i udruge dioničara koji su na posljednjoj glavnoj skupštini glasovali u ime dioničara, ili dioničari koji su pohranili dionice u društvu ili koji su zatražili da im se pošalje priopćenje (čl. 281. st. 2. ZTD-a). Ako neki dioničari daju prijedlog, odnosno protuprijedlog u pogledu dnevnog reda na skupštini, tada se ostali dioničari moraju pravodobno *obavijestiti o namjeravanom protivljenju prijedlozima uprave i nadzornog odbora*, pod uvjetom da je dioničar u roku od tjedan dana od objave saziva skupštine poslao upravi svoj obrazloženi⁸² prijedlog u kojem je priopćio da namjerava proturječiti na skupštini nekom prijedlogu uprave ili nadzornog odbora te da želi pridobiti ostale dioničare da glasuju za njegov prijedlog (čl. 282. st. 1. ZTD-a). *(Protu)prijedlog dioničara mora se priopćiti i osobama koje se treba inače obavijestiti da je sazvana skupština* osim u slučajevima koji su taksativno navedeni u čl. 282. st. 2. t. 1-7. ZTD-a.⁸³ Nakon održavanja skupštine, ako je podnesena tužba za utvrđenje ništavosti ili radi njezina pobijanja ta se okolnost mora objaviti u *glasilu* društva, kao i okolnost, a po pravomoćnom okončanju postupka (kada je utvrđena ništavost) nastaje obveza društva da objavi presudu.

U iduću grupu objava i obavijesti mogle bi se podvesti one koje nastaju povodom promjena na ispravi o dionici i zbog nepravodobne uplate dionice. Ako dolazi do *spajanja ili podjele dionica* (čl. 122. ZTVP-a) dioničko društvo dužno je o tome u roku od osam dana od dana donošenja odluke o spajanju ili podjeli dionica obavijestiti sve dioničare, ali i Komisiju, SDA te burzu i uređeno tržište (ako se radi o uvrštenim dionicama), a nakon provedenog spajanja ili podjele izdavatelj je ponovno dužan o tome obavijestiti iste subjekte osim dioničara, dati priopćenje za tisak te se pobrinuti da ono bude objavljeno u dnevnom tisku koji je dostupan na području RH. Neke obavijesti i objave šalju se povodom *proglašavanja dionice nevažećom (amortizacija)* koju provodi samo društvo, jer su podaci u ispravi o dionici postali netočni. Tada se dioničare poziva da izruče ispravu, ali taj poziv mora biti objavljen u *glasilu* društva (čl. 230. st. 4. ZTD-a). Sam akt proglašavanja dionice nevaljanom objavljuje se u *glasilu* društva tako da se iz objave vidi jasno koja se dionica proglašava nevažećom. Poseban slučaj oglašavanja dionica nevažećima postoji u situaciji kada *prilikom smanjenja temeljnog kapitala dođe do spajanja dionica*. Tada društvo može oglasiti nevažećima one dionice koje mu usprkos poslanom pozivu nisu bile predane, a do njihove amortizacije dolazi i ako su te dionice bile predane kada njihov broj nije bio dovoljan za zamjenu s novim dionicama, a društvu nije bilo dano ovlaštenje da ih unovči za

⁸² Neki prijedlozi ne moraju biti obrazloženi. Vidi čl. 283. ZTD-a. S druge strane, podnositelji (protu) prijedloga moraju paziti da im obrazloženje ne sadrži više od sto riječi, jer ga tada uprava ne mora objaviti, bez obzira na to što mora objaviti prijedlog (čl. 282. st. 3., ZTD).

⁸³ Čl. 282. st. 2. t. 1-7. ZTD-a.

ovlaštenika (čl. 2346. st. 1. ZTD-a). Poziv na predaju dionica mora biti objavljen u glasilu društva. Isto tako mora biti objavljena prodaja novih isprava o dionicama koje su izdane umjesto poništenih, te uz to ovlaštenike iz dionica treba o tome obavijestiti. I objava i obavijest moraju biti dani u određenom roku (čl. 346. st. 3. i 4. ZTD-a). Treći slučaj koji ulazi u ovu grupu objava odnosi se na objave i obavijesti koje društvo mora poslati dioničaru kada on kasni s uplatom dionica, uz prijetnju isključenja (tzv. *kaduciranje dioničara*). Dioničara se obavještava o tome da je u zakašnjenju, daje mu se naknadni rok te mu se uz to daje do znanja da će neuspješnim protekom tog roka dioničaru biti oduzete dionice i ono što je već uplatio. Davanje naknadnog roka treba objaviti u glasilu društva (čl. 214. st. 1. ZTD-a).

Idući krug objava i obavijesti obuhvaća situacije (*efektivnog*) *povećanja temeljnog kapitala*, pa se neki dioničari isključuju od prava prvenstvenog upisa novih dionica. Osim što se u glasilu društva treba objaviti potankosti oko unosa stvari ili prava, ako pri povećanju temeljnog kapitala ulozima ulozi nisu u novcu (čl. 305. st. 1. ZTD-a), odluka o potpunom ili djelomičnom isključenju od prava prvenstva može se valjano donijeti samo ako je isključenje bilo izričito i uredno objavljeno u glasilu društva (čl. 308. st. 5. ZTD-a). Temeljem čl. 313. st. 5. ZTD-a odredbe o prvenstvenom pravu upisa novih dionica na odgovarajući se način primjenjuju kod *uvjetnog povećanja kapitala*, a temeljem čl. 324. st. 1. ZTD-a i kod *odobrenog kapitala*. Poziv dioničarima da podignu nove dionice kod nominalnog povećanja kapitala (kao i njegova objava), kao i (tri uzastopne) objave da će se dionice prodati ukoliko ih ovlaštenik ne podigne, također treba objaviti u glasilu društva (čl. 335. st. 1. i 2. ZTD-a). Od objava pri izdavanju zamjenjivih obveznica u obzir opet dolazi ona povodom djelomičnog ili potpunog isključenja nekih dioničara, ovaj put od prava prvenstva pri upisu obveznica.

Postoji određeni krug objava i obavijesti koje se pojavljuju kod *povezanih društava*. One obavijesti koje je uprava dužna dati na skupštini društva, i to na zahtjev dioničara prilikom donošenja odluke o davanju suglasnosti na *ugovor o vođenju poslova društva ili o prijenosu dobiti* po naravi su usmene, osim što u periodu prije održavanja skupštine društvo (uprava) treba omogućiti dioničaru razgledanje poduzetničkog ugovora, ali ga ne mora o tome obavještavati već mu je to dužna omogućiti na njegov zahtjev (čl. 481. st. 3. i 4. ZTD-a). Druga situacija je kada je uprava dužna *u glasilu društva objaviti pravomoćnu sudsku odluku kojom je utvrđena isplata otpremnine vanjskim dioničarima* društva koje prepušta vođenje poslova drugom društvu ili koje drugom društvu prenosi dobit (čl. 491. i čl. 492. st. 5. ZTD-a). Treći je slučaj pravo dioničara da zahtijeva obavijesti o društvu koje se priključuje kako na skupštini (čl. 503. st. 2. ZTD-a) tako i izvan skupštine o poslovima glavnog društva (čl. 509. ZTD-a).

Konačno, u *postupku likvidacije* dioničkog društva društvo treba poziv vjerovnicima da prijave svoja potraživanja objaviti tri puta u glasilu društva (čl. 373. ZTD-a), a poznate vjerovnike treba posebno obavijestiti.

4.2. Obavijesti i objave dioničkog društva prikladne za informatičku tehnologiju

Od liste podataka o kojima dioničko društvo mora obavještavati treće osobe ili ih mora objavljivati potrebno je utvrditi jesu li svi ti podaci prikladni za takav

način objave i koje je pretpostavke potrebno ispuniti da bi takav način objavljivanja bio valjan.

Prva naznaka vezana je za diobu društava na javna i zatvorena. Kako javna dionička društva objavljuju veći broj podataka, za njih bi korištenje tog medija objavljivanja ili obavještavanja imalo učinak bitnijeg smanjenja troškova koji povodom toga nastaju, posebice vezano za obavijesti i objave povodom održavanja skupštine, gdje bi se sav materijal mogao dostavljati elektroničkim putem. Primjena ovog načina obavještavanja ili objavljivanja naročito je pogodna kada je u pitanju voluminozan pisani materijal. Kako se i u komparativnom i europskom zakonodavstvu preferira primjena informatičke tehnologije u javnim društvima, isto vrijedi i za nas.

I u informatičkom okruženju društvo bi obavijesti moglo slati elektroničkom poštom uz napredni elektronički potpis, a pravo na uvid koje ima dioničar u nekim situacijama moglo bi se realizirati uvidom u te isprave na internet stranici društva na koju pristup imaju samo dioničari, koji se moraju legitimirati svojim korisničkim imenom i zaporkom koju im dodjeljuje društvo. Napredni elektronički potpis potreban je radi zaštite autentičnosti sadržaja i pošiljatelja poruke.

Odvojeno je pitanje da li bi se javna dionička društva po zakonu mogla obvezati da na taj način objavljuju podatke ili obavijesti koje inače moraju objavljivati. Takav bi zakonodavni zahvat bio za sada preuranjen. Potrebno je da zakonodavac olakša primjenu tih medija, ali ih ne bi mogao narediti, jer takav oblik obavještavanja podrazumijeva određen stupanj informatičke opremljenosti s obje strane komunikacijskog kanala, na koju se dioničare ne može prisiliti. U provedbi te mogućnosti moguća su dva rješenja. Mogućnost da se obavijesti dioničarima mogu slati i elektroničkim putem mogla bi se unijeti u statut, kao opcija dioničara. To znači da bi dioničari mogli pridržati pravo da ih se obavještava konvencionalnim sredstvima komunikacije. Postavlja se pitanje da li bi dioničar mogao od društva zahtijevati da ga se obavještava elektroničkom poštom, a da takva mogućnost ne postoji u statutu. Držimo da je i to moguće (vidi rješenje za englesko pravo pod točkom 3.2.1.), ali bi takav dioničar bio prekludiran u pravu da osporava odluke skupštine zbog toga jer mu obavijest nije dostavljena konvencionalnim putem. Pretpostavka toga je i da je društvo informatički opremljeno. Mislimo da se to pravo može izvesti argumentom da je u većem sadržanom manje s obzirom da dioničari imaju pravo zahtijevati da im se pošalje posebno priopćenje o održavanju skupštine (čl. 281. st. 2. ZTD-a).

Kada je u pitanju obveza obavještavanja dioničkog društva prema institucijama (Komisija za vrijednosne papire, burza, središnja depozitarna agencija), praksa pokazuje da je takav oblik dostavljanja podataka (obavještavanja) već *via facti* uveden autonomnim propisima tih institucija. Pravilima o uvrštenju u Kotaciju javnih dioničkih društava Zagrebačke burze⁸⁴ u čl. 7. određeno je da se podaci (koje javno dioničko društvo prema burzi mora dostavljati) dostavljaju u elektroničkom obliku, pri čemu format datoteke određuje Zagrebačka burza, uz ovlaštenje burze da ih na prikladan način učini dostupnima javnosti. Iako pitanje predaje

⁸⁴ www.zse.hr

financijskih izvješća u registarski sud nije predmet ovog rada, u tijeku je uspostavljanje registra godišnjih završnih računa (ne samo dioničkih društava već i drugih gospodarskih subjekata), koja bi trebala postati dostupna javnosti.⁸⁵ Financijska izvješća morat će se dostavljati u elektroničkom obliku. Taj format dostave izvješća već je prisutan kod dostavljanja izvješća FINI.

Za veliki broj objava ZTD predviđa da se imaju objaviti u *glasilu društva*. Nema zapreke da za onim dioničarima koji su izabrali opciju obavješćavanja elektroničkom poštom društvo šalje i glasilo u elektroničkom obliku ili im pošalje poruku o tome kako glasilo mogu razgledati na internet stranici društva, pri čemu će koristiti svoje korisničko ime i zaporku. Za dioničare koji izaberu klasični način obavješćavanja društvo će i dalje biti u obvezi da izdaje i papirnu verziju glasila, koju čini dioničarima dostupnim na uobičajeni način.

Drukčije je kod objava koje se, prema čl. 174. st. 1. ZTD-a, ako nije propisan način objave, moraju objaviti u «Narodnim novinama», a mogu se pored toga objaviti i u drugim javnim glasilima (novinskom tisku). Isto to vrijedi i za objave kod kojih zakonodavac temeljem posebnih propisa točno propisuje način objave. One bi se mogle fakultativno staviti na *web site* društva, ali to dok god zakonodavac ne izmijeni propis, ne može predstavljati valjani oblik objavljivanja. Takva je situacija kod objavljivanja obavijesti o promjenama u strukturi dioničara ili kod objava ciljanog društva tijekom postupka preuzimanja, odnosno kod spajanja ili podjele dionica te kod prospekta. Međutim, iduću bi intervenciju zakonodavca u ZTVP-a trebalo iskoristiti da kao ravnopravan način objave tih podataka bude i *web stranica* društva, na što upućuju izvori europskog prava. U vezi s propisom čl. 174. st. 1. ZTD-a postavlja se pitanje može li se «javno glasilo» pojaviti u elektroničkom obliku i tako postati valjanim načinom objave (npr. elektroničko glasilo burze). Odgovor na pitanje ovisi o tome koliko je širok pojam javnosti? Uzima li se u obzir cjelokupna javnost ili se uzima u obzir javnost te branše, tj. «ulagateljska» javnost. U njemačkoj burzovnoj praksi objava povlaštenih informacija (*ad hoc Publizität*) u glasilu burze dostatna je, kao što je vidljivo iz prethodnih izlaganja. U nedostatku izričitog propisa o tome na koji se način neki podatak objavljuje (po ZTVP-u) moglo bi se ići in favorem elektroničke objave, primjerice upravo kod objave povlaštenih informacija.

Prihvate li dioničari takav model komunikacije s društvom (pojedinačno ili temeljem opcije unesene u statut) njegova isplativost dolazi do izražaja najviše u pripremi skupštine društva. Kako poziv na skupštinu zajedno s dnevnim redom treba objaviti u glasilu društva, a neke subjekte treba i posebno obavješćavati o održavanju skupštine, to se može učiniti na prethodno opisani način: one dioničare

⁸⁵ U papirnoj formi oni su dostupni, ali nalaze se na onoliko lokacija koliko ima trgovačkih sudova. Zbog toga je pokrenuta inicijativa koju je i financijski potpomogla Norveška financiranjem predstudije o registru godišnjih završnih računa. Te aktivnosti trebale bi rezultirati i promjenama Zakona o sudskom registru i Zakona o računovodstvu jer bi trgovačka društva svoja godišnja financijska izvješća ubuduće predavala novoosnovanom registru godišnjih završnih računa a ne više u sudski registar kao do sada. Time će porasti financijska transparentnost svih trgovačkih društava, ali će javna dionička društva i dalje morati dostavljati svoja financijska izvješća i drugim subjektima na tržištu kapitala, pa to pitanje ostaje i dalje otvoreno.

koji zahtijevaju da ih se obavijesti (uključujući i udruge i skrbnike) može se obavijestiti elektroničkom poštom (s time da isprave moraju biti elektronički potpisane kako bi se zaštitile od sadržajnih izmjena, odnosno kako bi bio nedvojbena identitet pošiljatelja elektroničke poruke). Dioničare koji posebno ne zahtijevaju obavijest može se obavijestiti samo o tome da materijal za održavanje skupštine mogu naći na internet stranici društva, zajedno s obrascima za punomoć, koje mogu skinuti i vratiti društvu uz elektronički potpis. Dalje, kako se neki dioničari mogu protiviti prijedlozima o kojima će se glasovati na skupštini, a druge dioničare treba obavijestiti o namjeravanom protivljenju, i to se opet može učiniti elektroničkom poštom. Glasovanje elektroničkim putem zbog iznesenih problema ne bi se za sada moglo preporučiti, ali bi trebalo omogućiti da se punomoćnik za glasovanje na skupštini može ovladati punomoći u elektroničkom obliku.

5. Zaključak

Iako u nekim pitanjima primjena informatičke tehnologije u našem pravu (dioničkih) društava izgleda još uvijek futuristička (*on-line* glasovanje), u drugima je ona već dio sadašnjosti, uvedena autonomnim pravilima burze o načinu dostave podataka o kojima društvo treba obavještavati burzu, barem kada su u pitanju javna dionička društva, a i o načinu dostave financijskih izvješća FINI (elektroničke datoteke). Ta «inter-institucionalna» primjena informatičke tehnologije u odnosima dioničkog društva prema pojedinim institucijama nije još postala eksterna, odnosno usmjerena prema cjelokupnoj (ulagateljskoj) javnosti.

Ipak ta primjena se izvjesno može očekivati, a temeljem iznesenih trendova u europskom pravu i u zemljama članicama s izvjesnošću se može prognozirati njezin rast u tri segmenta: prvo provedbom postupka upisa u registar (i omogućavanje uvida u predmet upisa) temeljem elektroničkih isprava, a talijanski primjer pokazuje da je taj koncept održiv i uz model javnobilježničke službe kakvog mi imamo. Drugi vid primjene izvjestan je u oblasti objavljivanja podataka koje društvo o sebi mora objavljivati (modus: internet stranica društva), a također je prikladno korištenje elektroničkih medija u komunikaciji s dioničarima a kojima je ta komunikacija najintenzivnija u pripremi glavne skupštine. Za to je potrebno da se ostvare određene faktične i pravne pretpostavke o kojima je bilo naprijed govora, pri čemu su osobito bitne mjere zaštite sustava (od neovlaštenog pristupa i alteracije poruka). Kako javna dionička društva više objavljuju, ona bi trebala uočiti prednosti takva načina objave i komunikacije s dioničarima.

S druge strane, iako primjena informatičke tehnologije u pripremi glavne skupštine društva dovodi do značajne uštede troškova, koncept prema kojem bi se na glavnoj skupštini simultano glasovalo elektroničkim putem bar za sada nije ostvariv. Dioničar mora biti nedvojbena identificiran, kao i broj dionica koje ima, ali je uz to potrebno spriječiti da isti dioničar istovremeno ne koristi različitim oblicima glasovanja. Zbog toga se i u zemljama članicama koje poznaju takvo glasovanje elektroničkim putem preferira glasovati unaprijed (dan prije održavanja skupštine). Ako je nedvojbena da je odluka «još jučer» prihvaćena, postavlja se pitanje smisla održavanja skupštine. Iz svega je vidljivo da će primjena informatičke tehnologije u dogledno vrijeme promijeniti i sam sociološki koncept skupštine

društva. Za sada prevladava percepcija o glavnoj skupštini društva kao o mjestu gdje se kroz raspravu (dioničara međusobno, kao i u odnosu na upravu) oblikuje volja društva. To su ujedno razlozi «contra» šire primjene informatičke tehnologije pri održavanju glavne skupštine, jer se navodno gubi «osjećaj zajedništva».

Ti argumenti jedva da su održivi jer mali dioničari jedva da mogu utjecati na volju društva ako dominiraju institucionalni investitori. Tada internet stranica društva može biti prikladnijim mjestom raspravljanja nego sama skupština, utjelovljena kao fizičko okupljanje. S druge strane, u nemalom broju europskih dioničkih društava čije su dionice uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište zbog velike disperzije dioničara postaje problem održavanja skupštine. Bez obzira na probleme koji postoje kod elektroničkog glasovanja, neobično je važno da postoji mogućnost opunomoćivanja elektroničkim putem.

Kada je u pitanju informatička tehnologija u funkciji objavljivanja, dok god zakonodavac ne proglasi objavljivanje na *web site* društva valjanim načinom objave, pogotovo u pogledu onih instituta gdje je zakonom izriječom propisano na koji način će se nešto objaviti, društva ne mogu spekulirati s takvim oblikom objave (npr. prospekt). U rubnim slučajevima moguće bi bilo elastično tumačiti propis (objava povlaštenih informacija). De lege ferenda trebalo bi to promijeniti. Europski zakonodavac u prijedlogu smjernice takav oblik objelodanjivanja smatra pravovaljanim pod uvjetom da je ugrađen i tzv. *e-mail alert* mehanizam, koji sve zainteresirane obavještava elektroničkim putem da je na internet stranici izdatelja došlo do promjene nekog podatka koji se objavljuje. Takvo bi se rješenje moglo usvojiti i u nas.

Summary

POSSIBILITY OF WIDER INFORMATION TECHNOLOGY APPLICATION IN (PUBLIC) JOINT STOCK COMPANIES - TRENDS IN EUROPEAN COMPANY LAW AND CROATIAN LAW

The article presents changes in company law and capital market law caused by information technology. The role attributed to information technology in company law by the European legislation in framework of its revised regulatory approach is emphasized. Main domains of information technology application in a (joint stock) company are listed: appearance of stocks in nonmaterialized form, possibility to register in court registry electronically, by submitting electronic documents, as well as significant support that information technology may provide in preparing stockholders' assembly. Special emphasis is placed on role of joint stock company web site as a new manner of publishing data that a company is obliged to disclose. Comparatively analyzing company law and law that regulates (European) capital market, the author presents directives that enable or require from (joint stock) companies a wider application of information technology. Solutions given in national law of member states are also presented. After presentation of catalogue of directives or draft directives that affirm joint stock company web site as an adequate way for publication of certain joint stock com-

pany data, and of directives relating to company law that announce transition to electronic documents and registries, possibilities to implement the same solutions in Croatian law is examined. As a starting point, the author deems that certain elements of framework for information technology application exist due to the Law on Electronic Signature. Concrete requirements for information technology application in zone of disposition provided by the Law on Commercial Companies and Law on Capital Market are analyzed. In conclusion, the *lege lata* possibility of information technology application in public joint stock companies is evaluated as particularly important, especially in preparing stockholders' assembly. It is argued that for reasons of legal certainty it is advisable to ensure the use of web site, as a permissible way of publishing, by legislative intervention. Beginning of information technology application for company registering in registry, as well as access to registered information electronically cannot be predicted with certainty.

Key words: joint stock company, information technology, European law, disclosure, web site, electronic signature.

Zusammenfassung

MÖGLICHKEITEN BREITERER ANWENDUNG DER INFORMATIONSTECHNOLOGIE IN (ÖFFENTLICHEN) AKTIENGESELLSCHAFTEN - TRENDS IM EUROPÄISCHEN GESELLSCHAFTSRECHT UND IM KROATISCHEN RECHT

Es werden Veränderungen dargelegt, die die Informationstechnologie im Gesellschaftsrecht und Börsenrecht hervorruft. Es wird herausgearbeitet welche Rolle der europäische Gesetzgeber der Informationstechnologie für das Gesellschaftsrecht im Rahmen seines veränderten regulativen Ansatzes zuweist. Es werden die Hauptbereiche der Anwendung von Informationstechnologie im Leben der (Aktien)Gesellschaft aufgezeigt: die Erscheinung der Aktie in papierloser Form, die Möglichkeit der Eintragung in das Gerichtsregister auf elektronischem Wege durch elektronische Dokumente sowie die bedeutende Hilfe die die Informationstechnologie bei der Vorbereitung der Versammlung der Aktionäre leisten kann. Besonders wird die Rolle der *website* der Aktiengesellschaft hervorgehoben als neue Form zur Veröffentlichung jener Daten, die die Gesellschaft bekanntmachen muss. Indem die Materie des Gesellschaftsrechts und des Rechts durch das der (europäische) Kapitalmarkt geregelt wird, verfolgt wird, werden Richtlinien angeführt, durch die eine breitere Anwendung der Informationstechnologie ermöglicht wird oder die (Aktien)Gesellschaft dazu verpflichtet ist. Es werden auch Lösungen des nationalen Rechts der Mitgliedstaaten angeführt. Nachdem ein Katalog von Richtlinien angeführt wird oder deren Vorschläge, in denen die *website* der Aktiengesellschaft sich als ein geeignetes Medium zur Veröffentlichung bestimmter Daten der Aktiengesellschaft bewährt, bzw. Richtlinien aus dem Gesellschaftsrecht, die den Übergang zum Gebrauch elektronischer Dokumente

und Register ankündigen, wird die Möglichkeit der Einbindung dieser Lösungen in das kroatische Recht überprüft. Dabei wird davon ausgegangen, dass einzelne Elemente im Rahmen der Anwendung der Informationstechnologie dank des Gesetzes über die elektronische Unterschrift schon bestehen. Es werden konkrete Vorstellungen der Anwendung von Informationstechnologie im Bereich der Disposition des Handelsgesellschaftsgesetz und Kapitalmarktgesetz dargelegt. Abschließend wird de lege lata vor allem durch ihre Bedeutung die Möglichkeit bewertet, die Informationstechnologie bei öffentlichen Aktiengesellschaften zu benutzen, besonders bei der Vorbereitung der Versammlung der Aktionäre. Es wird die Meinung vertreten, dass die Benutzung einer *website* als erlaubte Art der Veröffentlichung - der rechtlichen Sicherheit wegen - doch lieber durch Interventionen des Gesetzgebers abgesichert sein sollte. Der Beginn der Benutzung von Informationstechnologie zum Zweck der Eintragung ins Register bzw. die Möglichkeit eines Einblicks ins Register auf elektronischem Wege kann noch nicht mit Sicherheit vorausgesagt werden.

Schlüsselwörter: *Aktiengesellschaft, Informationstechnologie, europäisches Recht, disclosure, website, elektronische Unterschrift.*

Sommario

POSSIBILITÀ DELLA MAGGIORE APPLICAZIONE DELLA TECNOLOGIA DELL'INFORMAZIONE NELLE SOCIETÀ PER AZIONI (PUBBLICHE) – TENDENZE NEL DIRITTO SOCIETARIO EUROPEO E NEL DIRITTO CROATO

Si espongono i cambiamenti nel diritto societario e nel diritto del mercato di capitali provocati dalla tecnologia dell'informazione. È enfatizzato il ruolo attribuito alla tecnologia dell'informazione nel diritto societario dalla legislazione europea nella cornice del suo rivisto approccio regolativo. Si elencano i principali campi di applicazione della tecnologia dell'informazione nella società (per azioni): apparizione delle azioni in forma immateriale, possibilità di registrazione elettronica in registri giudiziali, presentazione di documenti elettronici, così come significativo supporto che la tecnologia dell'informazione può fornire nel preparare l'assemblea degli azionisti. È posta particolare enfasi sul ruolo del sito in rete della società per azioni come un nuovo modo di pubblicazione dei dettagli che la società è obbligata a rendere pubblici. Nell'analizzare comparativamente il diritto delle società e il diritto che regola il mercato di capitali (europeo), l'autrice espone le direttive che consentono o richiedono alle società (per azioni) una più ampia applicazione della tecnologia dell'informazione. Sono presentate altresì le soluzioni offerte dal diritto degli stati membri. Dopo la trattazione del catalogo delle direttive o dei progetti di direttive che affermano il sito in rete di società per azioni come un'adeguata modalità per la pubblicazione di determinate informazioni delle società per azioni, e delle direttive correlate al diritto societario che annunciano la transizione ai documenti e ai registri elettronici, è esaminata la possibilità di

implementare le stesse soluzioni nel diritto croato. Come punto di partenza, l'autrice ritiene che taluni elementi del quadro per l'applicazione della tecnologia dell'informazione esistano in forza della Legge sulla firma elettronica. Sono analizzati i concreti requisiti per l'applicazione della tecnologia dell'informazione nell'ambito dispositivo fornito dalla Legge sulle società commerciali e la Legge sul mercato di capitali. In conclusione, è valutata come particolarmente importante la possibilità *de lege lata* di applicazione della tecnologia dell'informazione nelle società per azioni pubbliche, specie nella preparazione dell'assemblea degli azionisti. Si sostiene che per ragioni di certezza legale è opportuno assicurare attraverso l'intervento legislativo l'uso del sito in rete come modalità di pubblicazione ammissibile. Non possono essere predetti con certezza l'avvio dell'applicazione della tecnologia dell'informazione per la registrazione delle società nei registri, così come l'accesso alle informazioni registrate elettronicamente.

Parole chiave: *società per azioni, information technology (tecnologia dell'informazione), diritto europeo, disclosure (dichiarazione), web site (sito in rete), firma elettronica.*