

# Objave i obavijesti javnog dioničkog društva prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira i Zakonu o preuzimanju dioničkih društava

---

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, 2003, 40, 289 - 319**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:948428>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-04**

**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

Doc. dr. sc. Edita Čulinović-Herc  
Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci

## **OBJAVE I OBAVIJESTI JAVNOG DIONIČKOG DRUŠTVA PREMA ZAKONU O TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA I ZAKONU O PREUZIMANJU DIONIČKIH DRUŠTAVA**

*UDK: 347. 725 (497.5)*

*Primljeno: 25. 11. 2003.*

*Izvorni znanstveni članak*

U radu se obrađuju objave i obavijesti javnih dioničkih društava, grupirane u određene tematske cjeline. Najprije se razmatraju objave i obavijesti vezane za prospekt, pri čemu se odvojeno razmatra prospekt pri javnoj (i privatnoj) ponudi vrijednosnih papira, od prospekta koji se izrađuje pri uvrštenju na burzu iako se ukazuje na sadržajno i funkcionalno približavanje istih kako u europskom tako i u našem pravu. U idućem dijelu rada obrađuje se dužnost objavljivanja financijskih izvješća a da se pri tom upućuje na veću učestalost izrade financijskih izvješća javnih dionička društva, dalje diferencirajući radi li se o javnim dioničkim društvima uvrštenima .. prvu burzovnu kotaciju ili u kotaciju javnih dioničkih društava. U idućem dijelu rada nakon pojmovnog određivanja povlaštene informacije i vremenskog perioda zaštite u kojem se ona štiti, ukazuje se na to da dužnost objave istih imaju samo javna dionička društva. Ukazuje se na problem razgraničenja povlaštenih od povjerljivih informacija, obzirom da članovi uprave imaju glede istih divergentne obveze – prve objelodanju a, druge moraju čuvati kao poslovnu tajnu. Kod objava vezanih za strukturu dioničara javnog dioničkog društva, ukazuje se na terminološke propuste u ZTVP-u s osloncem na izvore europskog prava, a zatim se поблиže određuje stjecanje vrsta dionica koje rezultira obvezom obavještavanja te posebice kakvo mora biti «stjecanje» ili «otuđenje» da bi ono iniciralo obvezu obavještavanja (i objavljivanja). U idućem dijelu rada obrađuju se objave i obavijesti javnog dioničkog društva kao ciljanog društva u postupku njegova preuzimanja. Ispituje se učinak koje te objave i obavijesti mogu imati na primjenu tzv. izuzetih slučajeva po ZPDD koji se mogu koristiti kao oblik borbe protiv neprijateljskog preuzimanja. Podvajaju se dva vremenska momenta: prvi u kojem je ciljano društvo primilo od budućeg preuzimatelja obavijest o stjecanju dionica / namjeri preuzimanja i drugi nakon što je preuzimatelj objavio ponudu za preuzimanje. Argumentira se zbog čega bi nakon objave ponude za preuzimanje korištenja izuzetih slučajeva kao sredstava obrane od («neprijateljskog») preuzimanja bilo nelegitimno, a također se navode razlozi zbog čega bi to i pod kojim uvjetima bilo moguće u periodu od primitka obavijesti do trenutka objava ponude. U posljednjem dijelu rada obrađuju se objave o spajanju i podjeli dionica na način kako su regulirane ZTVP-om uz kritiku njegove rudimentarnosti.

Ključne riječi: javno dioničko društvo, objave javnog dioničkog društva obavijesti dioničkog društva, Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Zakon o preuzimanju dioničkih društava

### **I. Uvod**

U mnogim zemljama dionička društva su povijesno bila smatrana anonimnim društvima. Danas to više nije tako. Razni podaci o dioničkom društvu, kako oni financijske, ali i nefinancijske naravi u sve većoj mjeri su dostupni javnosti. To se naročito odnosi na ona društva koja prikupljaju kapital od široke ulagateljske publike (javna ili otvorena dionička društva), i koja zbog toga javnosti većom frekvencijom podastiru svoje financijske rezultate, razotkrivaju svoju korporativnu strukturu ili promptno objavljuju cjenovno osjetljive informacije, koje, dok nisu dostupne javnosti, povećavaju rizik njihova nedopuštenog trgovanja. U pravu kojim se uređuje tržište vrijednosnih papira

smatra da objelodanjivanje podataka (disclosure) ide ruku pod ruku s transparentnošću (transparency) te da obje kategorije predstavljaju jedan od fundamenta na kojima se zasniva dobro uređeno tržište vrijednosnih papira.<sup>1</sup>

Glavni cilj prava kojim se regulira tržište vrijednosnih papira je omogućiti pravovremenu i potpunu informiranost sudionika na tržištu. Ipak, određene objave i obavijesti jednako zahvaćaju javna, ali i društva koja to nisu, jer u tom smislu postoje podudarnosti u pravu društava i pravu tržišta vrijednosnih papira. Zbog toga se nerijetko propise o objelodanjivanju naziva i raskršćem (intersection) između prava vrijednosnih papira i prava društava. Ipak, mjera transparentnosti svakako je veća kod javnih dioničkih društava, onih čije su dionice uvrštene na burzu (listed companies), a manja kod zatvorenih društava (closed companies) čije dionice nisu slobodno prenosive i njima se ne trguje na tržištu vrijednosnih papira. Mjera objelodanjivanja mora biti i ekonomski opravdana. Kakva je korist od zasipanja javnosti informacijama ako se radi o informacijama koje nisu relevantne, a njihova je objava trošak za društvo?<sup>2</sup>

Ideja ovog rada je da pruži pregled pitanja o kojima u nas javna dionička društva trebaju obavještavati treće osobe ili ih objavljivati. Kada su u pitanju dionička društva općenito, ti se propisi nalaze u (nedavno izmijenjenom) Zakonu o trgovačkim društvima<sup>3</sup> (ZTD), a ako je riječ o javnim dioničkim društvima mjerodavan je Zakonu o tržištu vrijednosnih papira<sup>4</sup> (ZTVP), iako se taj zakon primjenjuje i na druge izdavatelje vrijednosnih papira. Iako su u središtu regulatorne pozornosti ZTVP-a dionička društva čijim se dionicama trguje na tržištu kapitala, neke odredbe ZTVP-a odnose se i na dionička društva općenito, što u nekim slučajevima izaziva neusklađenost s ZTD-om. S druge strane, mjerodavan je i Zakon o preuzimanju dioničkih društava<sup>5</sup> (ZPDD) koji ciljanim društvom smatra samo ono dioničko društvo koje ima značajke javnog dioničkog društva, (što se procjenjuje prema ZTVP-u). Kako ciljano društvo, u postupku njegova preuzimanja, također, ima obvezu objavljivanja i obavještavanja te su objave ciljanog društva također predmet ovog rada.

Objavljivanje podataka predstavlja u odnosu na obavještavanje viši stupanj transparentnosti jer je ono uvijek urbi et orbi, a obavještavanje je uvijek ad personam. Zakonodavac podrazumjeva da osoba koju treba obavijestiti ima legitimni interes da sazna za određene podatke bez da to posebno zahtijeva. Primatelji obavijesti su različiti. Obavijesti prema ZTVP-u šalju se različitim subjektima na tržištu kapitala, pri čemu u prvom redu dolazi u obzir Komisija za vrijednosne papire kao nadzorno tijelo, ali primatelji obavijesti mogu biti i dioničari (ili zaposlenici javnog dioničkog društva) kao

<sup>1</sup> The recurrent theme of good securities laws is «disclosure, again disclosure and still more disclosure». LOSS, F. Cit. Prema LOWENSTEIN, L. The Role of Financial Transparency in a Market Economy, [www.oecd.org](http://www.oecd.org) Važnost objelodanjivanja financijskih podataka ističe KRAAKMAN, R. Disclosure and Governance: An Overview Essay, Syracuse Takeover and corporate Governance Conference, May 2003., str. 1. Drukčije: ROMANO, R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, 107 Yale L.J. 2359 (1998.) koja čini upitnima koristi obvezatnog objavljivanja podataka. Siže diskusije oko različitih koristi koje se postižu objelodanjivanjem podataka (za javnost i i za pojedince) u američkoj doktrini prava društava, vidi kod: FOX, M.B. The Securities Globalization Disclosure Debate, 78 Washington U.L.Q 567 (2000.)

<sup>2</sup> «Moreover disclosure leads to an effect of football stadium: if everybody gets up no one has a better view any more». Vidi: Report of the High level group of Company law Experts on Modern regulatory framework fo company law in Europe, Bruxelles 2002., str. 141.

<sup>3</sup> NN, br. 111/93, 34/99, 52/00.

<sup>4</sup> NN br. 84/02.

<sup>5</sup> NN br.84/02.

što je to slučaj kod preuzimanja. U ovom radu obveza obavještanja i objavljivanja javnog dioničkog društva strukturirana je pretežno prema «temi» objave ili obavijesti. Uz obvezu objavljivanja i obavještanja opisuju se i sankcije. Usporedbom sankcija može se utvrditi koja pravom zaštićena dobra zakonodavac najviše rangira, jer predviđa za njih, osim prekršajne i kaznenu odgovornost.

Izlaganje započinje s prospektom – «putovnicom» dioničkog društva. U toj se ispravi objelodanjuje najveći volumen podataka o javnom dioničkom društvu, što omogućuje stvaranje cjelovite slike o financijskim i drugim pokazateljima zdravlja dioničkog društva. U njemu se stječu elementi objelodanjivanja financijskih pokazatelja (financial disclosure) i onih koji nisu financijske naravi (non-financial disclosure), dok se u drugim objavama i obavijestima oni razdvajaju.

## II. Središnji dio

### 1. Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi

#### 1.1. Izuzeti slučajevi

Prospekt je instrument (javne) ponude vrijednosnih papira, tj. isprava koja sadrži niz podataka o izdavatelju vrijednosnih papira koji potencijalnim ulagateljima treba omogućiti da steknu cjelovitu, točnu i objektivnu informaciju o imovini i obvezama, gubitku ili dobitku, financijskom položaju i perspektivama izdavatelja, svrsi prikupljanja sredstava, čimbenicima rizika te o pravima koja daju vrijednosni papiri na koje se odnosi prospekt. Temeljem takve cjelovite informacije potencijalni ulagatelj može objektivno procijeniti izgled i rizike ulaganja te na temelju toga donijeti odluku da uloži svoj kapital u (dioničko) društvo.

U kojim situacijama i pod kojim uvjetima treba izraditi i objaviti prospekt propisuje ZTVP. Zbog toga je najprije potrebno utvrditi kada to nije potrebno. Kada je riječ o izdanju dionica pri (sukcesivnom) osnivanju dioničkog društva za ocjenu bitnih sastojaka prospekta neće biti mjerodavan ZTVP, već ZTD (čl.33.ZTVP). Emisije dionica u kojima ne postoji dužnost izrade i objave prospekta (izuzeti slučajevi) propisane su u čl.32.st.1.ZTVP. Dioničko društvo nije dužno objaviti prospekt prilikom izdavanja dionica radi:

- povećanja temeljnog kapitala pretvorbom kapitalne dobiti, rezervi i zadržane dobiti u temeljni kapital društva,
- povećanja temeljnog kapitala radi provođenja pripajanja društava,
- povećanja temeljnog kapitala kada sve dionice upiše i uplati dioničar izdavatelja koji ima više od 75 % glasačkih prava u glavnoj skupštini izdavatelja,
- povećanja temeljnog kapitala u kojem sudjeluju samo institucionalni ulagatelji,
- povećanja temeljnog kapitala unosom prava – potraživanja u novcu,
- pretvaranja zamjenjivih obveznica u dionice, ako je prilikom izdanja zamjenjivih obveznica već izrađen i objavljen ili ulagateljima dostavljen prospekt,
- preoblikovanja društva u dioničko društvo.

Pri ostalim emisijama dioničko društvo morat će izraditi i objaviti puni ili skraćeni prospekt,<sup>6</sup> već ovisno o tome radi li se o privatnoj ili javnoj ponudi. Definicije pojmova

<sup>6</sup> Sadržaj skraćenog prospekta bio je u vrijeme primjene ZIPVP reguliran Pravilnikom o sadržaju skraćenog prospekta i o uvjetima izdavanja vrijednosnih papira privatnim izdanjem iz 1997. Isti je ostao na snazi temeljem čl.163.st.2. ZTVP-a.

javne, odnosno privatne ponude sadržane su u čl.2. ZTVP.<sup>7</sup> Dok je »javna ponuda vrijednosnih papira« poziv na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćavanja, dotle je »privatna ponuda vrijednosnih papira« izdavanje vrijednosnih papira u kojem je poziv na upis vrijednosnih papira upućen samo institucionalnim ulagateljima<sup>8</sup>, ili izdavateljevim dioničarima ili zaposlenicima, te do 20 vanjskih ulagatelja<sup>9</sup>. ZTVP je napustio ukupnu vrijednost emisije kao kriterija razgraničenja privatne od javne ponude, što nije u skladu s trendovima u europskom pravu.<sup>10</sup> Isto vrijedi za poimanje institucionalnog ulagatelja jer će njime u europskom pravu de lege ferenda biti obuhvaćene i fizičke osobe pod određenim uvjetima.<sup>11</sup>

### **1.2. Sadržaj punog prospekta**

Podaci koji obavezno moraju biti sadržani u prospektu pri izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom (čl.21. ZTVP) grupirani su u nekoliko skupina.

Prvom skupinom obuhvaćeni su podaci o vrijednosnim papirima na koje se prospekt odnosi te načinu i uvjetima njihova izdavanja.<sup>12</sup> U odnosu na ZIPVP, u prospektu se sada zahtijeva da izdavatelj naznači namjenu prikupljanja sredstava (javnom ponudom), što prije nije bio slučaj. Dalje, dok je raniji propis zahtijevao točan opis ograničenja glede slobodnog prijenosa vrijednosnih papira, sada je taj podatak otpao jer su svi vrijednosni papiri izdani javnom ponudom zamjenjivi bez ograničenja (čl.124.st.3. ZTVP).

Drugom skupinom obuhvaćeni su podaci o izdavatelju vrijednosnih papira.<sup>13</sup> U ovom dijelu osim izmjena terminološko-redakcijske naravi jedina je novost dužnost

<sup>7</sup> Vidi PARAC, Z. Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, Zbornik radova, XLI. Susret pravnik, Opatija 2003., str. 41. bilj.20. Autor argumentirano ističe da je zakonodavac umjesto izraza javna ponuda trebao koristiti izraz »javno izdanje« vrijednosnih papira jer uporaba termina javna ponuda upućuje na institut opće ponude objavnog prava iz čl.33. ZOO, prihvatom koje – bi nastao pravni odnos, a to ne mora uvijek biti tako.

<sup>8</sup> Prema čl.2. ZTVP »institucionalnim ulagateljem« smatra se domaći ili strani investicijski fond, mirovinski fond, banka, osiguravajuće društvo te pravna osoba kojoj status institucionalnog ulagatelja u skladu sa zakonom odobri Komisija.

<sup>9</sup> »Vanjski ulagatelj« osoba koja nije dioničar ni zaposlenik izdavatelja niti je institucionalni ulagatelj, a može biti domaća ili strana fizička ili pravna osoba.

<sup>10</sup> 200.000,00 kn/ 2.000.000,00 kn

<sup>11</sup> Opširnije vidi ČULINOVIĆ – HERC, E. Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira – Zakon o tržištu vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu, Zbornik radova PFR, vol.24, br.1/2003., str.126.

<sup>12</sup> U te podatke se ubrajaju: naznaka vrste i opis karakteristika vrijednosnih papira, njihov ukupan broj i opis u njima sadržanih prava; dan otvaranja i razdoblje trajanja upisa i uplate; opis načina rasporeda vrijednosnih papira ako ih bude upisano više od količine koja se izdaje; točan naziv, sjedište i adresa agenta izdanja; točan naziv, sjedište i adresa osobe koja garantira ili osoba koje garantiraju za obveze izdavatelja po vrijednosnom papiru; nazivi i adrese institucija preko kojih izdavatelji podmiruju financijske obveze prema vlasnicima vrijednosnih papira; cijena ili način određivanja cijene vrijednosnih papira; postupak izvršavanja prava prvenstva prilikom upisa i uplate i svrhu za koju izdavatelj namjenjuje prikupljena sredstva.

<sup>13</sup> Tvrtka, adresa, datum osnivanja, pravni oblik, naziv suda kod kojega se vodi registar u koji je upisan te matični broj (MBS) broja upisa u takvu registru; iznos upisanog i/ili odobrenog kapitala te uplaćenog kapitala, podrobnosti o vrijednosnim papirima od kojih se sastoji temeljni kapital, kada se radi o dioničkom društvu, a ako temeljni kapital nije u potpunosti uplaćen, iznos neuplaćenog dijela i razloge zbog kojih nije uplaćen, broj zamjenjivih vrijednosnih papira ili prava na upis vrijednosnih papira koji su izdani te uvjete za njihovu konverziju odnosno upis; podatke o vladajućem društvu ako postoji; popis dioničara koji imaju 5% ili više od ukupnog broja glasova na skupštini izdavatelja i postotak glasova koji svakom pripada.

objelodanjivanja podataka o dioničarima koji imaju više od 5% glasova na skupštini izdavatelja te koliki je taj postotak.

Posebnu skupinu čine podaci o predmetu poslovanja izdavatelja.<sup>14</sup> U odnosu na ZIPVP nema nikakvih izmjena osim što je unesena dopuna – valja unijeti podatke o čimbenicima rizika. To su rizici kojima je izložen izdavatelj, a mogu imati utjecaja na ostvarenje prava iz vrijednosnih papira kao i utjecaj na cijenu vrijednosnog papira.

Kod podataka o imovini i zaduženosti, financijskom položaju te dobitku i gubitku izdavatelja, s druge strane,<sup>15</sup> ZTVP povećao je transparentnost propisavši da se podaci o tome ne odnose samo na razdoblje od posljednje tri godine kao što je to predviđao ZIPVP, već obuhvaćaju i tekuću godinu zaključno s posljednjim tromjesečjem koje prethodi podnošenju zahtjeva za odobrenje prospekta. Ovakvo je rješenje u potpunosti u skladu s načelom kontinuiranog objelodanjivanja podataka.

U idućoj skupini nalaze se podaci o odgovornim osobama izdavatelja.<sup>16</sup>

Prospekt na kraju sadrži i izjavu osoba koje potpisuju prospekt kojom se te osobe očituju o istinitosti i potpunosti podataka sadržanih u prospektu.<sup>17</sup> Podatke o odgovornim osobama izdavatelja ZTVP nije mijenjao osim što je uveo dužnost objelodanjivanja životopisa odgovornih osoba. Međutim, ZTVP precizirao je tko potpisuje prospekt. Prema novom rješenju obavezno to čine odgovorne osobe izdavatelja, a osobe koje su sudjelovale u izradi prospekta ili u pripremi podataka to mogu učiniti. Iako je zakonodavac očigledno htio otkloniti nedovoljno preciziran propis o potpisivanju prospekta iz ZIPVP, je ovo rješenje nije do kraja jasno. Što to znači da ga potpisuju ga svi članovi uprave i nadzornog odbora ili drugih odgovarajućih tijela izdavatelja<sup>18</sup>, ako je

<sup>14</sup> Ti podaci obuhvaćaju opis predmeta poslovanja izdavatelja te eventualne izvanredne okolnosti koje su utjecale ili utječu na obavljanje nekih od tih djelatnosti; ovisnost o tuđim patentima, i licencama ili drugim ugovorima s trećima, kada je to od većeg značenja za poslovanje; podaci o važnijim tekućim investicijama; temeljni podaci o tekućim sudskim ili drugim sporovima ili drugim pravnim postupcima koji mogu značajnije utjecati na financijski položaj izdavatelja; kada su vrijednosni papiri na koje se odnosi prospekt zamjenjivi ili su izdani zajedno s pravima na kupnju ili upis, a izdavatelj vrijednosnih papira na čije stjecanje daju pravo ili u koje se mogu zamijeniti nije izdavatelj vrijednosnih papira na koje se odnosi prospekt, treba navesti i podatke iz ovoga stavka o drugom izdavatelju; čimbenici rizika (čimbenike rizika kojima je izložen izdavatelj, a mogu imati utjecaja na ostvarenje prava iz vrijednosnih papira na koje se odnosi prospekt i na njihovu cijenu na tržištu).

<sup>15</sup> Podaci obuhvaćaju vlastita izvješća, a ako postoje, i konsolidirana financijska izvješća; ako izdavatelj izrađuje samo konsolidirana izvješća, ona moraju biti uključena u prospekt, a ako izdavatelj izrađuje i vlastita i konsolidirana financijska izvješća, obavezan ih je uključiti u prospekt osim kada izvješće koje nije uključeno ne sadrži bitne dodatne podatke, pri čemu se podaci iz pojedinih izvješća prikazuju na tablicama, što omogućuje usporedbu pojedinih stavaka unutar uzastopnih financijskih godina. Podaci obuhvaćaju i ime ili tvrtku osobe koja je odgovorna za reviziju financijskih izvješća, a ako je ta osoba odbila obaviti reviziju ili je potpisati ili je u reviziju uključila određene ograde te činjenice moraju biti navedene zajedno s razlozima koji su je naveli da tako postupi.

<sup>16</sup> Navode se imena, prezimena i adrese članova uprave i nadzornog odbora ili drugoga odgovarajućeg tijela izdavatelja te funkcije što ih obnašaju u tim tijelima; ako se prospekt odnosi na dionice, životopisi članova uprave i nadzornog odbora ili drugoga odgovarajućeg tijela izdavatelja i primanja koja ostvaruju od izdavatelja.

<sup>17</sup> Izjava glasi: "Prema našem uvjerenju i u skladu sa svim našim saznanjima i podacima kojima raspolazemo, izjavljujemo da svi podaci iz ovoga prospekta čine cjelovit i istinit prikaz imovine i obveza, gubitaka i dobitaka; financijskog položaja i poslovanja izdavatelja, prava sadržana u vrijednosnim papirima na koje se odnose te da činjenice koje bi mogle utjecati na potpunost i istinitost ovog prospekta nisu izostavljene."

<sup>18</sup> Postavlja se pitanje misli li se na neko drugo tijelo osim uprave i nadzornog odbora u dioničkom društvu, što bi bilo neprihvatljivo ili se tu misli na korenspodirajuće organe izdavatelja koji nisu dioničko društvo.

dovoljno da prospekt potpiše samo osoba ovlaštena za zastupanje izdavatelja, ili više njih koje zastupaju skupno, ako su u prospektu navedeni razlozi zbog kojih ostali članovi nisu potpisali prospekt (obligatorni potpis). Odnosi li se «osoba koja je ovlaštena za zastupanje izdavatelja» samo na zastupnike po samom zakonu ili i na punomoćnike (npr. prokuriste). Bez obzira na redakcijsku nepreciznost, stav je autorice da punomoćnici\* ne bi mogli potpisivati prospekt obzirom da je izjava «o potpunosti i točnosti» sastavni dio prospekta.<sup>19</sup> Da član uprave i/ili nadzornog odbora mora potpisati prospekt vidi se iz čl.21.st.3. ZTVP, jer ako ta osoba odbije potpisati prospekt, obvezan je svoje razloge odbijanja pisano obrazložiti, a takvo obrazloženje se objavljuje kao sastavni dio prospekta. U slučaju totalne opstrukcije člana uprave i/ili nadzornog odbora – odbijanja potpisivanja te odbijanja da se pisanim putem očituje o razlozima odbijanja potpisivanja prospekta, ta se okolnost mora naznačiti u prospektu (čl.21.st.4.ZTVP). Ostale osobe mogu se, ali i ne moraju potpisati.

Za osobe koje su izdale garanciju za izvršenje obveza po vrijednosnim papirima na koje se prospekt odnosi, prospekt mora i o njima sadržavati podatke kao u čl.21.st.1 B) ZTVP.

### ***1.3. Sadržaj skraćenog prospekta***

U slučaju privatne ponude vrijednosnih papira, izrađuje se skraćeni prospekt. Kako javno dioničko društvo u pravilu prikuplja kapital javnom ponudom vrijednosnih papira, pojam skraćenog prospekta ne bi bio mjerodavan za ovaj rad da ga zakonodavac ne predviđa u slučaju uvrštenja javnog dioničkog društva na burzu.

Po ZTVP-u skraćeni prospekt mora sadržavati sve podatke kao i prospekt javnom ponudom s tim da se podaci o imovini i zaduženosti, financijskom položaju te dobitku i gubitku odnose samo na prethodnu i na tekuću godinu, zaključno s posljednjim tromjesečjem kao što to propisuje čl.26.st.2. ZTVP.

S tim u vezi postavlja se pitanje odnosa skraćenog prospekta prema ZTVP-u i skraćenog prospekta kako ga definira Pravilnik o sadržaju skraćenog prospekta i o uvjetima izdavanja vrijednosnih papira privatnim izdanjem iz 1997. godine, koji nije izrijeком pri donošenju ZTVP-a stavljen izvan snage. Naime, prema čl.163.st.2. ZTVP-a provedbeni propisi doneseni na temelju ZIPVP-a trebaju se primjenjivati na odgovarajući način sve dok Komisija ne donese provedbene propise temeljem novog zakona. Kako Komisija nije donijela novi pravilnik o skraćenom prospektu, valja zaključiti da se raniji pravilnik i dalje primjenjuje. Međutim, zona njegove primjenjivosti vrlo je mala, jer sadržajna struktura skraćenog prospekta mora pratiti strukturu punog prospekta, ali i zbog drugih okolnosti koje se u nastavku navode .

Kao prvo, privatno izdanje je Pravilnikom bilo definirano kao izdanje u kojem su nakon okončanja razdoblja ponude, a prije početka upisa i uplate unaprijed bili poznati i određeni ulagatelji te visina njihovih uplata. ZTVP revidirao je pojam privatne ponude označivši u čl.2.st.8. privatnu ponudu takvom emisijom vrijednosnih papira pri kojoj je poziv na upis vrijednosnih papira upućen samo institucionalnim ulagateljima ili izdavateljevim dioničarima ili zaposlenicima, te do 20 vanjskih ulagatelja. U odnosu na Pravilnik broj vanjskih ulagatelja je prepolovljen novim zakonskim rješenjem jer je Pravilnik dopuštao i do 40 vanjskih ulagatelja. U pogledu dioničara situacija se ne mijenja

<sup>19</sup> Situacija je nalik onoj pri podnošenju prijave za upis dioničkog društva. Obzirom da članovi uprave koji podnose prijavu moraju u njoj izjaviti da su upoznati s obvezom izvješćivanja suda (čl.187.st.1.t.4. ZTD), prijava se ne može podnijeti preko punomoćnika.

jer će postojeći dioničari dioničkog društva upisivati nove dionice u granicama svog prava prvenstva kojeg imaju prema čl.308. ZTD. Međutim, u ZTVP izostala je odredba prema kojoj se dioničari koji upisuju više od onoga što ima pripada po pravu prvenstva smatraju vanjskim ulagateljima kakvu odredbu Pravilnik poznaje, i koju bi se moglo na odgovarajući način primijeniti. ZTVP kao novu kategoriju adresata privatnog izdanja spominje zaposlenike. Dok su oni prema režimu ZIPVP pripadali vanjskim ulagateljima sada postaju samostalnom kategorijom, a dopušteni broj vanjskih ulagatelja se svodi na 20 osoba.

Broj institucionalnih ulagatelja u privatnoj je ponudi bio i ostao neograničen. No u odnosu na Pravilnik, ZTVP je redefinirao pojam institucionalnog ulagatelja. To su: domaći ili strani investicijski fond, mirovinski fond, banka, osiguravajuće društvo, te pravna osoba kojoj status institucionalnog ulagatelja odobri Komisija prema čl.102.st.3.<sup>20</sup> U odnosu na odredbe Pravilnika, ZTVP mijenja pojam institucionalnih ulagatelja jer izričito isključuje brokerska društva kojima se priznavalo to svojstvo ako su bila registrirana za trgovinu vrijednosnim papirima u spekulacijske svrhe. Sada se izvan liste može institucionalnim ulagateljem smatrati samo ona pravna osoba kojoj taj status odobri Komisija. Burza, uređena javna tržišta, i središnja depozitarna agencija također su eo ipso isključene (čl.102.st.4.ZTVP).

Vanjskim se ulagateljima prema ZTVP smatraju osobe koje nisu ni dioničari ni zaposlenici izdavatelja niti institucionalni ulagatelji, a mogu biti strane ili domaće fizičke ili pravne osobe.

Dok se prema Pravilniku ponude za kupnju vrijednosnih papira privatnim izdanjem nisu smjele uputiti na više od 300 osoba uključujući i institucionalne ulagatelje, s izuzetkom postojećih dioničara, ZTVP određuje da se poziv može uputiti neograničenom broju institucionalnih ulagatelja, dioničara i zaposlenika te do najviše 20-orici vanjskih ulagatelja.

ZTVP postrožio je režim privatne ponude bitno skrativši rok u kojem se upis i uplata trebaju realizirati. Umjesto 6 mjeseci (rok predviđen Pravilnikom) sada je rok sveden na 30 dana, koji teče od dana konačnosti rješenja Komisije o odobrenju prospekta (čl.27.st.1.ZTVP).

Bitno je različito postavljeno mjerilo uspješnosti upisa. Dok je prema Pravilniku izdavatelj sam određivao mjerilo uspješnosti upisa, koje je moralo biti izraženo u postotku upisanih i uplaćenih vrijednosnih papira, prema ZTVP mjerilo uspješnosti upisa kod privatne ponude je upis 90% cjelokupno planiranog izdanja, inače se privatno izdanje smatra neuspjelim. Posljedica neuspjelog upisa je vraćanje uloženog, ali prema ZTVP u bitno kraćim rokovima (7 dana od završetka upisa i uplate), nego što je to propisivao Pravilnik.

Obaveza izdavatelja privatnog izdanja da sredstva koja su za vrijeme trajanja ponude prikupljena upisom i uplatom vrijednosnih papira drži na posebnom računu kod banke kod koje ima pohranjena sredstva za tekuće poslovanje, na isti je način uređena zakonom kao i Pravilnikom. Međutim, ZTVP ne propisuje obavezu ulagatelja koji stekne vrijednosne papire putem privatnog izdanja da ne prenosi vrijednosne papire na drugu osobu unutar godine dana od dana stjecanja, kao što je to bilo utvrđeno Pravilnikom.

<sup>20</sup> Komisija će odobriti takav status ako utvrdi da ta pravna osoba svoja novčana sredstva ulaže u vrijednosne papire radi ostvarenja dobiti temeljem razlike u cijeni ili radi zaštite financijske imovine od tržišnih rizika, te da ima iskustva u ulaganju i trgovanju vrijednosnim papirima.



#### **1.4. Odobrenje prospekta**

Prije njegova objavljivanja prospekt mora odobriti Komisija za vrijednosne papire (čl.22. i dalje ZTVP). Kriteriji ispitivanja prospekta od strane Komisije pri odlučivanju o zahtjevu za odobrenje formalnopravne su naravi. Ispituje se samo sadrži li prospekt sve podatke koje po zakonu mora sadržavati te jesu li priloženi svi propisani prilozi. Komisija ne ispituje istinitost i potpunost podataka navedenih u prospektu niti zakonitost odluke izdavatelja o izdavanju vrijednosnih papira. Iznimno, Komisija ima ovlast ući i u "meritum" prospekta, ako je izvjesno da postoje neke činjenice koje trebaju biti navedene u prospektu, a njihovo je postojanje notorno, očito iz samog prospekta ili njegovih priloga, ili je Komisiji inače poznato i o njihovu postojanju raspolaže pouzdanim dokazima. U tom slučaju Komisija treba pozvati podnositelja zahtjeva da dopuni prospekt. Komisija na temelju vlastitog znanja može uočiti nedostatke u navodima o važnim činjenicama, ako je primjerice pred Komisijom proveden postupak nadzora nad izdavateljem, pa je nakon toga predmet procesuiran pred nadležnim sudovima.

ZTVP sadrži presumpciju pozitivnog rješenja zahtjeva za odobrenjem prospekta ako Komisija u roku od 30 dana od dana zaprimanja urednog i potpunog zahtjeva ne donese rješenje. Dopune prospekta, bilo na zahtjev Komisije, bilo samoinicijativne moraju se također odobriti (čl.22.st.5. ZTVP, čl.25. ZTVP). Ovi zahtjevi se rješavaju u roku od 3 dana od podnošenja zahtjeva (presumpcija odobrenja u slučaju šutnje).

#### **1.5. Objavljivanje prospekta**

Način objavljivanja prospekta propisan je čl.24. ZTVP. Prospekt javnom ponudom se može objaviti na dva načina: kao umetak u jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju Republike Hrvatske ili tako da se uz poziv na upis vrijednosnih papira u tim dnevnim novinama objave i mjesta na kojima se prospekt može besplatno dobiti i adresu na kojoj se može besplatno naručiti poštom. Radi li se o prospektu javnom ponudom prospekt mora biti dostupan ulagateljima u sjedištu izdavatelja i na svim mjestima na kojima se obavlja upis vrijednosnih papira. I dopune prospekta moraju se objaviti na isti način kao i prospekt (čl.25. ZTVP).<sup>21</sup>

Propisi europskog prava koji reguliraju ovu materiju temeljito su osuvremenjeni, pa neka od tih rješenja valjalo je preuzeti i u naše pravo. Naime, osim konvencionalnih sredstava javnog komuniciranja, za objavu prospekta pri javnoj ponudi moguća je i primjena elektroničkih medija. Tako su u prijedlogu nove smjernice omekšana pravila o načinu objavljivanja prospekta.<sup>22</sup> 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:

<sup>21</sup> Kod privatne ponude vrijednosnih papira izdavatelju je zabranjeno komunicirati s potencijalnim ulagateljima putem sredstava javnog priopćavanja niti smije objavljivati prospekt (čl.26.st.3. ZTVP). Stoga nije jasna odredba čl.24.st.2. ZTVP koja uređuje objavljivanje prospekta u kojoj se navodi: "Ako se poziv na upis vrijednosnih papira upućuje samo određenim potencijalnim ulagateljima u slučaju privatne ponude, izdavatelj je obavezan u roku od 15 dana prospekt dostaviti tim potencijalnim ulagateljima i nije ga obavezan objaviti." Prisilni propis iz čl.26.st.3. ZTVP izričito zabranjuje izdavatelju da u slučaju privatne ponude komunicira s ulagateljima putem sredstava javnog priopćavanja, odnosno objavljuje prospekt.

<sup>22</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, COM (2001.) 280; COM (2002.) 460 final (čl.14)

objavljivanjem prospekta kao umetka u jednom ili više dnevnih listova koji se redovno 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-u izdavatelja i (ako se pojavljuju) na web site-u financijskih posrednika koji plasiraju ili prodaju vrijednosne papire, uključujući i agente za isplatu.<sup>23</sup>

Treba uzeti u obzir da prema izmijenjenom čl.174. ZTD-u dioničko društvo može objavljivati podatke i primjenom elektroničkih informacijskih medija. Iz toga slijedi da ako je to dozvoljeno kao *lex generalis* za sva dionička društva nema zapreke da se ne prihvati i za objavljivanje prospekta. Ipak bez izričite zakonske intervencije u ZTVP to se rješenje ne bi moglo izvesti po analogiji, obzirom da je kršenje propisanog načina objave prospekta prema ZTVP-u prekršajno sankcionirano.

### ***1.6. Obavijest izdavatelja Komisiji o provedenom izdanju***

Istekom roka od sedam dana od roka za uplatu izdavatelj je dužan obavijestiti Komisiju o broju i postotku upisanih i uplaćenih vrijednosnih papira te osobama koje su upisale i uplatile vrijednosne papire. Komisija je ovlaštena od izdavatelja zatražiti i druge podatke o upisu i uplatama predmetnog izdanja vrijednosnih papira (čl.27.st.4. ZTVP). Pored toga, bitan je i kriterij uspješnosti izdanja, koji je različito postavljen za javnu i privatnu ponudu vrijednosnih papira. Ako u roku za upis i uplatu vrijednosnih papira na temelju javne ponude ne bude upisano i uplaćeno najmanje 75%, a u slučaju privatne ponude vrijednosnih papira ne bude upisano i uplaćeno 90% vrijednosnih papira (neuspjeli upis), izdavatelj ne može izdati vrijednosne papire i mora uplaćene uloge vratiti ulagateljima (čl.27.st.3. ZTVP).

Obveza obavještanja Komisije o provedenom izdanju postoji i kod izuzetih slučajeva. Propisan je i sadržaj obavijesti.

### ***1.7. Sankcije***

Zakonodavac predviđa različite sankcije za povredu propisa o prospektu.

Na vrhu ljestvice represivnih sankcija su sankcije za počinitelje kaznenog djela navođenja neistinitih podataka u prospektu i njegove nedopuštene distribucije, propisano je u čl.151. ZTVP. Počinitelj kaznenog djela može biti član uprave ili nadzornog odbora izdavatelja koji dopusti ili omogući distribuciju prospekta sadržajem različitim od zakonom propisanog ili ako dopusti ili omogući navođenje lažnih podataka i (treba: krivo pogrešno, op.a.) prikazivanje materijalnih činjenica u prospektu. Zapriječena kazna je novčana kazna od najmanje 150 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do dvije godine. (Za teže oblike novčana kazna od najmanje 350 dnevnih dohodaka ili 3 godine zatvora).

Prekršaji su vrlo brojni. Kod prospekta u prekršaju je izdavatelj koji prospekt objavi/dostavi bez odobrenja Komisije (čl.155.st.1.t.6. ZTVP); koji objavi/dostavi prospekt s različitim sadržajem od onog što ga je Komisija odobrila (čl.155.st.1.t.6. ZTVP); koji ne poštuje propisani način objave/dostave (čl.155.st.1.7. ZTVP); koji dopunu

<sup>23</sup> Pored toga, nadležno tijelo, a to je komisija za vrijednosne papire, mora također na svom web site-u objaviti prospekte koje je odobrila u posljednjih godinu dana, s time da popis odobrenih prospekata treba sadržavati hyperlink na website izdavatelja, gdje je njegov prospekt objavljen (ako je objavljen na taj način).

prospekta objavi bez odobrenja Komisije (čl.155.st.1.t.8. ZTVP) ili ju ne objavi u zakonskom roku i na način predviđen za prospekt (čl.155.st.1.t.9. ZTVP).<sup>24</sup>

Prekršaj čini izdavatelj vrijednosnih papira (bilo pri javnoj ili privatnoj ponudi) ako ne obavijesti Komisiju o broju i postotku upisanih i uplaćenih vrijednosnih papira (čl.155.st.1.t.14. ZTVP).

Za sve prekršaje prema ZTVP-u pravna osoba se može kazniti novčanom kaznom od 60.000,00 do 1.000.000,00 kn, a odgovorna osoba u pravnoj osobi od 20.000,00 – 200.000,00 kn (čl.155.st.2. ZTVP).

Iako prema našem pravu nije izričito regulirana građanskopravna izdavatelja za nevaljani prospekt, odgovornost za štetu već je moguća temeljem opće deliktne norme sadržane u čl.154. ZOO. Štetna radnja bila bi objavljivanje netočnog ili nepotpunog prospekta, a šteta koja bi mogla nastati stjecatelju, mora biti povezana sa pogrešno (ili nepotpuno) navedenim činjenicama u prospektu.<sup>25</sup> Pri tom treba razlikovati odgovornost izdavatelja koji odgovara za istinitost i potpunost podataka koje sadrži prospekt, od (osobne) odgovornosti osoba koje su ga potpisale ili onih osoba za koje se utvrdi da su se prospektom koristile za prikrivanje ili lažno prikazivanje važnih činjenica (čl.23.ZTVP). Osobe koje su potpisale prospekt odgovaraju za istinitost i potpunost podataka koje sadrži prospekt u granicama onoga što su znale ili mogle znati. Obzirom da prospekt potpisuju članovi uprave (i nadzornog odbora), oni bi se mogli osloboditi te odgovornosti ako dokažu da su upotrijebili pozornost urednog i savjesnog gospodarstvenika (čl.252.st.2. i čl.272. ZTD). Komisija koja odobrava prospekt ne snosi nikakvu odgovornost za istinitost podataka koje sadrži prospekt (čl.23.st.1. ZTVP).<sup>26</sup>

U njemačkom pravu, se kod zahtjeva za naknadu štete zbog neistinitog prospekta potrebno je da neistiniti ili nepotpuni navodi u prospektu budu od bitnog značenja.<sup>27</sup> Zahtijeva se kauzalitet između nevaljanog prospekta i kupnje vrijednosnog papira na štetu ulagatelja. Obveza naknade štete ne postoji ako je imatelj vrijednosnog papira znao za neistinitost ili nepotpunost podataka navedenih u prospektu. Dok se ranije imatelj nije mogao pozvati na odgovornost izdavatelja ako je njegovo nepoznavanje nepotunosti i neistinitosti proizlazilo iz krajnje nepažnje, s izmjenama i dopunama tzv. 3. Finanzmarkt-förderungsgesetz-a, to više nije slučaj.<sup>28</sup> Za procjenu odgovornosti emitenta odlučujući su kriteriji je li imatelj znao za netočnost ili nepotpunost prospekta. Pri tom nije isto uzima li se prosječan ulagatelj i s kojom razinom stručnosti: prosječan individualni ili institucionalni. Neki autori naglašavaju da prospekt ne može biti udžbenik iz računovodstva.<sup>29</sup> U svakom slučaju bitnima se smatraju povrede prisilnog bilančnog prava, lažiranje godišnjeg izvješća.<sup>30</sup> Što se tiče dijelova prospekta koji se odnose na

<sup>24</sup> U slučaju privatne ponude vrijednosnih papira izdavatelj je prekršajno odgovoran ako objavi prospekt ili s potencijalnim ulagateljima komunicira sredstvima javnog priopćavanja (čl.155.st.1.t.10. ZTVP).

<sup>25</sup> Njemačko pravo poznaje posebnu zakonom propisanu odgovornost izdavatelja za (burzovni) prospekt, koji se analogno primjenjuje i na prospekt javnom ponudom. Vidi § 13 Wertpapier – Verkaufsprospektgesetz od 9.09.1998., i §§ 45 – 48 Börsengesetz od 21.06.2002.

<sup>26</sup> U komparativnoj sudskoj praksi ima stajališta da bi i komisija trebala odgovarati zato što je odobrila nevaljani prospekt, kao što je to nedavno potvrđeno u presudi Vrhovnog suda Italije. O okolnostima slučaja vidi opširnije ČULINOVIĆ-HERC, E. Prospekt pri javnoj ponudi..., str. 127.

<sup>27</sup> CLAUSSEN, C.P. Bank- und Börsenrecht, Beck V. 2000., str.489.

<sup>28</sup> Vidi obrazloženje Savezne vlade SRNJ povodom 3. Finanzmarkt-förderungsgesetz- a, BR-Drucks. 13/8933, Posebni dio, čl.1. Vidi još: HOPT, K.J. Das Dritte Finanzmarkt-förderungsgesetz, Börsen-und kapitalmarktrechtliche Überlegungen, Festschrift für Drobniq, Mohr Siebeck, 1998., str. 546.

<sup>29</sup> CLAUSSEN, C.P. op. cit., str. 490.

<sup>30</sup> Umjesto svih vidi CLAUSSEN, op.cit., str. 492.

prognoze, one se smatraju nevaljanima ako počivaju na lažnim činjenicama.<sup>31</sup> S druge strane, izdavalatelj se ne može osloboditi odgovornosti, za podatke koje potječu od trećih osoba, kao što su revizori koji obavljaju reviziju godišnjih financijskih izvješća.

## **2. Prospekt pri uvrštenju na burzu**

### **2.1. Prospekt pri uvrštenju u prvu kotaciju / kotaciju javnih dioničkih društava**

I prilikom uvrštenja na burzu potrebno je izraditi prospekt. Dok su propisi o burzovnom prospektu donedavno predstavljali sasvim poseban kolosijek europskog burzovnog prava, u današnje vrijeme zapaža se sadržajno i funkcionalno približavanje burzovnog prospekta i onog koji se izrađuje povodom javne ponude, kao što se sve više približavaju regulatorni okviri burze i uređenih tržišta. To se naročito ogleda u polju primjene europskih smjernica iz oblasti europskog prava koje pretendiraju primjenjivati se na uređeno tržište. U europskom pravu kada je u pitanju burzovni prospekt (listing particulars) mjerodavna Smjernica EZ o prospektu pri uvrštenju vrijednosnog papira na burzu i o podacima što ih moraju objavljivati uvrštena društva iz 2001., koja je zamijenila istu smjernicu iz 1980.<sup>32</sup> Za prospekt pri javnoj ponudi (public offer prospectus) koji se izrađuje i prilikom (pri)puštanja vrijednosnih papira trgovanju (admitting to trading) mjerodavna je još uvijek Smjernica EZ o prospektu prilikom izdavanja vrijednosnih papira javnom ponudom iz 1989.,<sup>33</sup> ali je ona u fazi temeljite revizije.<sup>34</sup>

Ovo približavanje prospekta kojeg treba izraditi pri uvrštenju i onog kojeg se izrađuje pri javnoj ponudi može se zapaziti i u nas. Ako društvo (izdavalatelj) zahtijeva uvrštenje vrijednosnih papira na prvu burzovnu kotaciju tada mora izraditi puni prospekt<sup>35</sup> (vidi čl.21. ZTVP u vezi s čl.96. ZTVP). Ako se radi o uvrštenju u kotaciju javnih dioničkih društava tada je potreban skraćeni prospekt. U čemu se oni razlikuju već je bilo govora.

Međutim, dok je uvrštenje u prvu burzovnu kotaciju uvijek dragovoljno, kod kotacije javnih dioničkih društava to ne mora uvijek biti slučaj. ZTVP je sva dionička društva koja, bilo da izdaju vrijednosne papire javnom ponudom, bilo da prelaze određene kriterije po broju dioničara ili visine temeljnog kapitala obvezao da iziđu na burzu (ili uređeno javno tržište) i da svoje vrijednosne papire uvrste u kotaciju javnih dioničkih društava. To su

<sup>31</sup> BGH NJW 1982., str.2823, 2826;

<sup>32</sup> Council Directive 80/390/EEC of 17 March coordinating requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing (OJ 1980. L100/1)

<sup>33</sup> Council Directive 89/298/EEC of April 1989. coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public

<sup>34</sup> Isto kao i u bilj. 22.

<sup>35</sup> Osim toga mora ispuniti nekoliko uvjeta za uvrštenje, koji nisu svi jasno redigirani. Jasan je uvjet prema kojem se mora raditi o dioničkom društvu koje je osnovano i posluje u skladu s propisima RH. Drugi uvjet, da temeljni kapital, rezerve i dobit posljednje financijske godine ne smiju biti manji od iznosa koji propiše Komisija je za sada blanketan. Treći uvjet u suprotnosti je s pozitivnim propisima. Zakon kaže da «financijska izvješća izdavalatelja moraju biti obavljena ili predana nadležnim institucijama za razdoblje od najmanje tri posljednje godine». Imajući u vidu da svi srednji i veliki poduzetnici po samom zakonu (čl.16. ZR) moraju, ako su dionička društva, objavljivati financijska izvješća, nije jasno, kako bi ta dionička društva ispunjavala uvjet ako bi ta ista izvješća samo «predavala» nadležnim institucijama. Konačno, posljednji uvjet, prema kojem «najmanje 25% roda dionica za koje se traži uvrštenje mora biti distribuirano javnosti u tuzemstvu ili inozemstvu, a može se prihvatiti uvrštenje kada je postotak ispod 25% u slučajevima kada tržište zadovoljavajuće funkcionira i s nižim postotkom, uzimajući pri tome u obzir veliki broj dionica istoga roda i veličinu njihove distribucije javnosti», otvara pitanje tko je taj koji ocjenjuje da li tržište zadovoljavajuće funkcionira i prema kojim kriterijima.

dakle sva dionička društva koja su izdala dionice javnom ponudom, ali i ona koja imaju više od 100 dioničara, a temeljni kapital društva iznosi najmanje 30.000.000,00 kuna (čl.114. ZTVP).<sup>36</sup> Obveza uvrštenja nastaje čim se ispuni jedan od dva uvjeta. Tada se društvo mora uvrstiti u roku od 30 dana.<sup>37</sup> Obveza jednako pogađa «zatečena društva», jer je prijelaznim i završnim odredbama zakona predviđeno (čl. 161. ZTVP), da su dionička društva koja do dana stupanja na snagu ZTVP ispunjavaju zakonom propisane uvjete, obvezna u roku od godine dana od dana stupanja na snagu zakona uvrstiti svoje dionice u kotaciju javnih dioničkih društava burze ili uređenog javnog tržišta.<sup>38</sup> Prije uvrštenja izdavatelj mora dostaviti podatke o vrijednosnim papirima i njihovim vlasnicima iz knjiga dionica ili registara izdavatelja u depozitorij središnje depozitarne agencije radi dematerijalizacije vrijednosnih papira, kao i izraditi skraćeni prospekt (dok burza propisuje druge uvjete uvrštenja).<sup>39</sup> Za sada burza ne zahtijeva u prospektu objavu nekih drugih podataka osim onim koji se traže zakonom, ali je to moguće. S tim u vezi postavlja se pitanje na koji način će izdavatelj već odobrenog prospekta pri javnoj ponudi postupiti (nakon čega nastaje njegova obveza da se uvrsti), ako prospektom radi uvrštenja treba dodatno objaviti i neke druge podatke propisane pravilima burze. Treba li izdavatelj podnijeti novi zahtjev za odobrenje prospekta ili je dovoljno da zatraži odobrenje dopune prospekta. Nema razloga da se ne usvoji potonje rješenje.

I prospekte pri uvrštenju (u prvu ili kotaciju javnih dioničkih društava) Komisija treba prethodno odobriti.

### **2.1. Sankcije**

Uvrštenje na neku od burzovnih kotacija bez ispunjenja uvjeta je prema čl.152. ZTVP kazneno djelo. Eventualni počinitelj je član uprave burze. Alternativno su zapriječene novčana kazna najmanje od 250 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do dvije

<sup>36</sup> Komparativno gledano granice između javnih i zatvorenih društava nisu tako oštre. Vidi Report of the High Level Group., Brussel, 4 November 2002., str.35. Grupa stručnjaka smatra da u današnje vrijeme postoje tri tipa (dioničkih) društava: listed companies (uvrštena), open companies (otvorena) i closed companies (zatvorena). Uvrštena su ona čije su dionice uvrštene na burzu ili se njima trguje na uređenom tržištu. Kod drugih društava je moguće njihovim dionicama trgovati bez ograničenja iako se njima ne trguje na burzi ili uređenom tržištu, dok se kod trećih radi o društvima čijim se dionicama ne može slobodno trgovati. U pravu SAD-a kriterij razlikovanja privatnih i javnih društava kombinacija je dvaju parametara, slično kao i u ZTVP-u. Prema Securities Exchange Act-u iz 1934 § 12(g)(1)(B) i Tzv. Pravilu 12g-1. obveza objavljivanja (mandatory disclosure) nastaje kod društava kod kojih ukupna vrijednost imovine prelazi iznos od \$ 10 milijuna, i koje ima 500 i više dioničara istog roda dionica. Nešto su mekša pravila o objavljivanju za izdavatelje manjeg formata čiji je ukupan prihod manji od \$ 25 milijuna pod uvjetom da je i iznos tržišne kapitalizacije manji od tog iznosa. Vidi pravilo 12b-2 i Formular 8-K. Vidi još, KRAAKMAN, R. Disclosure and Governance: An Overview Essay, Syracusa Takeover and corporate Governance Conference, May 2003., str. 8. koji iznosi tezu da mali dioničari u zatvorenim društvima većeg formata imaju veću potrebu za objavom podataka, nego što to imaju dioničari u otvorenim društvima koji jednostavno mogu prodati dionice na likvidnom tržištu.

<sup>37</sup> Obveza prisilnog uvrštenja pridružuje se obveza dematerijalizacije dionica izdavatelja, pa izdavatelj mora podatke o vrijednosnim papirima i njihovim vlasnicima iz knjiga dionica ili registara izdavatelja dostaviti u depozitorij SDA (čl.114.st.7. ZTVP).

<sup>38</sup> Stanje na dan 30.09.2003. u depozitoriju Središnje depozitarne agencije bilo je 229 javnih dioničkih društava. Vidi: [www.sda.hr](http://www.sda.hr)

<sup>39</sup> Zagrebačka burza donijela je Pravila o uvrštenju u Kotaciju javnih dioničkih društava Zagrebačke burze koje je Komisija 16.siječnja 2003. potvrdila (čl.114.st.3. ZTVP). Prema Pravilima uvrštenja u Kotaciju javnih dioničkih društava Zagrebačke burze prijedlogu za uvrštenje u javnu kotaciju prilažu se izvod iz sudskog registra, statut, prospekt ili skraćeni prospekt, potvrda da su dionice društva uključene u depozitorij SDA te ostali dokumenti koje propiše Komisija (čl.4.). Podaci se dostavljaju u elektroničkom obliku, pri čemu format datoteke određuje burza. Burza ima ovlaštenje sve podatke koji joj se dostavljaju na prikladan način učiniti dostupnima javnosti (čl.7.).

godine, a za teže oblike ovog kaznenog djela novčana kazna od najmanje 350 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do tri godine. Postavlja se pitanje u kojoj je mjeri bilo smisleno kaznenopravno sankcionirati nepropisno uvrštenje, posebice ako se ima u vidu da je za ostvarenje bića kaznenog djela potrebno utvrditi neispunjavanje četiriju uvjeta od kojih su neki nedovoljno precizno redigirani.

Prekršajno je odgovoran onaj podnositelj prijedloga za uvrštenje koji prilikom uvrštenja vrijednosnih papira u prvu kotaciju ili u kotaciju javnog dioničkog društva objavi podatke bez odobrenja Komisije ili ako te podatke ne objavi, ili ih ne objavi na način propisan za objavu prospekta izdanja (čl.155.st.1.69. ZTVP). Zakon predviđa i nekoliko prekršaja čiji su mogući počinitelji javna dionička društva. Prema čl.155.st.1.t.69. ZTVP čini prekršaj izdavatelj ako prilikom uvrštenja vrijednosnih papira u (...) u kotaciju javnog dioničkog društva objavi podatke bez odobrenja Komisije ili ako te podatke ne objavi, ili ih ne objavi na način propisan za objavu prospekta izdanja. Dalje, prema čl.155.st.1.t.82. ZTVP u prekršaju je javno dioničko društvo, koje u propisanim rokovima i na propisani način ne uvrsti dionice u kotaciju javnih dioničkih društava burze ili uređenog javnog tržišta. Konačno, prema čl.155.st.1.t.84. ZTVP u prekršaju je i javno dioničko društvo koje središnjoj depozitarnoj agenciji prije uvrštenja ne dostavi podatke o vrijednosnim papirima i njihovim vlasnicima iz knjiga dionica ili registara izdavatelja radi njihove dematerijalizacije, na način i u rokovima koje je predvidio zakonodavac.

### **3. Objavljanje financijskih izvješća**

#### **3.1. Regulatorni okviri**

Objavljanje financijskih izvješća je vrlo bitna komponenta objelodanjivanja podataka o izdavatelju vrijednosnih papira. Dinamika objavljanja financijskih izvješća materija je koju za sve poduzetnike (pa tako i za dionička društva) regulira Zakon o računovodstvu, ali se dinamika izrade i objavljanja periodičnih financijskih izvješća za javna dionička društva uređuje ZTVP-om. Njime se reguliraju i posebnosti koje vrijede za dionička društva koja su uvrštena u kotaciju javnih dioničkih društava, odnosno onih koje vrijede za društva iz prve burzovne kotacije.

Prema ZR-u svi veliki te srednje veliki poduzetnici organizirani kao dionička društva obvezni su objaviti (godišnje) financijske izvještaje (čl.29.st.1. ZR). Uz financijske izvještaje objavljuje se i mišljenje revizora, što znači da kod svih velikih<sup>40</sup> i srednje velikih poduzetnika<sup>41</sup> organiziranih kao dionička društva financijski izvještaji moraju biti i revidirani (čl.28. ZR). Dok su banke i financijske organizacije, osiguravajuća i reosiguravajuća društva po definiciji veliki poduzetnici, za ostala dionička društva to nije slučaj. Ipak dok veliki poduzetnici u svom godišnjem izvješću prema čl.27. ZR moraju osim financijskih izvještaja objelodaniti podatke o svim značajnim poslovnim događajima u poslovnoj godini, vjerodostojni i vjerojatni pregled razvoja poslovanja, aktivnosti na području istraživanja i razvoja i informacije o stjecanju vlastitih dionica, to nije obveza srednje velikih poduzetnika.

<sup>40</sup> Prema čl.16. ZR, veliki poduzetnici su oni koji prelaze barem dva od tri sljedećih kriterija: 1) zbroj bilance nakon odbitka gubitka iskazanog u aktivi u protuvrijednosti DEM 8,000.000; 2) prihod u dvanaest mjeseci prije sastavljanja bilance u protuvrijednosti DEM 16.000.000 i 3) godišnji prosjek zaposlenih 250 namještenika.

<sup>41</sup> Srednje veliki poduzetnici su oni koji prelaze dva od tri sljedeća kriterija: 1) zbroj bilance nakon odbitka gubitka iskazanog u aktivi u protuvrijednosti DEM 2,000.000; 2) prihod u dvanaest mjeseci prije sastavljanja bilance u protuvrijednosti DEM 4,000.000; i 3) godišnji prosjek zaposlenih 50 namještenika, ali nikad ne prelaze 2 od 3 kriterija propisanih za velike poduzetnike.

Pravni propisi kojima se uređuje financijsko izvještavanje dioničkih društava su segmentirani. Pitanja internih ovlasti organa dioničkog društva pri izradi usvajanju financijskih izvješća dioničkih društava (pa tako i javnih) uređuje ZTD. Pitanje načina objave ulazi u polje primjene Zakona o registru godišnjih financijskih izvješća<sup>42</sup> (barem u dijelu koji se odnosi na godišnja izvješća). Način objave može biti uređen i propisima autonomnog prava (pravila burze).

Novelirani ZTD<sup>43</sup> više ne govori o «usvajanju» već o «utvrđivanju» financijskih izvješća. Kako godišnja financijska izvješća nisu ništa drugo do brojčani iskaz poslovanja društva u poslovnoj godini i stanje društva na određeni dan logično je da ih utvrđuje netko tko obavlja poslovanje i nadzire ga te tako s time upoznaje organ u kojem su dioničari društva.<sup>44</sup> Prema ranijem tekstu, usvajanje financijskih izvješća bilo je stavljeno u nadležnost glavne skupštine (čl.275. st.1. t.2. ZTD). Značenje te nadležnosti bilo je umanjeno time što je glavna skupština usvajala ta izvješća na temelju prijedloga uprave i pismenog izvješća i mišljenja nadzornog odbora (čl.275. st.3. u vezi s čl.263. st.3. ZTD). Mogućnost raspravljanja o tom pitanju postojala je jedino ako između uprave i nadzornog odbora nije postojala suglasnost.<sup>45</sup> Zbog toga je i zastupano mišljenje da se radi o tzv. podređnoj nadležnosti glavne skupštine dioničkog društva, koja je dolazila u obzir jedino u dva slučaja: ako su uprava i nadzorni odbor tu nadležnost prepustili skupštini, ili ako je nadzorni odbor uskratio svoju suglasnost na izvješće uprave.

Prema novom propisu financijsko izvješće zajedno s prijedlogom odluke o upotrebi dobiti uprava podnosi nadzornom odboru (čl.300.b st.2. ZTD). Nadzorni odbor mora ispitati ta izvješća i u pisanom obliku izvijestiti glavnu skupštinu o rezultatima ispitivanja. U tom izvješću mora navesti na koji je način i u kojem opsegu u toku poslovne godine ispitao vođenje poslova društva. Ako je u pitanju javno dioničko društvo – tj. društvo čije dionice kotiraju na burzi u spomenutom se izvješću mora navesti i koje komisije ima nadzorni odbor te koliko je sjednica tog odbora održano kao i broj održanih sjednica svake komisije. Nadzorni odbor mora zauzeti stav i o izvješću revizora. U izvješću se mora navesti ima li nadzorni odbor primjedaba na podnesena mu izvješća i daje li suglasnost na godišnja financijska izvješća koja mu je podnijela uprava. (čl.300.c st. 2. ZTD). I brzina djelovanja nadzornog odbora sad je regulirana zakonom. Nadzorni odbor mora svoje izvješće dostaviti upravi u roku od mjesec dana od dana kada su mu podnesena, a ako ne dostavi ta izvješća niti u naknadnom roku koji ne može biti duži od mjesec dana, tada zakonodavac uvodi negativnu presumpciju – smatra se da nadzorni odbor nije dao suglasnost na izvješće uprave.

Financijska izvješća smatraju se utvrđenima kada nadzorni odbor daje svoju suglasnost na izvješća. Ako uprava i nadzorni odbor prepuste utvrđenje godišnjih financijskih izvješća skupštini, tada će glavna skupština biti nadležna da ih utvrdi, a isto tako ako nadzorni odbor ne daje suglasnost na spomenuta izvješća (čl.300.e st.1. ZTD).

### ***3.2. Dinamika izrade i objavljivanja izvješća javnih dioničkih društava***

#### ***3.2.1. Godišnja izvješća – isti režim za sva dionička društva***

Izrada i objavljivanje godišnjih financijskih izvješća propisana je za sva dionička društva prema ZR. (čl.29.st.1. ZR), a oni moraju biti i revidirani. S donošenjem Zakona o

<sup>42</sup> NN, br.47/2003.

<sup>43</sup> NN, br.118 /2003.

<sup>44</sup> BARBIĆ, J. Pravo društava, knjiga druga: Društva kapitala, Zagreb 2000., str.362.

<sup>45</sup> FILIPOVIĆ/GORENC/SLAKOPER, Zakon o trgovačkim društvima s komentarom, 2. izd, Zagreb 1996., 362.

registru godišnjih financijskih izvješća izmijenjen je raniji propis Zakona o računovodstvu prema kojem je godišnje financijsko izvješće trebalo biti predano registarskom sudu. Sada, prema čl.10. ZRGI, obveznici predaje financijskih izvješća, koji ta izvješća moraju i revidirati (dionička društva) moraju predati revidiran financijski izvještaj FINA-i, nakon što ga je usvojila skupština na godišnjoj sjednici, odnosno drugo nadležno tijelo obveznika, u roku od 30 dana, a najkasnije do 30. rujna tekuće godine. Prema čl.14. ZGRI, registar je taj koji obavještava registarski sud o tome da izvješće nije predano u propisanim rokovima. Postoji mogućnost predaje izvješća u elektroničkom obliku (čl.13. ZRGI). Činjenica je da predaja godišnjih financijskih izvješća u registar nema niti značaj objavljivanja niti značaj obavještavanja. Međutim, kako je Registar godišnjih izvješća – javan, i svatko bez dokazivanja pravnog interesa može dobiti podatke iz registra (čl.6.st.1. ZRGI), njegova publicitetna funkcija je nesporna. Bez obzira na to zakonodavac nije smatrao potrebnim ukinuti obvezu objavljivanja financijskih izvješća sadržanu u čl.29 ZR.

### 3.2.2. *Kvartalna izvješća – sva javna dionička društva*

Javna dionička društva dužna su «objelodanjivati» financijska izvješća većom frekvencijom. Ona su dužna izraditi i u roku od 30 dana od posljednjeg dana u tromjesečju dostaviti Komisiji za vrijednosne papire (dalje: Komisija) tromjesečna financijska i poslovna izvješća, a u roku od 45 dana konsolidirana izvješća. Iako se ta izvješća ne moraju objavljivati, ona su dostupna javnosti uvidom u Javnu informacijsku knjižnicu. Financijska i poslovna izvješća za četvrto tromjesečje javna dionička društva obvezna su izraditi i dostaviti Komisiji u roku od 90 dana po isteku poslovne godine (čl.114.st.4. ZTVP).

Oblik i sadržaj tromjesečnih financijskih izvješća propisala je Komisija Pravilnikom o sadržaju i obliku financijskih i poslovnih izvješća javnih dioničkih društava iz 2003.<sup>46</sup> koji je zamijenio raniji Pravilnik o tromjesečnim financijskim i poslovnim izvješćima iz 2000.g.<sup>47</sup> Izvješća se ne dostavljaju Komisiji izravno, već se smatra da je svoju obvezu dostavljanja izvješća dioničko društvo ispunilo kada je uredno dostavilo izvješće onoj poslovnicu FINE kod koje se vodi žiro račun dioničkog društva i to na magnetnom mediju. Uvid javnosti u predmetna izvješća omogućen je u Javnoj informacijskoj knjižnici Komisije.<sup>48</sup> Osim Komisiji, javno dioničko društvo mora financijska izvješća dostavljati i burzi, ako je javno dioničko društvo uvršteno na burzu.<sup>49</sup>

### 3.2.3. *Kvartalna i polugodišnja izvješća društava uvrštenih u prvu burzovnu kotaciju*

Dionička društva uvrštena na prvu burzovnu kotaciju redovito izrađuju i objavljuju godišnja, polugodišnja i tromjesečna financijska izvješća o svom poslovanju (čl.97.st.1. ZTVP). Rokove za objavu izvješća kao i sadržaj pojedinih izvješća ovlaštena je Komisija propisati pravilnikom. Za sada su rokovi i sadržaj izvješća propisani gore spomenutim

<sup>46</sup> NN 118/03.

<sup>47</sup> NN, br.38/00.

<sup>48</sup> Uvid u podatke može se izvršiti osobno u radno vrijeme Komisije, uvidom na web stranici Komisije ([www.crosec.hr](http://www.crosec.hr)) ili se pisanim putem može zatražiti da ovlaštena osoba Komisije poštom dostavi ispis određenih podataka (čl.11. Novog Pravilnika).

<sup>49</sup> Prema Pravilima uvrštenja u kotaciju javnih dioničkih društava Zagrebačke burze, javno dioničko društvo mora osim svih podataka koje se prema ZTVP-u dostavljaju Komisiji (financijska izvješća, cjenovno osjetljive informacije, ostale obavijesti) dostavljati i Burzi i to najkasnije istovremeno kada se dostavljaju Komisiji, dioničarima ili javnosti (čl.6.st.1. Pravila). Dodatno, burzi se moraju dostavljati svi akti koji su vezani uz održavanje glavne skupštine (odluka, poziv, dnevni red, prijedlozi odluka, zapisnik i ostali materijali koji se objavljuju/ dostavljaju dioničarima (čl.6.st.2. Pravila). Vidi [www.zse.hr](http://www.zse.hr)



pravilnikom. Međutim, dok javna dionička društva svoju obvezu dostavljanja izvješća ispunjavaju urednom dostavom poslovnici FINE, za dionička društva čije su dionice uvrštene u službenu (prvu) kotaciju burze moraju izvješća dostavljati neposredno Komisiji.

Zakon ne govori ništa o načinu objavljivanja izvješća pa bi se mogao primijeniti novelirani propis čl.174.st.1. ZTD koji dozvoljava i primjenu elektroničkih informacijskih medija.

### **3.3. Sankcije**

Prema čl.36. ZR ako uprava (...) ne objavi (financijska izvješća) njezini članovi odgovaraju za privredni prijestup.

Prema ZTVP-u, izdavatelj vrijednosnih papira uvrštenih u prvu kotaciju burze koji ne izradi ili ne objavi zakonom propisana izvješća ili ih ne izradi u propisnom roku i u propisanom sadržaju čini prekršaj (čl.155.st.1.t.70. ZTVP.) U čl.155.st.1.t.83. ZTVP propisano je da čini prekršaj ono javno dioničko društvo, koje protivno zakonu, ne izradi ili u propisanim rokovima Komisiji ne dostavi propisana izvješća. Za ove prekršaje zapriječene su novčane kazne u rasponima: za uvršteno/javno dioničko društvo od 60.000,00 do 1.000.000,00 kuna, a za odgovornu osobu društvu, koja isto tako prekršajno odgovara od 20.000,00 do 200.000,00 kuna (čl.155.st.2. ZTVP).

## **4. Podaci koji se objavljuju pri uvrštenju na uređeno javno tržište**

Trgovanje na uređeno javnom tržištu nije u toj mjeri transparentno kao trgovanje na burzi, tako da je u odnosu na predmet trgovanja niže postavljen zahtjev za objelodanivanjem podataka. Stoga ZTVP pri uvrštenju na uređeno javno tržište ne propisuje dužnost izrade ili objavljivanja prospekta, već je sadržaj, način i rokove objave podataka pri uvrštenju vrijednosnih papira na uređeno javno tržište ovlaštena propisati Komisija pravilnikom (čl.100. ZTVP). Za sada taj podzakonski akt nije donesen. Bez obzira na (još uvijek) blanketnu dispoziciju koja se odnosi na obveze izdavatelja da objavljuje podatke pri uvrštenju na uređeno javno tržište, postupanje protivno čl.100. ZTVP predstavlja prekršaj (čl.155.st.1.t.71. ZTVP).

## **5. Objavljivanje povlaštenih informacija**

### **5.1. Povlaštene informacije**

Zaštita povlaštenih informacija propis je u funkciji ostvarenja načela jednakosti ulagatelja na tržištu kapitala. Svim ulagateljima treba omogućiti sadržajnu jednakost i istovremeni pristup informaciji, temeljem koje odlučuju hoće li određene vrijednosne papire steći ili otuđiti. Stoga je izdavatelj vrijednosnih papira koji su uvršteni na burzu ili

<sup>50</sup> Njemačko pravo i Smjernica EZ o insider tradingu iz 1989. g. zahtijevaju da se radi o informaciji koja može «bitno» utjecati na cijenu vrijednosnog papira. Nova smjernica o insider trading-u i zlouporabi na tržištu kapitala iz 2003., također to replicira («significant effect»- čl.1.st.1.) Vidi: Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003. on insider dealing and market manipulation (market abuse), O.J. L 096, 12/04/2003 str. 0016.-0025. Koja informacija ima bitan utjecaj na cijenu dionica utvrđuje se in concreto. Kako se kod dionica radi o visoko rizičnim vrijednosnim papirima, ima shvaćanja da bi otkloni u cijeni između 5-10% bili relevantni, pri čemu bi veći otkloni (+/- 10%) bili relevantni za dionice koje glase na niži nominalni iznos, dok bi kod dionica s višim nominalnim iznosom bili relevantni i niži otkloni (+/- 5%). Vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. Insider trading – Europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik PFZ, 50 (3) 2000., str. 314. i tamo citiranu njemačku literaturu.

uređeno javno tržište dužan o svim informacijama što se odnose na okolnosti ili odluke koje predstavljaju materijalne činjenice, bez odgode izvijestiti javnost.

#### 5.1.1. *Predmet zaštite*

Predmet zaštite su povlaštene informacije koje se štite od njihova nastanka do njihove objave. Da bi se neka okolnost ili odluka smatrala povlaštenom informacijom mora se raditi o materijalnoj činjenici koja može utjecati na cijenu vrijednosnog papira (čl.106.st.2. ZTVP).<sup>50</sup> Pored toga, informacija se mora odnositi na izdavatelja vrijednosnog papira (jednog ili više) ili na sam vrijednosni papir (čl.103.st.1. ZTVP). Pri tome valja skrenuti pozornost da pojam informacije i materijalne činjenice nije istovjetan, jer je kod informacije riječ o saznanju o činjenicama.<sup>51</sup> U pravu EZ štite se povlaštene informacije, dok se prema našem pravu štite informacije koje se odnose na materijalne činjenice. Iz toga proizlazi da se izvan zaštite nalaze informacije o vrijednosnim sudovima.<sup>52</sup> I vrijednosne bi sudove trebalo prema mišljenju autorice, uključiti u objekt zaštite, ali samo ako se baziraju na javnosti nedostupnim materijalnim činjenicama (primjerice priopćenja financijskih analitičara koja se temelje na podacima do koji se došlo putem intervjua sa članovima uprave izdavatelja). Međutim, ako je riječ o vrijednosnim sudovima koji su nastali isključivo preradom činjenica poznatih javnosti tada to ne bi bile povlaštene informacije (primjerice obrada već objavljenih podataka od strane financijskih analitičara).<sup>53</sup> Odvojeno je pitanje kakav utjecaj treba imati informacija na cijenu. Bez obzira što naše pravo ne zahtijeva da utjecaj informacije na cijenu bude bitan, ne bi mogao biti relevantan svaki otklon u cijeni, tim više što se kod dionica radi o visokorizičnim vrijednosnim papirima. Barbić<sup>54</sup> upućuje na primjenu standarda razumnosti trgovačkog prava, kako bi se iz primjene isključili bagatelni slučajevi. Kod povlaštenih informacija od pomoći bi mogao biti indeks rasta i pada cijene određene dionice na burzi ili uređenom javnom tržištu. S obzirom na mogućnost da određena informacija utječe na cijenu vrijednosnog papira, postavlja se pitanje kakav tretman imaju okolnosti koje se smatraju poslovnom tajnom, obzirom da su članovi uprave prema čl.252.st.1. ZTD-a dužni čuvati poslovnu tajnu i obzirom da je odavanje poslovne tajne kažnjivo djelo prema čl.629.st.1. ZTD, pri čemu su mogući počinitelji upravo one osobe koje su označene kao primarni insidéri (članovi uprave i nadzornog odbora).<sup>55</sup>

#### 5.1.2. *Vremenski period zaštite*

Povlaštene informacije štite se od trenutka nastanka cjenovno osjetljive okolnosti do trenutka objavljivanja. Naime u tom periodu postoji opasnost da će osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama<sup>56</sup> trgovati njima (insider trading), odnosno da će koristiti prednosti njihova poznavanja (za sebe ili druge). Zbog toga se često naglašava potreba da se povlaštene informacije što brže objave, kako bi se što je moguće više skratilo period u kojem su one podložne «trgovanju». Kako se informacije koje treba objaviti često odnose na odluke koje donose organi izdavatelja, postavlja se pitanje, kada takvu jednu odluku

<sup>51</sup> BARBIĆ, J. op.cit. u bilj. 44, str. 256.

<sup>52</sup> Vidi kritiku tog rješenja, loc.cit.

<sup>53</sup> U njemačkom pravu, prema čl.13 (2) WpHG takve informacije se ex lege ne smatraju povlaštenima.

<sup>54</sup> BARBIĆ, op.cit. u bilj. 44, str. 256.

<sup>55</sup> Njemački autori smatraju da pojam povlaštenosti ne implicira da se radi o povjerljivoj (tajnoj) informaciji. Opširnije ASSMANN, H. D. Das neue deutsche Insiderrecht, ZGR (3) 1994. str. 510.

<sup>56</sup> Prema čl.103. ZTVP-a povlaštenim informacijama smatraju se sve činjenice koje nisu poznate javnosti, a odnose se na jednog ili više izdavatelja vrijednosnih papira ili na vrijednosne papire, koje bi, da su poznate javnosti, mogle utjecati na cijenu vrijednosnih papira.

izdavatelja treba objaviti ako pri njezinom donošenju suodlučuje više organa u društvu (primjerice uprava uz suglasnost nadzornog odbora). U njemačkoj doktrini su podijeljeni stavovi o tome je li obveza objavljivanja nastaje posljednjim aktom koji je potreban za njezino valjano donošenje, ili ta obveza postoji već u fazi pendencije. Prevladava shvaćanje da je to onaj trenutak u kojem odluka postaje pravno ireverzibilna unutar društva, odnosno konačna. Međutim, radnje koje bi eventualno bilo potrebno poduzeti, a koje izlaze iz kruga tvrtke (kao što je primjerice opis te odluke u registar) nisu odlučne za nastanak ove obveze objavljivanja, jer je u toj fazi – kada «odluka napušta tvrtku» vrlo teško eliminirati opasnost od insider tradinga. Iz kuta gledišta našeg prava u ovom bi slučaju učinkovito bi bilo zahtijevati (privremeno) oslobođenje od dužnosti objave od Komisije, jer se na taj način najbolje mire suprotstavljeni interesi izdavatelja vrijednosnog papira i interesi ulagatelja na tržištu kapitala.

### *5.1.3. O adresatima dužnosti objavljivanja*

Obveza objavljivanja povlaštenih informacija odnosi se samo na ona dionička društva čije su dionice uvrštene na burzu ili uređeno javno tržište (čl.106.st.1. ZTVP). Međutim, kada je riječ o zabranjenim radnjama s povlaštenim informacijama, tada su sva dionička društva izjednačena.<sup>57</sup> S tim u vezi, problematičan je odnos povlaštenih i povjerljivih informacija. Kako tzv. primarni insidéri moraju istodobno objelodanjivati povlaštene informacije, ali i čuvati poslovnu tajnu<sup>58</sup> društva, postavlja se pitanje na koji će način isti postupiti u rubnim slučajevima, obzirom da su povrede ma koje od tih obveza kazнено sankcionirane. Iako postoji mogućnost da se izdavatelj oslobodi od obveze objavljivanja cjenovno osjetljivih informacija, ako bi objavljivanje istih ugrozilo njegove legitimne interese, to oslobođenje može biti samo privremeno (čl.107. ZTVP).

### *5.2. Zabranjene radnje i adresati zabrane*

Što je i kome zabranjeno činiti s povlaštenim informacijama od trenutka njihova nastanka do trenutka njihove objave propisuje čl.105. ZTVP. Okvirna definicija tko se sve smatra insiderom, odnosno osobom koja raspolaže povlaštenim informacijama sadržana je u čl.105.st.1. ZTVP. To su osobe koje u obavljanju svojih radnih zadaća (npr. bankarski činovnici koji pripremaju dokumentaciju radi odobrenja kredita izdavatelju), profesije (odvjetnici, notari) ili dužnosti (dužnosnici ministarstava) saznaju za povlaštene informacije.

Određene osobe zakonodavac smatra tzv. primarnim insiderima. To su u stvari «nositelji» povlaštenih informacija. Članovi uprave, nadzornih odbora i drugih odgovarajućih tijela izdavatelja vrijednosnih papira smatraju se osobama koje raspolažu povlaštenim informacijama o izdavatelju i društvu koje kontrolira izdavatelj. Barbić ističe da osim uprave i nadzornog odbora u dioničkom društvu nema tijela koje bi se moglo smatrati «drugim odgovarajućim tijelom».

U primarne insidere zakonodavac ubraja i osobe koje su s insiderima povezane, i to: njegove srodnike u prvom stupnju prave linije (1) te povezane osobe iz čl.473.st.1. ZTD-a (2). Pri tome je zakonodavac izgubio iz vida da informacijski tokovi između povezanih društava pretpostavljaju veći tijek informacija od ovisnog prema vladajućem društvu,

<sup>57</sup> U tom smislu mišljenje Komisije Klasa: 450-08/02-01/715, Ur.br.:567-09/02-3 od 10.10. 2002, Vidi [www.crosec.hr](http://www.crosec.hr).

<sup>58</sup> Cjeloviti prikaz instituta poslovne tajne, kako njezinog privatnopravnog tako i kaznenopravnog uređenja vidi: MILADIN, P. Kritika zakonskog uređenja poslovne tajne, Zbornik PFZ, 50 (3) 335-358 (2000.)

nego obrnuto. Time je na članove uprave ovisnih društava stavio težak teret presumiranog znanja o povlaštenim informacijama vladajućeg društava. Posebna kategorija povezanih osoba (3) su fizičke i pravne osobe koje nisu povezane na bilo koji način utvrđen odredbama ovoga Zakona, ali za koje Komisija pregledom financijske i druge dokumentacije, te na drugi način, primjenom uobičajenog standarda profesionalne pažnje, utvrdi da uslijed pogoršanja ili poboljšanja gospodarskog ili financijskog stanja jedne osobe može doći do pogoršanja ili poboljšanja gospodarskog i financijskog stanja jedne ili više drugih osoba, jer se između njih provodi ili postoji mogućnost prijenosa gubitka, dobiti ili kreditne sposobnosti. Zakonodavac presumira znanje tih osoba za povlaštene informacije, pa bi teret dokaza bio na toj osobi da dokaže svoje neznanje.

Naše pravo za razliku od prava EZ i njemačkog prava ne smatra dioničare primarnim insiderima, vjerojatno zbog dileme je li taj pojam treba vezati uz određeni (kvalificirani) udio u temeljnom kapitalu ili uz svojstvo individualnog dioničara. Ipak, visina udjela koja bi se mogla biti kriterijem i nije u toj mjeri nerazaznatljiva. Dovoljno je indikativan podatak da onaj koji stekne 25% dionica u nekom (javnom) dioničkom društvu mora objaviti ponudu za preuzimanje,<sup>59</sup> kao i da se prema čl.134. SZ bliskom osobom pravne osobe stečajnog dužnika smatra i onaj koji ima udio od 25% temeljnog kapitala (što mijenja teret dokaza prilikom pobijanja). Stav je autorice da ima više opravdanja da se dioničar koji ima kvalificirani udio smatra primarnim insiderom, nego član uprave ovisnog društva glede povlaštenih informacija koje se odnose na vladajuće društvo. Ponekad i imatelj neznatnog broja dionica ako ima pravo prvenstva prilikom upisa novih dionica (povećanje kapitala) predstavlja kritičnu masu.

Za razliku od primarnih, sekundarni insideri su one osobe koje su na neovlašten način doznale za povlaštene informacije (taksisti, spremačice i sl.) i kojima je poznata njihova priroda.

Zabranjene radnje propisuje čl.105.st.6. ZTVP. Prema općoj zabrani koja se jednako odnosi na primarne i sekundarne insidere zabranjeno je:

1. koristiti povlaštene informacije prilikom neposredne ili posredne kupnje ili prodaje vrijednosnih papira koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske ili vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje,

2. odavati ili činiti dostupnima povlaštene informacije drugim osobama,

3. koristiti povlaštene informacije prilikom davanja savjeta drugim osobama o kupnji ili prodaji vrijednosnih papira koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske ili vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje.

Iznimno, od opće zabrane, primarni insideri mogu te informacije iznositi samo ako su na to ovlaštene zakonom ili aktima kojima su propisani poslovi ili dužnosti koje obavljaju (čl.105.st.7. ZTVP). Prema Barbiću<sup>60</sup>, primjer za to bio bi kada članovi uprave daju potrebna obavještenja dioničarima na skupštini društva.

O transakcijama kojima primarni insideri stječu ili otuđuju vrijednosne papire, treba izvijestiti Komisiju,<sup>61</sup> i to ne samo o transakcijama koje imaju za predmet samo

<sup>59</sup> Iako se postotak od 25% glasačkog temeljnog kapitala prelaskom kojeg prema ZPDD nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje, može smatrati pre niskim i diskutabilnim kada je u pitanju ostvarenje stvarne kontrole pri donošenju odluka u društvu, taj postotak predstavlja u svakom slučaju respektabilnu glasačku snagu za koju ima opravdanja da se smatra primarnim insiderom. Kritiku praga s aspekta nastanka obveze objave ponude za preuzimanje vidi kod PARAC, Z. Dileme... str.45. i dalje.

<sup>60</sup> BARBIĆ, op. cit. u bilj. 44., str. 258.

<sup>61</sup> ZTVP pogrešno rabi izraz «prijaviti», jer se tu zapravo radi o izvještavanju Komisije.

vrijednosne papire izdavatelja već i one koje se odnose na vrijednosne papire društva koje je s izdavateljem povezano (čl.105.st.8. ZTVP). To se odnosi na svaki posao kojim neposredno ili posredno stječu ili otpuštaju (trebalo bi «otuđuju») vrijednosni papiri izdavatelja. Transakcije treba «prijaviti» izdavatelju, Komisiji i burzi ili uređenom javnom tržištu na kojem su uvršteni takvi vrijednosni papiri, i to u roku od 15 dana od dana obavljene transakcije na način koji je propisan za obavijest o promjeni u strukturi dioničara (vidi pod t. 6.1. ).

### 5.3. Sankcije

U čl.149. ZTVP propisano je kazneno djelo neovlaštenog korištenja i odavanja povlaštenih informacija. Biće kaznenog djela odgovara opisu zabranjenih radnji navedenih u čl.105.st.6. ZTVP, ali se dodaje element pribavljanja koristi za sebe ili drugog, odnosno nanošenje štete drugome. Zakonodavac dispoziciju postavlja preusko, jer osim kupnje i prodaje temeljem poznavanja povlaštenih informacija ne obuhvaća ostale načine stjecanja vrijednosnih papira (fiducijarni prijenos vlasništva radi osiguranja tražbine, zalog, depozit i ostalo). S druge strane, preusko je postavljena i svrha takve zabranjene prodaje ili kupnje: «s ciljem da sebi ili drugome pribavi imovinsku korist ili da drugome prouzroči štetu». Nepokriveno kaznenim djelom ostaju transakcije kojima se od sebe ili drugog želi otkloniti nastanak štete (čl.149.st.1.t.1. ZTVP). Druga zabranjena radnja sada, osim odavanja povlaštenih informacija (činjenje), sada obuhvaća i propuštanje («čini dostupnim» – čl.149.st.1.t.2. ZTVP). Treća kažnjiva radnja podrazumijeva davanje savjeta o kupnji i prodaji vrijednosnih papira temeljem poznavanja povlaštenih informacija i uz svijest o njihovoj povlaštenosti. U pogledu «kupnje i prodaje» kao predmeta pri davanju savjeta, vrijede iste opaske o preusko postavljenoj dispoziciji, te isto tako nedostaje radnja «davanja savjeta radi izbjegavanja nastanka štete sebi ili drugome» (čl.149.st.1.t.3. ZTVP). Alternativno su zapriječene novčana kazna (najmanje 100 dnevnih dohodaka) i kazna zatvora do jedne godine. Za teže oblike ovog kaznenog djela (imovinska korist u iznosu većem od 5.000,00 kuna) počinitelj će se kazniti novčanom kaznom najmanje od 150 dnevnih dohodaka ili kaznom zatvora do dvije godine.

Prekršajno odgovaraju članovi uprave, nadzornih odbora i zaposlenici ovlaštenih društava, ako odaju povlaštene informacije o vrijednosnim papirima ili njihovim izdavateljima, za koje su saznali u okviru obavljanja poslova. Nakon isteka roka od šest mjeseci od dana prestanka obavljanja dužnosti ili zadaća takva radnja nije više protupravna (čl.155.st.1.t.74. ZTVP). Prekršajno je odgovorna i ona osoba koja raspolaže povlaštenim informacijama protivno zabranjenim radnjama, odnosno ona koja ih iznosi a da nije zakonom ili aktima kojima su propisani poslovi ili dužnosti koje ta osoba obavlja ovlaštena na to (čl.155.st.1.t.76.ZTVP). U odnosu na kaznena djela kod prekršajnih djela nedostaje element pribavljanja imovinske koristi, pa je to ujedno kriterij razgraničenja između zabranjenih ponašanja za koje je predviđena kaznena odgovornost od onih za koje nije. Specifična prekršajna odgovornost izdavatelja je njegov propust da bez odgode izvijesti javnost o povlaštenim informacijama. (čl.155.st.1.t. 77. ZTVP).

Nije isključena ni građanskopravna odštetna odgovornost osobe koja je poduzela koju od zabranjenih radnji iz čl.105.st.6. ZTVP, i time nanijela drugoj osobi štetu (čl.154. ZOO). Štetna radnja bi bila zabranjena radnja iz čl.105.st.6. ZTVP, razlika u cijeni dionice prije i nakon objave cjenovno osjetljive informacije predstavlja bi iznos stvarne štete. Oštećenik bi trebao dokazati da je izravno od osobe koja raspolaže povlaštenom informacijom te da je pretrpio štetu.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> Tako HOPT, K. Insider-Probleme, u: SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI, Bankrechthandbuch, München 1997., str. 2857., te dodaje da se bolja zaštita postiže općim uvjetima poslovanja.

## 6. Objavljivanje obavijesti o promjenama u strukturi dioničara

Prema čl.115. ZTVP, fizička ili pravna osoba koja neposredno ili posredno stekne ili otpusti (trebalo bi: otuđi, op.a.) dionice javnog dioničkog društva, zbog čega razmjernan broj glasova koji joj pripadne na skupštini tog društva nadmaši ili padne ispod praga od 10%, 25%, 50%, ili 75%, obvezna je o takvom stjecanju ili otuđenju u roku od 15 dana Komisiji i izdavatelju dostaviti pisanu obavijest. Nakon toga je izdavatelj vrijednosnih papira dužan tu obavijest objaviti.

Kao prvo, postavlja se pitanje zbog čega su odabrani naprijed navedeni pragovi. Njihov odabir nije slučajna, kao niti njihovo kondicioniranje brojem pripadajućih glasova. Tako to uređuje čl.89(1) Smjernice 2001/34. Smjernica doduše propisuje sljedeće pragove: 10%, 20%, jedna trećina, 50% i dvije trećine. Koji su razlozi da je europski zakonodavac odabrao upravo ove pragove? Prag od 10 i 20% mjerodavni su po Četvrtoj<sup>63</sup> i Sedmoj<sup>64</sup> računovodstvenoj smjernici.<sup>65</sup> Kako Smjernica 2001/34 dozvoljava državama članicama da postotke od 1/3 i 20% zamijene postotkom od 25% neke su države članice, kao primjerice Njemačka tu opciju iskoristile,<sup>66</sup> a to je kao što je vidljivo iskoristio i naš zakonodavac. Taj postotak (25%) označava onu manjinu koja može spriječiti donošenje važnijih odluka u društvu za čije donošenje je potrebna kvalificirana većina. Prag od 75% jednako je važan jer označava da imatelj tog paketa dionica provesti neku od odluka koja se donosi kvalificiranom većinom i protivno volji manjinskih dioničara. Prag od 50 % također je bitan jer omogućava običnu većinu na skupštini društva, a važan je i stoga što njegovim ispunjenjem nastaje obveza izrade konsolidiranih financijskih izvješća.<sup>67</sup> Neke države članice uvele su obvezu izvještavanja o još nekim pragovima.<sup>68</sup>

Relevantno je stjecanje onog broja dionica kojim se prelazi prag broja glasova na skupštini, a ne postotak u temeljnom kapitalu.<sup>69</sup> To je razumljivo jer je cilj ovog obavještavanja da se sazna tko ima utjecaja na donošenje odluka. Ponekad neće biti jednostavno utvrditi je li je prijedan prag koji zahtijeva obvezu obavještavanja. Broj glasova na skupštini može se primjerice izmijeniti jer je društvo steklo svoje vlastite dionice. Problem izračuna broja glasova upravo je i jedan od razloga zašto se dvojilo oko primjene kriterija udjela u temeljnom kapitalu, a ne u broju glasova prilikom izrade

<sup>63</sup> Council Directive 2003/38/EC of 13 May 2003 amending Fourth Council Directive 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies as regards amounts expressed in euro Official Journal L 120 , 15/05/2003 P. 0022. – 0023.

<sup>64</sup> Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts, Official Journal L 193 , 18/07/1983 P. 0001 - 0017

<sup>65</sup> Vidi čl.17. tzv. četvrte računovodstvene smjernice (20%) i čl.8/1 i čl.1/2 tzv. Sedme računovodstvene smjernice, supra bilj.63 i 64.

<sup>66</sup> Vidi § 23/2 i 4 Wertpapierhandelsgesetz. Vidi još CAHN, A. Probleme der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften, Aktiengesellschaft, 1997. str. 508.-512.

<sup>67</sup> Vidi čl.1/1/a tzv. Sedme (računovodstvene) smjernice, kao u bilj. br.

<sup>68</sup> U mnogim državama članicama mora se izvještavati o stjecanju dionica koje daju 5 % prava glasa na skupštini društva (Belgija, Danska, Njemačka, Švedska, Austrija, Nizozemska, Island). U Velikoj Britaniji je prvi prag o kojem se mora izvještavati 3%, a u Italiji čak 2%. Vidi CLAUSEN/SORENSEN, Disclosure of Major Shareholdings: A Comparative Analysis of Regulation in Europe, International and Comparative Corporate Law Journal, Vol.4 (3), 2002. str.222.

<sup>69</sup> U prvoj verziji relevantne smjernice pragovi su se vezivali uz temeljni kapital, ali je Komisija EZ to izmijenila smatrajući da je cilj obavještavanja imati informaciju o tome tko može u društvu utjecati na donošenje odluka, pri čemu je broj glasova odlučujući.

smjernice. Samo su neke države članice uvele posebne propise o načinu računanja glasova u tim specifičnim situacijama.

Uvijek se mora raditi o dionicama javnih dioničkih društava, dakle društava čije su dionice uvrštene na burzi ili na uređenom javnom tržištu.<sup>70</sup> Stjecanje opcija nije obuhvaćeno dužnošću obavještavanja.

Vrlo je važno što se misli pod pojmom stjecanja i otuđenja, i trenutka u kojem se ono zbilo. Pod stjecanjem se ne uzima u obzir samo kupnja već i bilo koji drugi pravni temelj stjecanja (nasljeđivanjem, poklonom, ovrhom i sl.) U usporednom pravu sporna su tzv. pasivna stjecanja, do kojih dolazi ako dioničko društvo stekne vlastite dionice, pa se kao rezultat toga ukupan broj glasova smanjuje indirektno dovodi do preraspodjele postojećih glasačkih kvota. U nekim državama članicama smatra se da su i takva stjecanja predmetom obavijesti.<sup>71</sup> Također je upitno treba li obavještavati o stjecanju ako je došlo do prijenosa, a da u stvari nije nastupila stvarna promjena kontrole, primjerice ako dioničar prenese dionice na društvo u kojem je on 100% imatelj udjela/dionica. Utvrđivanje vremena stjecanja također može biti problematično, a ono je važno za utvrđivanje početka toka roka. Primjerice, stjecanje dionica može biti uvjetovano, tako da nema značaj konačnog stjecanja (prodaja dionica uz pridržaj prava vlasništva ili fiducijarni prijenos vlasništva na dionicama). Iako bi najprimjerenije rješenje bilo da se pod trenutkom stjecanja podrazumijeva konačnost transakcije, to rješenje može dovesti do prijevarnog zaobilaženja dužnosti obavještavanja i u konačnici ugroziti glavni zaštitni cilj odredbe.<sup>72</sup>

Obavijest o promjeni strukture dioničara mora imati zakonom određene sastojke (čl.117. ZTVP). Rok za obavijest počinje teći od trenutka sklapanja pravnog posla (bez obzira je li je ugovoru pridodan odgodni uvjet), ili od nastanka činjenice koja je temelj prijenosa dionica (smrt ostavitelja kod nasljeđivanja). Činjenica da nije izvršen upis promjene vlasnika dionice u knjigu dionica ili u depozitorij središnje depozitarne agencije nema pravni značaj. Iako je zakonodavac vezujući početak toka roka za objektivnu okolnost htio spriječiti prikrivanje tih okolnosti europsko pravo poznaje elastičnije rješenje.<sup>73</sup> Tamo se početak toka roka ne vezuje za dan sklapanja pravnog posla ili nastanka činjenice koja je temelj prijenosa dionica kao što je to slučaj u našem pravu, već od trenutka kada je osoba koja mora obavijestiti izdavatelja o stjecanju ili otuđenju dionica za to saznala ili otkada je s obzirom na okolnosti trebala saznati za otuđenje ili stjecanje. Ako se uzme u obzir da se transakcije s vrijednosnim papirima odvijaju putem posrednika, a da imatelji dionica sklapaju ugovore o skrbništvu vrijednosnih papira, ima argumenata da je početak toka roka bolje vezivati za trenutak saznanja. To još više vrijedi u slučaju kada je pravna osnova stjecanja nasljeđivanje (smrt ostavitelja), obzirom da pri

<sup>70</sup> Tako je i u europskom pravu, s time da se mora raditi o dionicama koje su uvrštene na burzu (vidi čl.85.st.1. Smjernice 2001/34/EC).

<sup>71</sup> SCHOEN, T. The French Stock Exchange John Wiley & Sons, 1995. str. 51. U Njemačkoj takva obveza nastaje pri povećanju temeljnog kapitala. Vidi NOTTMEIER/SCHÄFER, Praktische Fragen im Zusammenhang mit §§ 21, 22 WpHG, Aktiengesellschaft, 1997. str. 89., SCHANZ, Börseneinführung, Beck V., 2000. str.526. n. 111.

<sup>72</sup> Vidi SCHNEIDER, U. Anwendungsprobleme bei den Kapitalmarkt rechtlichen Vorschriften zur Offenlegung von wesentlichen Beteiligungen an Börsennotieren Aktiengesellschaften, Aktiengesellschaft, 1997., str.84.

<sup>73</sup> Relevantni izvor je Smjernica 2001/34/EC od 28.05.2001. (o burzovnom prospektu i podacima koje treba objavljivati o uvrštenim vrijednosnim papirima), u kojoj je konsolidirana ranije važeća Smjernica 1988/627/EEC od 12.12.1988. o objavljivanju podataka o promjenama u strukturi dioničara iz 1988.g.

nasljeđivanju ne vrijedi pravilo da je prema društvu dioničar samo onaj koji je upisan u knjigu dionica, već se iznimno smatra da su to od trenutka smrti ostavitelja njegovi nasljednici.<sup>74</sup>

Tek nakon što je izdavatelj primio obavijest osobe koja je stekla dionice, nastaje njegova obveza da je objavi u roku od 7 dana od dana primitka u dnevnom tisku koji je dostupan na području RH (čl.118. ZTVP).<sup>75</sup> Izdavatelj koji smatra da bi mu objava te obavijesti prouzročila tešku štetu može od Komisije zahtijevati oslobođenje od dužnosti objavljivanja obavijesti, ali to mora učiniti u roku od 3 dana od primitka iste. Osim okolnosti da mu prijete nastanak teške štete izdavatelj mora učiniti vjerojatnim i da će javnost i bez podataka iz obavijesti moći procijeniti vrijednost dionica na koje se obavijest odnosi. Oslobođenje od dužnosti objave ne može biti duže od 3 mjeseca, a šutnja Komisije smatra se odbijanjem zahtjeva (čl.119.st.1. ZTVP). Stoga ako Komisija u roku od osam dana od primitka zahtjeva za oslobođenjem od dužnosti objave ne donese odluku, smatra se da je zahtjev izdavatelja odbijen, a izdavatelj je obavezan u narednih sedam dana izvršiti obvezu objavljivanja.

Osoba koja propusti obavijestiti izdavatelja i Komisiju o tome da je stekla ili otuđila određeni kvantum dionica koji daje određeni postotak glasova na skupštini čini prema čl.153. ZTVP kazneno djelo «prikriivanja vlasništva», za koje propisana novčana kazna najviše do 200 dnevnih dohodaka ili kaznom zatvora do jedne godine. Za teže oblike kaznenih djela može biti izrečena novčana kazna najmanje od 250 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do tri godine. Prema čl.155.st.1.t.85. ZTVP ista osoba čini prekršaj ako odnosnu obavijest ne dostavi u propisanom roku ili na propisani način. Isto je ako obavijest ne sadržava zakonom propisani sadržaj (čl.155.st.1.t.86. ZTVP). Javno dioničko društvo, prekršajno odgovara ako u propisanom roku ne objavi tu obavijest (čl.155.st.1.t.87. ZTVP).

## **7. Objave i obavijesti javnog dioničkog društva kao ciljanog društva prilikom preuzimanja**

Prema ZPDD-u treba razlikovati obveze obavještavanja i objavljivanja koje mora obaviti ponuditelj, odnosno preuzimatelj (koji može biti bilo koja pravna i fizička osoba) od objava i obavijesti koje mora obaviti ciljano (javno dioničko) društvo. U ovom radu razmatraju se samo obveze ciljanog društva, iako će se i na strani ponuditelja najčešće pojaviti (veće i jače) dioničko društvo.<sup>76</sup>

### ***7.1. Obavijest izdavatelja Komisiji o primitku obavijesti o stjecanju/o namjeri preuzimanja i njezino objavljivanje***

Prema čl.4. ZPDD osoba koja stekne dionice izdavatelja tj. javnog dioničkog društva

<sup>74</sup> Vidi BARBIĆ, op.cit. u bilj. 44., str. 233.

<sup>75</sup> U europskom pravu taj je rok nešto duži (9 kalendarskih dana). Vidi čl. 91. st.1. Smjernice 2001/34/EC od 28.05.2001.

<sup>76</sup> Preuzimatelj mora objaviti ponudu za preuzimanje (prije toga mora poslati obavijest o stjecanju ili namjeri preuzimanja izdavatelju Komisiji, objaviti tu obavijest – čl.4.st.1. ZPDD i ishoditi odobrenje ponude ili izmjene ponude čl.13.st.1 i 4. ZPDD). Objaviti mora i svaku izmjenu ponude (čl.18. ZPDD). Novu ponudu za preuzimanje treba objaviti kod daljnjeg stjecanja dionica ako je temeljem ponude za preuzimanje stekao manje od 75% (čl.4.st.2. ZPDD) ili više od 75% (čl.4.st.3. ZPDD). Povlačenje ponude također treba objaviti (čl. 19. ZPDD). Konkurentski ponuditelj također mora objaviti ponudu za preuzimanje (čl.16. ZPDD). Preuzimatelj dalje, mora obavještavati Komisiju o svakoj izmjeni ugovora o posebnom računu, kreditu i bankarskoj garanciji (čl.9.st.7. ZPDD). Treba objaviti i obavijest o ukupnom / nedovoljnom broju pohranjenih dionica (čl.27.st.4. ZPDD) i izvješće o preuzimanju (čl.27. ZPDD).



kojima, zajedno s dionicama koje već ima, prelazi prag od 25% <sup>77</sup> od ukupnog broja glasova koje daju dionice izdavatelja s pravom glasa (na skupštini društva) treba o stjecanju bez odgode obavijestiti izdavatelja, Komisiju i javnost te objaviti ponudu za preuzimanje, pod uvjetima iz ZPDD. Nakon što primi odnosnu obavijest javno dioničko društvo dužno je u roku od 3 dana od dana primitka obavijesti, obavijestiti Komisiju o primitku i sadržaju obavijesti.<sup>78</sup> Obavijest je potrebno objaviti u »Narodnim novinama« i u još jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju Republike Hrvatske (čl.18.st.1.ZPDD).

Opisana situacija odnosi se na slanje obavijesti u slučaju da osoba stekne onaj broj dionica javnog dioničkog društva koje mu daju više od 25% glasova na glavnoj skupštini. Kada je u pitanju javno dioničko društvo, nijedna pravna ili fizička osoba ne može preuzeti to društvo mimo postupka predviđenog ZPDD-om. Ako netko ima namjeru preuzeti javno dioničko društvo, a nije još stekao određeni broj dionica to ne znači da ne mora objaviti ponudu za preuzimanje. Ta osoba mora prema čl.5.st.2. ZPDD-a također izdavatelja obavijestiti i to o svojoj namjeri preuzimanja. O primitku te obavijesti izdavatelj također treba izvijestiti Komisiju (čl.4.st.5. ZPDD) i nakon toga objaviti tu obavijest, pa će i ta osoba morati objaviti ponudu za preuzimanje. Ponudu za preuzimanje ne mora objaviti samo onaj stjecatelj ako to stjecanje ulazi u krug izuzetih slučajeva

To znači da u slučaju stjecanja odnosnog broja dionica «neuvrštenog» dioničkog društva, stjecatelj neće morati objaviti ponudu za preuzimanje, već samo poslati obavijest u skladu s čl.478. ZTD, a to će morati učiniti samo ako je stjecatelj trgovačko društvo, ali ne i ako je fizička osoba.<sup>79</sup>

## ***7.2. Utjecaj trenutka primitka obavijesti o stjecanju / namjeri preuzimanja na obranu izdavatelja od preuzimanja***

ZPDD imenuje tzv. izuzete slučajeve, u kojima stjecatelj nema dužnost objavljivanja ponude za preuzimanje. U interesu je pravne sigurnosti da ti slučajevi budu jasno redigirani, kako to ne bi izazvalo neizvjesnosti u primjeni. Jedan od izuzetih slučajeva je slučaj stjecanja dionica prigodom povećanja temeljnog kapitala ulozima izdavanjem dionica privatnom ponudom, kada glavna skupština izdavatelja, prije upisa dionica, odobri da određeni stjecatelj može steći više od 25% ukupnog broja dionica s pravom glasa bez obveze objavljivanja ponude za preuzimanje (čl.7.st.1.t.3. ZPDD). Ovaj bi se izuzeti slučaj mogao uspješno koristiti i kao oblik obrane od prijetjećeg neprijateljskog preuzimanja, ali bi takva obrana bila vremenski omeđena. Formalnopravno, da bi takva odluka glavne skupštine bila valjana potrebna je tročetvrtinska većina glasova prisutnih<sup>80</sup>

<sup>77</sup> U komparativnom pravu postotak glasova prelaskom kojeg nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje varira. U francuskom pravu to je više od 1/3 glasova. Prijedlog smjernice ostavlja ovo pitanje nacionalnim zakonodavcima. Kritiku rješenja u našem pravu vidi: PARAC, Z. op.cit. u bilj.7, str. 44. i dalje; isto u vrijeme važenja ZPPDD: PETROVIĆ, S. Preuzimanje dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu, br.2/1999., str.221. U Njemačkoj, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz od 15. studenog 2002., BT-Drucks, 14/7477, relevantni postotak za obvezatnu ponudu iznosi 30% glasova - § 29 (2) WeÜG. Njemački zakonodavac još razlikuje situacije dragovoljne ponude, koja je usmjerena na stjecanje postotka glasova do 30% i javne ponude za otkup dionica od dioničara koja nije vezana za broj dionica koje se namjeravaju steći niti za svrhu stjecanja (§10 – 28 WeÜG). Ciljano društvo je uvijek ono čijim se dionicama javno trguje na uređenom tržištu (§ 1 WeÜG).

<sup>78</sup> Vidi čl.4.st.6. u svezi s čl.12.st.1. ZPDD.

<sup>79</sup> Ako se ima u vidu da je pojmom «javnih dioničkih društava» obuhvaćeno svega dvjestotinjak dioničkih društava, sva ostala dionička društva moći će se netransparentno preuzimati.

<sup>80</sup> Čl.304.st.1. ZTD ispravno govori o kapitalu zastupljenom na skupštini (jer samo osobe mogu biti prisutne).

na glavnoj skupštini, ne računajući glasove stjecatelja i osoba koje s njime zajednički djeluju (čl.7.st.2.ZPDD). Osim kvalificirane većine za izglasavanje takve odluke, društvo izdavatelj će povodom privatne emisije biti u obvezi izraditi (skraćeni) prospekt kojeg će morati odobriti i Komisija, obzirom da ovaj slučaj povećanja kapitala ne spada u izuzete slučajeve, u kojima se izdavatelj izuzima od obveze izrade prospekta (čl.32.st.1. ZTVP).<sup>81</sup> Također, kako se pri upisu novih dionica samo jednom stjecatelju dopušta da stekne više od 25% glasačkih prava, ostali će dioničari morati ili ustupiti svoje pravo prvenstvenog upisa stjecatelju (čl.308.st.2. ZTD) ili će prilikom donošenja odluke o povećanju temeljnog kapitala ulozima biti donesena i odluka o potpunom ili djelomičnom isključenju prvenstvenog upisa novih dionica, za čije se donošenje također zahtijeva 1/2 većina kapitala zastupljenog na skupštini društva (ako veća, ali ne i manja, većina nije propisana statutom), pri čemu ta odluka mora biti i uredno objavljena (čl.308.st.4 i5 ZTD).

Ovaj slučaj dolazi u obzir kada dioničari «žele» da ih preuzme netko od ulagatelja koji ulaze u mogući krug ulagatelja privatnom ponudom (u pravilu će to vjerojatno biti institucionalni investitor, ali to može biti bilo koji vanjski ulagatelj, koji može, ali i ne mora biti dioničar). Taj izuzeti slučaj može se, međutim, koristiti i kao oblik borbe protiv neprijateljskog preuzimanja, ali najkasnije do trenutka objave ponude (neprijateljskog preuzimatelja). Od toga trenutka nadalje i «prijateljski» preuzimatelj morao bi svoju ponudu uobličiti kao «konkurentsku ponudu» što znači proći prethodni postupak odobrenja i svih ostalih pripremnih radnji u skladu sa zakonom. Suprotno tumačenje dovelo bi do izigravanja svrhe zakona, kojem je svrha da i prijateljski preuzimatelj na jednako transparentan način ponudi preuzimanje dionica. Također doveli bi se u pitanje legitimni interesi ponuditelja, koji da bi realizirao cijeli postupak mora obaviti brojne predradnje (sklapanje ugovora s depozitarom, otvaranje bankarske garancije, prijava radi odobrenja koncentracije Agenciji za zaštitu tržišnog natjecanja itd.). S druge strane, kako ponuditelj ne može spriječiti donošenje odluke o povećanju temeljnog kapitala s «asimetričnim» pravom upisa novih dionica, jer se temeljem čl.7.st.2. ZPDD-a njegovi glasovi i osoba s kojima on zajednički djeluje ne uzimaju u obzir, morat će povući ponudu.

Dilemu izaziva pitanje da li ciljano društvo može donijeti takvu odluku nakon što je primilo obavijest o stjecanju dionica / namjeri preuzimanja. Odgovor bi bio, da ali samo temeljem odluke skupštine. Od primitka obavijesti uprava društva (do isteka određenih rokova) više ne bi mogla koristiti statutom dano ovlaštenje da izdanjem novih dionica poveća temeljni kapital izdavatelja, ali to ne znači da to ne bi mogla skupština društva. Štoviše uprava bi morala sazvati skupštinu društva i staviti na dnevni red tu točku dnevnog reda ako bi to zatražila kvalificirana manjina (1/20 temeljnog kapitala), koja i inače na to ima pravo. Ako se zanemari pitanje trajanja pripremnih radnji za održavanje skupštine, koje bi trebalo usporiditi s predvidivim vremenom koje će proteći od slanja obavijesti do objavljivanja ponude za preuzimanje, jasno je da čvrste zakonske zabrane nema. Stoga ako je dopušteno sve što nije zabranjeno i nakon obavještanja društva, skupština bi mogla donijeti odluku o povećanju temeljnog kapitala na naprijed navedeni način (čime bi zapravo otežala, ako ne i onemogućila ponuditelju preuzimanje društva). Zabrana upravi da koristi ovlast predviđenu statutom vođena je idejom da uprava treba ostati «neutralna» u postupku preuzimanja, kako ne bi došla u napast da poduzimanjem određenih radnji osujeti preuzimanje, vođena isključivo interesom očuvanja svog položaja u društvu. Prema tome od primitka obavijesti do objave ponude trajao bi grace period u

<sup>81</sup> Prema čl.32.st.1.ZTVP jedino kod onog povećanja kapitala kada sve dionice upiše i uplati dioničar koji ima više od 75% glasačkih prava u glavnoj skupštini izdavatelja, tada ne postoji dužnost izrade prospekta.

kojem bi dioničari morali moći na skupštini društva donijeti takvu odluku, posebice ako se ima u vidu da najavljena ponuda za preuzimanje ne mora biti «iz prve» odobrena od strane Komisije, već primjerice tek nakon provedbe ispitnog postupka. Nakon objave ponude, takva mogućnost bi bila isključena. Od tada bi i prijateljski preuzimatelj morao objaviti (konkurentsku) ponudu za preuzimanje.<sup>82</sup>

Konkurentsku ponudu za preuzimanje<sup>83</sup> može staviti dioničar koji ima određeni udio u temeljnom kapitalu, ali i druga pravna ili fizička osoba. To je ujedno i jed(i)na od dopuštenih defenzivnih taktika koju uprava može poduzimati nakon objave ponude za preuzimanje (post bid defence), a da za to ne treba suglasnost skupštine.<sup>84</sup> Kao opravdanje za traženje konkurentске ponude ističe se da uprava društva time djeluje u interesu svih dioničara, jer konkurent može dati bolju ponudu, i na taj način prisiliti prvog preuzimatelja da svoju ponudu povisi ili da ju povuče (čl.15.st.8. ZPDD).

### **7.3. Obavijesti /objave izdavatelja dioničarima i zaposlenicima**

Prema čl.18.st.6. ZPDD nakon što ponuda bude objavljena izdavatelj je obvezan odmah svakog dioničara obavijestiti o sadržaju ponude za preuzimanje. Dioničaru koji to zahtijeva izdavatelj je obvezan dati sve informacije kojima raspolaže u svezi s ponudom za preuzimanje. Isto vrijedi i za sve izmjene ponude. I zaposlenike izdavatelja uprava je dužna upoznati s ponudom za preuzimanje (čl.11.st.1.t.4. ZPDD).

Prema čl.30.st.1. ZPDD, u roku od 7 dana od objavljivanja ponude za preuzimanje nadzorni odbor izdavatelja obvezan je objaviti svoje obrazloženo mišljenje o ponudi za preuzimanje, na isti način na koji je objavljena ponuda za preuzimanje. U svom mišljenju nadzorni odbor izdavatelja obvezan je osvrnuti se na ponudu za preuzimanje u cijelosti, a posebno u odnosu na cijenu koju se ponuditelj obvezuje platiti po dionici te ciljeve ponuditelja i njegove namjere u svezi s društvom koje se preuzima. Osim objavljivanja tog mišljenja (i traženja konkurentске ponude) članovi uprave i nadzornog odbora izdavatelja ne smiju činiti ništa što bi za cilj imalo bilo kakvo utjecanje na ponudu za preuzimanje.

Ima autora koji smatraju da je uprava, a ne nadzorni odbor ono tijelo koje bi trebalo dati mišljenje o ponudi za preuzimanje.<sup>85</sup> Problem ispravnog odabira tijela koje je pozvano dati svoje mišljenje o ponudi za preuzimanje leži u prijevodu izraza «board», obzirom da neki sustavi poznaju monistički, a neki dualistički koncept ustroja ovog organa.<sup>86</sup> U pravnim sustavima monističkog ustroja i vođenje poslova društva i nadzor nad njegovim poslovanjem obavlja jedno tijelo (board) između čijih članova ipak postoji

<sup>82</sup> U najnovijem prijedlogu smjernice relevantni moment je ipak trenutak objavljivanja ponude (čl.9. st.2. podst.2 Prijedloga Smjernice o preuzimanju iz 2002.), a države članice mogu ga pomaknuti i ranije – od trenutka saznanja (uprave) za ponudu. Sve radnje uprave od tog perioda (osim traženja druge ponude) moraju biti prethodno odobrene od strane skupštine. Vidi COM (2002) 534 final. Opširnije o smjernici i načelima vidi LAMBRECHT, Ph. The 13th Directive on Takeover Bids – Formation and Principles, u: FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, Capital Markets in the Age of the Euro, Kluwer 2002., str. 441.-465.

<sup>83</sup> U usporednom pravu ova se taktika naziva «white knight» (bijeli vitez). O toj i drugim taktikama obrane od neprijateljskog preuzimanja nakon objave ponude (post bid defences) vidi HOPT, K. The Duties of the Directors of the target Company in Hostile Takeovers – German and European Perspectives, u: FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, Capital Markets in the Age of the Euro, Kluwer 2002., str.411., 413 i dalje.

<sup>84</sup> Zabranjene radnje uprave nakon primitka obavijesti o stjecanju / namjeri preuzimanja imenovane su u čl.11.st.1. t.1-3. ZPDD.

<sup>85</sup> Vidi PETROVIĆ, S. op.cit. u bilj. 77, str. 222. i dalje.

<sup>86</sup> Opširnije vidi kod BARBIĆ, op.cit. u bilj. 44., str.333. i dalje.

funkcionalna razdvojenost jer postoje dva tipa direktora: izvršni – koji vode poslove (executive directors), i neizvršni (non-executive directors), koji nadziru društvo. U pravnim sustavima dualističkog ustroja te su funkcije povjerene različitim organima s time da svojstvo člana u jednom organu onemogućuje svojstvo člana u drugome. Bez obzira na to što je uprava, kao organ koji vodi poslove društva i najkompetentnija u sustavima s dualističkim konceptom treba imati na umu da su i uprava i nadzorni odbor prilikom preuzimanja ciljanog društva «in the same boat», stoga nema razloga za njihovo podvojeno tretiranje.<sup>87</sup> Novo njemačko pravo preuzimanja propisalo je da članovi uprave i nadzornog odbora zajedno objavljuju svoje obrazloženo mišljenje - § 27 (1) WeÜG. To bi se rješenje moglo usvojiti i u nas.

Obzirom da je de lege lata davanje izjave nadzornog odbora jedina radnja kojom se nadzorni organ izdavatelja izjašnjava o ponudi za preuzimanje, zakonodavac je trebao preciznije propisati sadržaj takve izjave, jer se osim općeg osvrta na ponudu ne precizira na što se posebice nadzorni odbor treba osvrnuti kada izlaže ciljeve i namjere ponuditelja u svezi s društvom koje preuzima. Njemački zakonodavac primjerice zahtijeva da se uprava i nadzorni odbor očituju o posljedicama koje će predvidivo nastupiti u ciljanom društvu, u odnosu na zaposlenike i njihove zastupnike, u odnosu na poslovne veze i sjedište ciljanog društva.<sup>88</sup> Nadzorni odbor bi mogao pri davanju takvog mišljenja zahtijevati procjenu stručnjaka (investicijske banke), posebice u odnosu na primjerenost ponuđene cijene, a suštinske naznake vanjskog konzultanta bi također trebao uključiti u sadržaj mišljenja.<sup>89</sup>

#### **7.4. Sankcije**

U sljedećim slučajevima ZPDD predviđa prekršajnu odgovornost (zapriječena novčana kazna u iznosu od 200.000,00 do 600.000,00 kuna): neobavještanje dioničara da je objavljena ponuda za preuzimanje ili izmjena ponude (čl.35.st.2.t.23. ZPDD); propuštanje davanja izjave nadzornog odbora, odnosno obrazloženog mišljenja o ponudi za preuzimanje (čl.35.st.2.t.29. i čl.35.st.3.t.9. ZPDD); neinformiranje zaposlenika (čl.35.st.3.t.2. ZPDD), s time da je za dva potonja slučaja zapriječena manja novčana kazna od 100.000,00 do 200.000,00 kuna. Najmanja novčana kazna u iznosu od 20.000,00 do 100.000,00 kuna propisana je za propuštanje izdavatelja da obavijesti Komisiju o primitku obavijesti o stjecanju dionica (čl.35.st.4.t.1. ZPDD). Za sve prekršaje kažnjavaju se odgovorne osobe u pravnoj osobi i to novčanom kaznom od 50.000,00 do 300.000,00 kuna (čl.35.st.5. ZPDD).

Kaznena odgovornost moguća je temeljem kaznenog djela prikrivanja vlasništva iz čl.153. ZTVP.

#### **8. Obavijesti o podjeli i spajanju dionica**

Ova vrsta obavijesti ulazi u krug onih koje se iako su regulirane ZTVP-om, primjenjuju na sva dionička društva. Odredba ZTVP-a nije u dovoljnoj mjeri razrađena, a i njezin odnos s referentnim propisima ZTD-a je upitan. Glavna skupština dioničkog društva može odlučiti da se dionice izdavatelja podijele tako da se svakom dioničaru umjesto jedne izdaju dvije dionice ili više dionica. Podjela dionica na manje apoene može ići do zakonskog minimuma nominalne vrijednosti dionice. S druge strane, skupština

<sup>87</sup> Tako HOPT, op.cit., u bilj. 82, str. 410.

<sup>88</sup> § 27 (1) t. 2 WeÜG

<sup>89</sup> HOPT, op.cit. u bilj. 82. str. 409.

društva može odlučiti da se dionice izdavatelja spoje tako da se svakom dioničaru umjesto dvije dionice ili više dionica izda jedna dionica. Ove odluke skupštine uvijek će implicirati izmjenu statuta, što znači da je odluku potrebno donijeti većinom glasova koja je propisana zakonom ili samim statutom društva. Barbić<sup>90</sup> opravdano upozorava da bi se odluka o spajanju dionica mogla donijeti samo ako se sa spajanjem suglase svi dioničari čije se dionice spajaju, jer se spajanjem raspolaganje dionicom otežava (lakše se trži dionicama manjeg nominalnog iznosa). Pri podjeli dionica to ne bi bio slučaj, to znači da bi valjanu odluku o podjeli dionica trebalo donijeti većinom koja je propisana za izmjenu statuta. Troškove podjele i spajanja snosi izdavatelj (čl.122.st.4. ZTVP). Čl. 121.st.2. ZTVP utvrdio je obvezu dioničkog društva čije se dionice spajaju ili dijele da dioničarima omogućiti da u određenom roku pribave ili otpuste (treba: otuđe) dionice do potrebne količine za spajanje po jednakoj cijeni, ako ih nemaju dovoljno.

Situacija ima sličnosti s onom kada u dioničkom društvu zbog smanjenja temeljnog kapitala dođe do spajanja dionica (samo što je tada spajanje posljedica smanjenja temeljnog kapitala, a ovdje se radi o dragovoljnom spajanju). Ako pri spajanju zbog smanjenja temeljnog kapitala broj predanih isprava o dionicama nije dovoljan za zamjenu s novim dionicama, dioničar može staviti te dionice na raspolaganje društvu da ih ono unovči za račun ovlaštenika (čl.346.st.1. ZTD). Takvo ovlaštenje društvu, da proda višak koji dioničaru preostaje iznad spojenih dionica ili da za račun dioničara kupi manjak koji mu nedostaje moglo bi se analogno primijeniti i kod dragovoljnog spajanja (s kojim bi se morali suglasiti svi dioničari čije se dionice spajaju). Ovlaštenje dioničara društvu trebalo bi biti alternativno ovisno o prioritetima dioničara: primjerice nalog za kupnju uz supsidijarni nalog za prodaju, ili samo nalog za prodaju. Društvo bi dioničaru moglo ponuditi na prodaju vlastite dionice.<sup>91</sup> Ako se pribavljanje ne bi moglo riješiti prodajom vlastitih dionica mogao bi se povećati iznos temeljnog kapitala (povećanje kapitala iz vlastitih sredstava, povećanje temeljnog kapitala za iznos koji nedostaje odgovarajućom uplatom uz isključenje ostalih dioničara od prvenstvenog upisa). Nije isključen niti prijenos dionica između samih dioničara.<sup>92</sup> U potonjem slučaju društvo ni u kom slučaju ne može utjecati na uvjet prodaje i kupnje između samih dioničara, niti može nametnuti cijenu.

U roku od osam dana od dana donošenja odluke o spajanju ili podjeli dionica dioničko društvo je dužno o tome obavijestiti sve dioničare, Komisiju, središnju depozitarnu agenciju - ako su dionice nematerijalizirane, te burzu i uređeno javno tržište ; ako su dionice uvrštene na kotaciju burze ili uređenog javnog tržišta. Obavijest mora sadržavati zakonom propisane sastojke. Dioničarima se mora omogućiti zamjena dionica u roku od 90 dana od dana donošenja odluke (čl.122.st.3. ZTVP). Nakon obavljenog spajanja ili podjele dionica izdavatelj je obavezan o tome sljedeći radni dan obavijestiti Komisiju, burzu ili uređeno javno tržište i dati priopćenje za tisak, te se pobrinuti da bude objavljeno u dnevnom tisku koji je dostupan na području Republike Hrvatske. Nepredane isprave o dionicama trebalo bi oglašiti nevažećima (arg. iz čl.346.st.1. ZTD).

Prema čl.155.st.1.t. 88. ZTVP u prekršaju je izdavatelj, koji u primjerenom roku ne omogućiti dioničarima pribavljanje ili otpuštanje dionica do potrebne količine «po jednakoj cijeni», odnosno ako u propisanim rokovima ne obavijesti osobe koje mora obavijestiti,

<sup>90</sup> BARBIĆ, J. op.cit. u bilj. 44, str. 51.

<sup>91</sup> Ibid., str. 52. i dalje.

<sup>92</sup> loc.cit.

ako ta obavijest nema propisane podatke odnosno ako dioničarima onemogućiti zamjenu dionica (čl.155.st.1.t.89. ZTVP).

### III. Zaključak

Lista podataka koje mora objavljivati javno dioničko društvo imponantna je ako se ima u vidu da pored toga to isto dioničko društvo i prema ZTD-u objavljuje veliki broj podataka.<sup>93</sup>

Kriteriji kojima je zakonodavac razgraničio javna dionička društva od ostalih dioničkih društava samo su dijelom prihvatljivi, o čemu je u radu bilo govora. Trebalo je da relevantan bude samo kriterij javne ponude, a ne kriterij temeljnog kapitala i broja dioničara. Kada je u pitanju sama javna ponuda, a posebice dužnost izrade prospekta, trebalo je predvidjeti fleksibilnija rješenja za izdanja malih vrijednosti, kao što je to nekad bilo propisano ZIPVP-om osloboditi izdavatelja od dužnosti izrade prospekta, ili ga maksimalno simplificirati. Na koji način razgraničiti javnu ponudu od privatne pomoću kriterija vrijednosti emisije u zoni je diskrecijske ocjene zakonodavca. Činjenica je da je hrvatsko gospodarstvo tradicionalno više orijentirano na bankarske kredite kao izvore financiranja, a manje na financiranje novim emisijama dionica. Međutim, ne smije se izgubiti iz vida da je uzlet hrvatskog tržišta kredita uvjetovan i pribavljanjem raznovrsnih, a sigurnih sredstva osiguranja tražbina. Zamah na tržištu kapitala ne može se izazvati na umjetan način. Po mišljenju autorice on se može poticati na način da se preciziraju instrumenti građanskopravne zaštite ulagatelja – primjerice propisivanjem posebnih pretpostavki za građanskopravnu odgovornost iz prospekta<sup>94</sup>, ali i kod insider tradinga. Pri tom kao supstitut građanskopravnim instrumentima zaštite subjektivnih prava ne mogu adekvatno konkurirati prekršajne pa ni kaznene sankcije, iako brojne – jer su to disciplinatorski mehanizmi koji se provode u javnom interesu. Niti primjena općih načela odgovornosti za štetu nije dostatna jer se radi o vrlo specifičnim odštetnim zahtjevima koje bi valjalo pobliže urediti.

Pogrešna polazna osnova za dvodiobu dioničkih društava na privatna i javna, rezultirala je daljnim nelogičnostima u zakonodavnoj reformi tržišta kapitala. Dok su se prijašnji propisi o preuzimanju primjenjivali prilikom preuzimanja svih dioničkih društava, sada se primjenjuju samo kada je ciljano društvo javno dioničko društvo. Tako je i u komparativnom pravu, ali je tu bitno da se dionicama toga društva trguje na «uređenom tržištu». Leitmotiv reguliranja postupka preuzimanja je zaštita manjinskih dioničara i priznavanje njihova legitimnog prava da izađu iz društva kada smatraju da se zbog većinskog sudjelovanja drugog dioničara, umanjuje mogućnost njihova utjecaja u društvu, što smanjuje i njihov interes za članstvom. S druge strane, vodi se računa da pri njihovu izlasku budu primjereno «obeštećeni». To znači da će se ZPDD primjenjivati samo kada se preuzimaju javna dionička društva, kojih ima dvjestotinjak.

<sup>93</sup> Pregled objava i obavijesti koje su obveza svakog dioničkog društva, vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. Obveza dioničkog društva da objavljuje podatke i da obavještava treće osobe, Zbornik radova, 41. susret pravnika Opatija 2003.

<sup>94</sup> Ugledni njemački prof. Hopt s hamburškog Max Planck Insitut für ausländisches und internationales Privatrecht nedavno je na zahtjev njemačkog Bundesfinanzministeriuma sa suradnicima izradio usporednu studiju o građanskopravnoj odgovornosti iz prospekta u zemljama članicama EZ pod nazivom - "Darstellung und Vergleich der Vorschriften der Mitgliedstaaten der EG zur Prospekthaftung", što govori o važnosti tog pitanja, obzirom da su rješenja u državama članicama EZ neujednačena, a novi prijedlog smjernice o prospektu ostavlja to pitanje u domeni zemalja članica. Vidi informaciju o studiji na [www.mpipriv-hh.mpg.de](http://www.mpipriv-hh.mpg.de)

Osim ovih načelnih zapažanja, u ZTVP-u i ZPDD-u ima ozbiljnih redakcijskih propusta, koje bi trebalo ukloniti s prvom izmjenom. Ponekad je riječ o odabiru neprikladnih pravnih termina (otpuštanje, umjesto otuđenje vrijednosnih papira), ali su češće zamijećene nepreciznosti koje postaju vidljive kada se propise stavi u širi kontekst (potpisivanje prospekta, uvjeti za uvrštenje u prvu burzovnu kotaciju, vremenski aspekt izuzetih slučajeva kod preuzimanja, itd.), a ima kontradiktornih odredbi i unutar zakona na koje se ukazalo u ovom radu (distribucija prospekta privatnom ponudom i sl.). Ima i slučajeva prenormiranja jer se neke obveze objave i obavještavanja dupliraju. Tako osoba koja je stekla dionice koje joj daju 25% glasova mora obavještavati i prema ZPDD-u i prema ZTVP-u (slična obveza obavještavanja postoji prema društvu i temeljem ZTD-a). Problem gomilanja ovih dispozicija postaje saglediv kada se dovede u vezu s gomilanjem sankcija predviđenih za njihove povrede (najoštrije kazne za prekršaj su propisane ZTVP-om, nešto blaže ZPDD-om). Osim regulatornog dupliranja, kod ovih normi dolazi ponekad i do faktičnog dupliranja jer su prema jer su adresati te norme i stjecatelj i otuđitelj. Te bi pojave trebalo de lege ferenda ukloniti.

U onim točkama gdje se pravo tržišta vrijednosnih papira primjenjuje i na neuvrštena dionička društva (insider trading, spajanje i podjela dionica) nužno uspostaviti koherentan odnos instituta koji pripadaju «različitim» granama prava. Tako bi primjerice trebalo jasno razgraničiti institute u kojima postoje divergentne obveze. Primjerice, kako će postupiti članovi uprave javnih dioničkih društava koji moraju čuvati poslovnu tajnu društva, ali i obavještavati javnost o povlaštenim informacijama – ako je podatak koji predstavlja cjenovno osjetljivu informaciju ujedno je i poslovna tajna društva. Tu treba zaštititi legitimni interes očuvanja poslovne tajne, ali ne do mjere koja bi dovela do izigravanja obveze objelodanjivanja povlaštenih informacija.

De lege ferenda kao novi «način objavljivanja i obavještavanja» moglo bi se više koristiti internet stranicu dioničkog društva. U tom pravcu ide i ZTD koji u čl.174. predviđa mogućnost primjene elektroničkih informacijskih medija radi objave podataka i priopćenja. Kada se ova mogućnost stavi u kontekst trendova u europskom pravu – valja primijetiti da će se prema prijedlogu nove smjernice o transparentnosti svi podaci koje trebaju objavljivati uvrštena društva morati moći prikupiti na jednom mjestu (web site-u regulatornog tijela, websiteu izdatelja vrijednosnih papira ili u nekom središnjem registru - kakav primjerice postoji u pravu SAD-a - EDGAR). Koje će to biti mjesto za domaća javna dionička društva valja razmisliti, obzirom da su baze podataka raspršene. Činjenica je da se najviše obavijesti javnih dioničkih društava slijeva u Komisiju za vrijednosne papire. Međutim, u dijelu financijskih podataka tu je odnedavno glavnu ulogu preuzeo (barem kada su u pitanju godišnja financijska izvješća – Registar godišnjih financijskih izvješća). Stoga će u skorijoj budućnosti biti nužno objedinjavanje. Treća mogućnost prema istoj smjernici je objavljivanje podataka na Internet stranici izdatelja (dioničkog društva). Bude li se prihvatilo to rješenje, valja utvrditi i zaštitne mehanizme, kojima će se zaštititi podaci od neovlaštenih izmjena (elektroničkim potpisom). Tom segmentu Internet stranice trebao bi biti slobodan pristup javnosti. Drugom segmentu pristup bi bio omogućen samo temeljem identifikacije – obzirom da se informatička tehnologija može korisno upotrijebiti i kao modus obavještavanja dioničara, naročito kada su u pitanju radnje koje prethode održavanju skupštine društva. Ipak treba uzeti u obzir da u odnosu na dioničare ne mora nužno postojati isti stupanj njihove informatičke pismenosti, pa bi se dioničar s takvim načinom obavještavanja morao suglasiti. U dilemi da li da obveže uvrštena društva da podatke koje trebaju objavljivati objavljuju na svojim internet stranicama, europski zakonodavac je procijenio da zbog tromosti zakonodavne procedure EZ vrijeme koje je potrebno da bi se donijela jedna takva smjernica upravo ono

koje je potrebno da “stavljanje” tih podataka na web site društva postane uobičajenom praksom.

## **THE PARTNERSHIP ANNOUNCEMENTS AND NOTICES UNDER SECURITIES MARKET ACT AND TAKE OVER OF COMPANIES ACT**

### **Summary**

The paper deals with the duty of a public company to disclose information, covering both financial and non-financial disclosure as regulated by the Securities Market Act and the Takeover Act. In the first part of the paper, the author focuses on data that are made available to the public or notified to relevant market participants where the public company is an issuer of the prospectus, covering both public (and private) offer prospectuses and listing particulars. A functional approximation of both types of prospectus is a clear tendency in both Croatian and European law. In the second part of the paper, the public company's duty to disclose price sensitive information is elaborated. The paper focuses on defining inside information and the relevant period of its protection (during which it is not made public). While the ad hoc disclosure of inside information is required from public companies only, other prohibited activities apply to all joint stock companies. As the duty to disclose information rests primarily with the members of the board, the author expresses her concern how to establish a clear border between inside and classified information, as it is known that the two types of information involve diverging duties (i.e. the former should be disclosed and the latter kept secret). In the third part, the disclosure of major capital holdings is analysed. Apart from expressing her criticism of selected terminology as compared with European law, the author offers an interpretation of some terms crucial for the application of the rule that the type of shares is relevant to the type of disposition of the shares. Then the author discusses what should be disclosed from the point of view of the target company in a situation where it is taken over. Special emphasis is put on the possible effect of such publications, where the target company wishes to defend itself from a hostile takeover by using some of the “exempted cases” which do not entail publication of the takeover bid, but are rather silent. The author holds that after the publication of a takeover bid exempted cases are no longer available to the board in their search for a white knight. In the author's opinion, a grace period exists after the targeted company receives a notice on acquisition from the “hostile” bidder, but only if the general assembly decides so with a qualified majority of votes. In the last part of the paper, the rules on disclosure relating to the splitting or reverse splitting of shares are criticised because of their rudimentary form.



