

# (NE)OBJAVLJIVANJE PODATAKA O PROMJENAMA U KORPORATIVNOJ STRUKTURI UVRŠTENOG DIONIČKOG DRUŠTVA I UTJECAJ NA PRELAZAK KONTROLNOG PRAGA - NOVI POJAVNI OBLICI DRŽANJA DIONICA ISPOD RADARA REGULATORA

---

Čulinović-Herc, Edita; Zubović, Antonija

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2013, 34, 37 - 81**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:118:102050>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-28**

**PRAVI**

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](#)



## (NE)OBJAVLJIVANJE PODATAKA O PROMJENAMA U KORPORATIVNOJ STRUKTURI UVRŠTENOG DIONIČKOG DRUŠTVA I UTJECAJ NA PRELAZAK KONTROLNOG PRAGA - NOVI POJAVNI OBLICI DRŽANJA DIONICA ISPOD RADARA REGULATORA

Dr. sc. Edita Čulinović Herc, redovita profesorica  
Dr. sc. Antonija Zubović,  
viša asistentica - znanstvena novakinja  
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 347.725  
347.728.1  
Ur.: 5. veljače 2013.  
Pr.: 20. veljače 2013.  
Izvorni znanstveni rad

### **Sažetak**

*U radu se obrađuju propisi hrvatskoga prava koji reguliraju obvezu objave prelaska pragova stjecanja glasačkih prava u uvrštenom društvu prema ZTK-u te se uspoređuju s odredbama ZPDD-a koje se odnose na objave i prelazak kontrolnog praga. Poseban se naglasak stavlja na držanja dionica koja se pribrajaju u glasačke blokove prema ZTK-u, s jedne strane i ZPDD-u s druge te se upućuje na nomotehničke razlike. Obrađuju se nove pojave na tržištu kapitala (empty voting i hidden ownership) kojima se nastoji povećati glasačka snaga u uvrštenom dioničkom društvu radi stjecanja ili održavanja kontrole, s obzirom na to da te pojave izmiču dužnosti objave prema važećim propisima. Iznose se primjeri iz prakse tržišta kapitala u kojima su navedeni instituti iskorišteni za prikriveno stjecanje (ili održavanje) kontrole u uvrštenom društvu, na primjeru uporabe swapa dionica namirivog u novcu (cash settlement equity swapa). Iznose se rješenja sadržana u Prijedlogu izmjene Direktive o transparentnosti koja ih želi podvesti pod dužnost objave te rješenja nekih nacionalnih zakonodavstava država članica EU-a. Zaključno se daju prijedlozi rješenja za hrvatsko pravo.*

**Gljučne riječi:** objave promjena u glasačkoj strukturi, kontrolni prag, uvršteno društvo, empty voting, hidden ownership, ZTK, ZPDD.

## 1. UVOD

Uvršteno dioničko društvo objavljuje veliki broj informacija.<sup>1</sup> Među njima se nalaze i informacije o promjenama u postotku glasačkih prava. To su informacije na kojima ulagatelji grade svoju investicijsku odluku. Ulagatelji posebno pod povećalom prate transakcije s blokovima dionica koje sklapaju veći dioničari ili članovi uprave, odnosno nadzornog odbora.<sup>2</sup> Ako te osobe stječu nove dionice, tržište ih obično slijedi, a ako otuđuju blokove dionica takve transakcije predstavljaju za tržište određeno upozorenje. Pored ulagatelja, vlastite dionice stječu i otuđuju i uvrštena društva, pa su i to relevantni podaci za ulagatelje, s obzirom na to da zbog mirovanja prava glasa iz tih dionica govore o broju aktivnih glasova na glavnoj skupštini društva.

Kako je obveza objavljivanja podataka o promjenama u korporativnoj strukturi vezana uz određene blokove glasačkih prava, informacija o prelasku pojedinih pragova često može biti signal da je u pripremi postupak preuzimanja, i to ponuditelja koji ne mora uvijek biti simpatičan upravi društva. Dužnost objavljivanja prelaska svakog od tih pojedinih pragova, jamči društvu da će ono i javnost biti na vrijeme informirano o pripremi preuzimanja. Ponuditelji, s druge strane, pogotovo ako se ne radi o preuzimanju, koje je prijateljsko upravi društva, žele da ono bude iznenađenje, jer to ostavlja neraspoloženoj upravi društva dovoljno vremena za pripremu (dopuštenih) protupreuzimateljskih mjera.

Iako je prelazak samo jednog praga u držanju prava glasa na skupštini ciljnog društva okidač za dužnost objave ponude za preuzimanje (u nas 25%+1 glas), pa je gotovo teško zamisliti da bi netko mogao izdavatelja zaskočiti s preuzimanjem bez da se to iščita kroz objave prelaska pojedinih pragova, odnosno objave stjecanja blokova glasačkih prava (5, 10, 15, 20%), ipak korporativna praksa u pravu preuzimanja pokazuje da je i to moguće izvesti i to kombiniranjem izravnog držanja dionica u paketu koji je „ispod radara“ s izvedenim financijskim instrumentima kojima se ti glasački blokovi mogu po potrebi jako „nabildati“, a da izdavatelj, javnost i manjinski dioničari spoznaju to prekasno.<sup>3</sup> Budući da osoba može raznim neizravnim oblicima držanja raspršiti i prikriti svoj portfelj, a k tomu i s nekom drugom osobom zajednički djelovati s ciljem stjecanja ili zadržavanja kontrole, nadzor nad izdavateljima radi utvrđivanja postoji li obveza objave ponude za

1 Pregledno o toj obvezi i sporovima koji iz toga nastaju vidi, Čulinović-Herc, Edita, Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 1., 2009., str. 135-170.

2 Obveza propisana čl. 464. st. 3. ZTK-a. K tomu čl. 272.p. ZTD-a („Izjava o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja“) u st. 1. t. d., između ostaloga, propisuje obvezu nadzornog, odnosno upravnog odbora društva dionicama kojeg se trguje na uređenom tržištu osigurati da uprava, odnosno izvršni direktori društva u posebnom odjeljku godišnjeg izvješća o stanju društva navedu podatke o „slučajevima u kojima su u suradnji s društvom financijska prava iz vrijednosnih papira odvojena od držanja tih papira“.

3 Vidi infra predmet Continental AG, pod točkom 6.2.1.

preuzimanje iziskuje dubinsko istraživanje i po vremenskom obuhvatu i po broju povezanih osoba čije se stjecanje dionica prati.

Dužnost objave prelaska pragova, a posebno kontrolnog praga, propisana je zato da se na temelju informacija o unutarnjem odnosu glasačkih snaga u uvrštenom dioničkom društvu formira istinita cijena dionice, odnosno da osobe koje su stekle kontrolu nad društvom objave ponudu za preuzimanje, kako bi manjinskim dioničarima omogućile da napuste društvo, ali pod tržišnim uvjetima. No, kako je preuzimanje skup postupak, ponuditelj i osoba koja s njime zajednički djeluje često nastoje izbjeći objavu ponude za preuzimanje, bilo da se legitimno koriste brojnim „izuzetim slučajevima“ bilo kreiranjem mreže neuhvatljivih i disperziranih oblika posrednog držanja dionica. Stoga zakonodavac sili dioničare da objave takve oblike neizravnog držanja, odnosno da ih pribroje paketima dionica koje već drže.

Zadatak je ovoga rada, s jedne strane dati pregled postojećih propisa hrvatskoga prava koji reguliraju predmetnu materiju te usporediti u čemu se sastoje međusobne razlike u računanju glasačkih prava za potrebe utvrđivanja dužnosti objave ponude za preuzimanje i istog računanja za potrebe objave podataka o promjenama u korporativnoj strukturi u uvrštenom društvu, jer su one propisane različitim zakonima (ZTK i ZPDD). U drugom dijelu rada skreće se pozornost na nove pojave na tržištu kapitala koje izmiču dužnosti objave, a imaju za cilj povećanje glasačke snage, odnosno stjecanje ili održavanje kontrole u uvrštenom društvu. Pravna valjanost novih praksi na tržištu kapitala propitivana je pred nacionalnim regulatorima i/ili u sudskim postupcima, a legitimnost je tih instituta, iako nije s uspjehom dovedena u pitanje, oštro kritizirana u literaturi.<sup>4</sup> Istodobno se javlja svijest o potrebi reguliranja istih pojava na razini EU-a, a neke države članice su već zbog toga promijenile svoje propise. Stoga se zaključno daju prijedlozi rješenja za naše pravo.

---

4 Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, <http://ssrn.com/abstract=1084075> (posjećeno 21.11.2012.), Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, *The Business Lawyer*, vol. 61., br. 3., 2006., str. 1011-1070., Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156., br. 3., 2008., str. 625-739., Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies, *Journal of Corporate Finance*, vol. 15., 2007., str. 343-367., Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, The New Vote Buying: Empty Voting and (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, vol. 79., 2006., str. 811-908., Kahan, Marcel, Rock, Edward, B., Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 155., 2007., Schouten, Michael C., The Case for Mandatory Ownership Disclosure, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 15., 2010., str. 127-182.

## **2. REFERENTNI PROPISI I NJIHOV RATIO**

Objavljivanje podataka o promjenama u postotku glasačkih prava u društvima čiji su vrijednosni papiri uvršteni radi trgovanja na uređeno tržište u RH regulirano je odredbama Zakona o tržištu kapitala (dalje u tekstu: ZTK).<sup>5</sup> Dužnost objave nekih promjena (u postotku glasova, ali i u držanju udjela) postoji za sva dionička društva (i šire, društva kapitala) prema Zakonu o trgovačkim društvima (dalje u tekstu: ZTD).<sup>6</sup> Jedna od promjena u prelasku praga u držanju glasačkih prava u uvrštenom društvu (prelazak kontrolnog praga) rezultira obvezom objave ponude za preuzimanje prema Zakonu o preuzimanju dioničkih društava (dalje u tekstu ZPDD).<sup>7</sup>

U Europskoj uniji objavljivanje informacija o promjenama u držanju glasačkih prava u društvima čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište regulirano je odredbama Direktive Europskog parlamenta i Vijeća broj 2004/109/EZ od 15. prosinca 2004. godine o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u svezi podataka o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenom tržištu kojom se mijenja i dopunjuje Direktiva 2001/34/EZ (dalje u tekstu: Direktiva o transparentnosti),<sup>8</sup> Direktivom Komisije 2007/14/EZ od 8. ožujka 2007. godine kojom se propisuju detaljna pravila za provedbu određenih odredbi Direktive 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi informacija o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu (dalje u tekstu: Direktiva 2007/14/EZ),<sup>9</sup> Direktivom Europskog parlamenta i Vijeća broj 2008/22/EZ od 11. ožujka 2008. godine kojom se mijenja i dopunjuje Direktiva 2004/109/EZ (dalje u tekstu: Direktiva 2008/22/EZ).<sup>10</sup> Države članice Europske

5 Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine br. 88/08, 146/08, 74/09.

6 Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine br. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, u čl. 478. propisuje obvezu društva pri stjecanju više od četvrtine dionica u dioničkom društvu, bez obzira je li riječ o uvrštenom društvu ili onom koje to nije, sa sjedištem u RH, bez odgađanja pismeno obavijesti to društvo. Nužno je istaknuti da se odredba ZTD-a ne vezuje samo za pravo glasa, već za udio u temeljnom kapitalu, dakle u slučaju stjecanja više od četvrtine (povlaštenih) dionica bez prava glasa također treba obavijestiti društvo. Ista dužnost obavještavanja vrijedi ako jedno društvo prema čl. 478. st. 3. ZTD-a, stekne u drugom društvu većinsko sudjelovanje (većinu udjela ili većinsko pravo odlučivanja).

7 Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine br. 109/07, 36/09, 108/12.

8 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2005 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 390, 31.12.2004., str. 38–57.

9 Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, OJ L 69, 9.3.2007., str. 27–36.

10 Directive 2008/22/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008 amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, as regards the implementing powers conferred on the Commission, OJ L 76, 19.3.2008., str. 50–53.

unije bile su dužne prenijeti odredbe Direktive o transparentnosti u svoje nacionalno zakonodavstvo do 20. siječnja 2007. godine, a odredbe Direktive 2007/14/EZ najkasnije u roku 12 mjeseci od dana donošenja, dakle do 8. ožujka 2008. godine. Uz odredbe Direktive o transparentnosti u europskom pravu relevantne su i odredbe Direktive o pravima dioničara u uvrštenim društvima,<sup>11</sup> Direktive o ponudama za preuzimanje.<sup>12</sup> Budući da su uvrštena društva dužna primjenjivati i propise kojima se uređuje pravni položaj onih društava koja nisu uvrstila svoje vrijednosne papire na organizirana tržišta kapitala, potrebno je uzeti u obzir i odredbe Četvrte<sup>13</sup> i Sedme<sup>14</sup> direktive u pravu društava.

Propisivanjem obveze obavještavanja/objavljivanja podataka o držanju određenoga postotka glasačkih prava u uvrštenom društvu nastoji se postići dvostruki cilj. S jedne strane, sudionici tržišta kapitala na taj način pribavljaju informacije o značajnim transakcijama s dionicama društva u koje namjeravaju uložiti svoj kapital, a s druge identificiraju se osobe koje drže „velike blokove dionica“ u pojedinim društvima, što je osobito važno za procjenu njihove glasačke snage unutar društva.<sup>15</sup> K tomu isti podaci omogućavaju tijelu koje obavlja

- 11 Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, OJ L 184, 14. 7. 2007., str. 17-24. O osvrtu na pojedine odredbe Direktive o pravima dioničara s aspekta hrvatskoga prava vidjeti kod Maurović, Ljiljana, Smjernica EU o ostvarivanju prava glasa dioničara na glavnoj skupštini, Hrvatska pravna revija, br. 10., 2010., str. 37-43.
- 12 Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30. 4. 2004., str. 12-23. Vidi podatke čija je objava propisana u čl. 10. navedene Direktive.
- 13 Fourth Council Directive 78/660/EEZ of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies, OJ L 222, 14.8.1978., str. 11., izmijenjena odredbama Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, OJ L 224, 16.8.2006., str. 1-7.
- 14 Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts, OJ L 193, 18.7.1983., str. 1-17.
- 15 Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010\\_611\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf), str. 14. (posjećeno 14.7.2012.), gdje se iznosi sumnja u učinkovitost postojećeg režima omogućiti izdavateljima da dobiju uvid u „stvarne“ dioničare. Vidjeti više kod Kraakman, Reiner, Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay, u knjizi Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, J., Winter, Jaap, Wymeersch, Eddy, Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford University Press, 2004., str. 96., 99-101., ističe argumente za propisivanje obveze objavljivanja podataka. Ujedno iznosi da obveza objave podataka ima tri funkcije, funkciju provedbe (engl. *enforcement function*), edukativnu funkciju (engl. *educative function*) i zakonodavnu funkciju (engl. *legislative function* ili, tzv. „*comply or explain*“ strategy).



nadzor nad tržištem kapitala i manjinskim dioničarima praćenje ponašanja velikih dioničara, kako bi ih se pri oblikovanju volje društva onemogućilo u ostvarivanju isključivo privatnih koristi, a na uštrb interesa društva.

### **3. RELEVANTNA STJECANJA GLASAČKIH PRAVA KOJA REZULTIRAJU OBVEZOM OBAVJEŠTAVANJA PREMA ZTK-u**

#### **3.1. Osnovni pragovi i adresati**

Odredbom čl. 413. st. 1. ZTK-a, fizička osoba ili pravni subjekt koji neposredno ili posredno dosegne, prijede ili padne ispod praga od 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% glasačkih prava u izdavatelju dionica obavezan je o takvom dosezanju, prelasku ili padu ispod praga bez odgode, a najkasnije u roku od četiri trgovinska dana, dostaviti obavijest izdavatelju i HANFI.<sup>16</sup> Relevantno je stjecanje onog broja dionica kojim se prelazi prag broja glasova na glavnoj skupštini, a ne postotak u temeljnom kapitalu društva budući da je cilj obavješćavanja saznati tko ima utjecaja na donošenje odluka.

Sukladno čl. 413. st. 2. ZTK-a obveza obavješćavanja o promjenama u postotku glasačkih prava odnosi se na svako dosezanje, prelazak ili pad ispod propisanih pragova u izdavatelju koje je posljedica: 1. stjecanja, otpuštanja ili ostvarivanja glasačkih prava sukladno člancima 415., 416. i 417. ZTK-a i/ili 2. promjene broja dionica s pravom glasa na koje je podijeljen temeljni kapital izdavatelja ili promjene broja glasačkih prava iz tih dionica.<sup>17</sup> Nužno je istaknuti da komparativno gledano, postoji trend snižavanja propisanih pragova, tako da se oni već sada čak „spuštaju“ na 2% ili 3%,<sup>18</sup> a što je u skladu s odredbom čl. 3. Direktive o transparentnosti.

16 Istovjetna odredba sadržana je u čl. 9. st. 1. Direktive o transparentnosti („*Notification of the acquisition or disposal of major holdings*“). Direktiva daje mogućnost državama članicama ne primijeniti prag od 30%, ako primjenjuje prag od 1/3 te ne primijeniti prag od 75% ako primjenjuje prag od 2/3. U pravu SAD-a obveza objavljivanja podataka o držanju glasačkih prava u uvrštenom društvu nastaje stjecanjem 5% ili više dionica istog roda s pravom glasa. Izjava o objavi podataka (*Schedule 13D*) mora se dati u roku od 10 dana od prelaska propisanoga praga. Taj, tzv. „*10-day window*“ se kritizira kao predug. Vidi, Jensen, Michael, C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2., br. 1., 1988., str. 37-38. Kenyon-Slade, Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice*, Oxford University Press, Oxford, New York, 2004., str. 93., koji predlaže rok od 48 sati za ispunjavanje, tzv. *pre-notification Schedule 13D* prije nego što stekne 5% ili više pojedinoga roda dionica ciljnoga društva, te rok od 24 sata i dva dana („*cooling-off period*“) u kojemu stjecatelj ne može stjecati dodatne dionice ciljnoga društva.

17 Isto u čl. 9. st. 2. Direktive o transparentnosti.

18 Iako su postojala upozorenja za opasnost od prevelikog snižavanja pragova, European Securities Markets Expert Group (*ESME*) podržala je prag od 3%, a takvo je stajalište zauzeto i u Commission Staff Working Document, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions *Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation*

Odredbama sadržanim u člancima 415., 416. i 417. ZTK-a, proširuju se situacije „držanja“ koje za dioničara rezultiraju dužnošću objave.

### 3.2. Ubrajanje potvrda o deponiranim dionicama

Prema čl. 415. ZTK-a za potrebe ubrajanja glasačkih prava, izjednačuju se glasačka prava koja proizlaze iz dionica s pravom glasa sadržanim u potvrdama o deponiranim dionicama<sup>19</sup> kada se te dionice, odnosno potvrde o deponiranim dionicama drže posredno ili neposredno, u svoje ime i za svoj račun ili u svoje ime i za račun druge osobe.

### 3.3. Ubrajanje financijskih instrumenta koji daju pravo na isporuku dionica

Odredbe čl. 416. ZTK-a reguliraju kada je držanje financijskog instrumenta koji daje pravo na stjecanje dionica relevantno za potrebe objave. Osobi se pribraja pravo glasa iz dionica ako stekne financijske instrumente<sup>20</sup> (koje drži bilo posredno ili neposredno), a koji mu daju bezuvjetno pravo da svojom jednostranom izjavom volje, na temelju obvezujućeg pravnog posla sklopljenog prema mjerodavnom pravu, steknu već izdane dionice s pravom glasa izdavatelja koje su temelj izdanja odnosno financijskog instrumenta.<sup>21</sup>

---

of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010\\_611\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf), str. 15., 63. (posjećeno 14.7.2012.). U pojedinim državama članicama (Austrija, Belgija, Cipar, Češka, Danska, Estonija, Finska, Francuska, Mađarska, Italija, Luksemburg, Latvija i Poljska) izdavatelji su u statutu društva ovlašteni propisati niži prag za objavu podataka o držanju dionica. Zakonom se može propisati koji je najniži prag. Primjerice u Francuskoj on iznosi 0,5%, dok je u Belgiji 1%.

- 19 Sukladno čl. 532. ZTK-a potvrda o deponiranim vrijednosnim papirima je vrijednosni papir koji sadrži pravo imatelja tog vrijednosnog papira da od izdavatelja potvrde o deponiranju zahtijeva: 1. ispunjenje obveze iz vrijednosnog papira na kojeg se ta potvrda odnosi (osnovni vrijednosni papir) ili 2. da za njegov račun ostvaruje prava iz osnovnog vrijednosnog papira prema izdavatelju osnovnog vrijednosnog papira. Čl. 534. st. 1. ZTK-a propisuje da se potvrda o deponiranim vrijednosnim papirima izdaje kao nematerijalizirani vrijednosni papir.
- 20 Financijski instrumenti definirani su u čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK-a. Odredbom čl. 13. st. 2. Direktive o transparentnosti propisano je da Komisija određuje vrste financijskih instrumenata, njihovo zbrajanje kao i pravnu prirodu obvezujućeg pravnog posla. Čl. 11. Direktive 2007/14/EZ propisuje se vrste financijskih instrumenata koji daju pravo na stjecanje dionica s pravom glasa, isključivo na inicijativu imatelja. Izričito je propisano da će se prenosivi vrijednosni papiri (*transferable securities*), opcije (*options*), terminski ugovori (*futures, swaps*), ugovori s terminskim tečajem (*forward rate agreements*) i svi ostali ugovori o izvedenim instrumentima (*other derivative contracts*), iz Odjeljka C Priloga I. Direktive 2004/39/EC, smatrati financijskim instrumentima, pod uvjetom da na temelju obvezujućeg pravnog posla daju pravo na stjecanje dionica s pravom glasa, koje su već izdane, isključivo na inicijativu imatelja čije su dionice radi trgovanja uvrštene na uređenom tržištu.
- 21 Odredbom čl. 13. Direktive o transparentnosti izričito je propisano da se obveza obavještanja iz čl. 9. Direktive primjenjuje na fizičke i pravne osobe koje neposredno ili posredno



Mora se raditi o takvim financijskim instrumentima koji daju na dan dospijeća mogućnost izbora između stjecanja već izdanih dionica s pravom glasa izdavatelja koje su temelj izdanja odnosno financijskog instrumenta i isplate u novcu.<sup>22</sup> U obzir se uzimaju svi financijski instrumenti koje fizička osoba ili pravni subjekt drži, a koji su izdani na temelju dionica s pravom glasa istog izdavatelja (čl. 416. st. 4. ZTK). Obavijest o stjecanju takvog instrumenta mora sadržavati i podatak o danu dospijeća ili danu proteka roka financijskog instrumenta te podatak o danu ili razdoblju u kojem fizička osoba ili pravni subjekt može steći dionice s pravom glasa izdavatelja koje su temelj izdanja odnosno financijskog instrumenta.<sup>23</sup>

Za ubrajanje prava glasa iz dionica koje se mogu steći temeljem financijskog instrumenta nužno je ispunjenje nemalog broja kumulativnih uvjeta. Prvi je uvjet da je diskrecijska ocjena o aktivaciji tog financijskog instrumenta isključivo na strani imatelja financijskog instrumenta. Tipičan primjer za to je stjecanje opcije za kupnju dionica. Odluka o aktiviranju opcije je isključivo na njezinu kupcu, pa ako je kupac opcije ne aktivira ona „propada“. Drugi je uvjet pomalo nespretno sročeno, ali je njegova bit sljedeća: mora se raditi o pravnom poslu koji prema mjerodavnom pravu formalno ovlašćuje imatelja financijskog instrumenta da zahtijeva ispunjenje obveze sadržane u tom financijskom instrumentu. Za to je potrebno prvo utvrditi da je financijski instrument valjan prema mjerodavnom pravu, a drugo da je ovlaštenik iz tog financijskog instrumenta u mogućnosti na tom ugovoru temeljiti svoj zahtjev. Ako obveza isporuke dionica ne bi proizlazila formalno iz financijskog instrumenta nego iz džentlenskog sporazuma, tada se dionice iz tih instrumenata ne bi mogle pribrojiti.<sup>24</sup> Treći je uvjet da dionice moraju već biti izdane. Tako npr. financijski instrument kojim bi se ovlašteniku davalo pravo na isporuku dionica koje će se tek upisati o dospijeću emisije zamjenjivih obveznica, ne bi ulazio u polje primjene ove odredbe. Četvrti uvjet sastoji se u tomu da ovlašteniku iz takvog financijskog instrumenta mora biti dana oba prava kao alternative: ili da zahtijeva predaju dionica ili da zahtijeva predaju novca. Drugim riječima, ako temeljem takvog financijskog instrumenta nastaje za drugu stranu samo obveza isplate u novcu (*cash settlement derivative*) onda ovlaštenik iz financijskog instrumenta ne može zahtijevati predaju dionica, pa se takvi financijski instrumenti niti ne računavaju za potrebe brojanja glasačkih prava. No, vidjet ćemo iz korporativne prakse preuzimanja na koji su način ulagatelj koji se pripremao za preuzimanje i investicijski bankar našli načina da zaobiđu ovaj uvjet, kako bi izbjegli računanje dionica temeljem tog pravnog

---

drže financijske instrumente (*financial instruments*) koji daju pravo stjecanja dionica s pravom glasa koje su već izdane, izdavatelja čije su dionice uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu, na njihovu vlastitu inicijativu na temelju formalnog (obvezujućeg) sporazuma (engl. *formal agreement*).

22 Direktiva o transparentnosti u čl. 13. propisuje da o dospijeću, imatelj instrumenta mora imati ili *bezuvjetno* pravo stjecanja dionica ili *diskrecijsko pravo* da takve dionice stekne ili ne stekne.

23 Isto u čl. 13. Direktive o transparentnosti.

24 Vidi *infra* slučaj Continental AG, pod točkom 6.2.1.

posla.<sup>25</sup> Stoga je i ponuda za preuzimanje koja je uslijedila bila i veliko iznenađenje za izdavatelja.

### **3.4. Slučajevi ili kombinacije slučajeva koji se također pribrajaju**

Čl. 417. ZTK-a navodi još osam situacija u kojima se dioničarima pribrajaju glasačka prava u izdavatelju, bilo da se radi o navedenim slučajevima ili kombinacijama tih slučajeva. Krug navedenih slučajeva/situacija zapravo nastoji dati stvarnu sliku glasačke snage u društvu.

U prvom slučaju (čl. 417. st.1. t. 1. ZTK) radi se o glasačkim pravima koja drži treća strana, s kojom je fizička osoba ili pravni subjekt sklopio sporazum, kojim su se sve strane obvezale svojim usklađenim ostvarivanjem glasačkih prava koja drže, usvojiti dugoročnu politiku upravljanja izdavateljem.

Radi se zapravo o takvom obliku zajedničkog djelovanja u uvrštenom dioničkom društvu koje ima za cilj usklađeno ostvarivanje glasačkih prava, čime se opet nastoji povećati glasačka snaga. Uzmimo da oba dioničara imaju 4,9% glasačkih prava u izdavatelju. Niti jedan niti drugi nemaju zasebnu dužnost objave, jer nitko od njih nije prešao prag. No, s obzirom na to da se njihova glasačka snaga podvostručuje, a oni zajedno imaju 9,8% glasova i da usklađeno ostvaruju pravo glasa, o toj će okolnosti morati obavijestiti izdavatelja. Ako je takvih dioničara više, prijeđu li oni tim oblikom zajedničkog djelovanja prag od 25%+1 dionicu (kontrolni prag prema ZPDD-u) morat će objaviti ponudu za preuzimanje.

Ovaj slučaj za koji ZTK propisuje pribrajanje, samo je jedan od pojavnih oblika zajedničkog djelovanja koji su relevantni za potrebe primjene ZPDD-a, odnosno za potrebu utvrđivanja prelaska kontrolnog praga i to, tzv. „zajedničkim djelovanjem temeljem sporazuma“. No odredbe ZPDD-a preciznije određuju o kakvom se sporazumu mora raditi da bi se na temelju njega mogao izvesti zaključak o postojanju zajedničkog djelovanja. Usklađeno ostvarivanje prava glasa prepoznato je prema ZPDD-u samo kao jedan od ciljeva, koji se mogu ostvariti takvim sporazumom, ali je ZPDD izrijekom uredio da taj sporazum može biti: izričit ili prešutan, usmeni ili pisani, pa nema razloga da se takvo shvaćanje ne usvoji i za potrebe interpretacije ove norme iz ZTK-a.

U drugom slučaju (čl. 417. st. 1. t. 2. ZTK) radi se o glasačkim pravima koja treća strana drži na temelju sporazuma kojim je fizička osoba ili pravni subjekt privremeno i uz naknadu prenio ostvarivanje glasačkih prava na treću stranu. Taj se sporazum najčešće sklapa kako bi se prije ili tijekom održavanja glavne skupštine društva ojačala glasačka snaga nekog dioničara, posebno u pravnim sustavima koji poznaju sustav registracije ili prijave dioničara za sudjelovanje na skupštini društva. Propis je tako ustrojen da podrazumijeva da je osoba koja prenosi pravo glasa privremeno i uz naknadu ostala imatelj vrijednosnog papira, te je samo prenijela izvršavanje prava glasa (uz naknadu). Stoga je upitno mogu li se pod ovu

25 Loc. cit.

normu podvesti slučajevi gdje je pozajmila dionicu ili sklopila ugovor o prodaji s nazadkupnjom. Te osobe ne izvršavaju tuđe, već svoje pravo glasa, a dionicu će vratiti/nazadprodati kada to od njih očekuje osnovni ugovor. Kako je njihovo stjecanje dionica privremenog karaktera, ta osoba može vrlo lako iskoristiti te dionice da glasa na štetu društva, jer zbog povrata dionica neće snositi ekonomske konsekvence svog glasovanja. Ako se ima u vidu da pravni sustavi koji su usvojili koncept registracije, odnosno prijave dioničara na skupštinu zahtijevaju da je svojstvo „biti dioničar“ važno na taj dan, lako se može dogoditi da ta ista osoba, koja je privremeno stekla dionice glasuje na skupštini, a da uopće nije više dioničar. Konsekvence glasovanja privremenog dioničara snosit će dioničar kojem će biti vraćene/nazadprodane te iste dionice.

Treći slučaj (čl. 417. st. 1. t. 3. ZTK) označava situaciju u kojoj su glasačka prava prenesena na neku osobu radi osiguranja neke njezine tražbine. U slučaju založnopravnog osiguranja založni dužnik ostaje imatelj dionice, a u slučaju fiducijarnog osiguranja, fiducijar je novi „privremeni imatelj“ dionice sa svim prerogativima, dok god traje fiducija, stoga se dionice i glasačka prava koja iz njih proizlaze pripisuju njemu. No kako fiducijant i fiducijar mogu ugovorom utvrditi i drukčije (npr. da fiducijar mora slijediti upute fiducijanta) postavlja se pitanje kome će se onda ti glasovi pribrajati – fiducijantu ili fiducijaru. Barbić smatra da „*fiducijar ostvaruje pravo glasa na temelju dionice koju drži kao i svaki drugi dioničar pa nema potrebe utvrđivati kontrolira li fiducijar pravo glasa, jer je jasno da je tako kad je dioničar, a još manje ima li potrebe utvrđivati ima li kao dioničar namjeru koristiti se pravom glasa*“.<sup>26</sup> Ovo shvaćanje ima potporu u tomu što će prema trećima uvijek biti relevantna izjava volje koju iskaže fiducijar, neovisno što će možda biti osnove da ga fiducijant pozove na odgovornost zbog toga što je fiducijar glasovao suprotno njegovim uputama. No pri zalaganju dionice, s obzirom na to da dioničar ostaje nominalno dioničar, potrebno je ulaziti u unutarnji odnos između založnog dužnika i vjerovnika, i provjeravati tko od njih kontrolira pravo glasa, kao što nalaže ZTK.

Do slične situacije dolazi kada je na dionici u korist neke osobe osnovano pravo plodouživanja, pa je to ujedno četvrti slučaj (čl. 417. st. 1. t. 4. ZTK) koji rezultira obvezom obavještavanja izdavatelja. Barbić smatra da plodouživatelj dionice ne pripada pravo glasa, međutim, imatelj dionice će pri glasovanju zasigurno voditi računa o interesima plodouživatelja.<sup>27</sup> To je logično jer plodouživatelj crpi iz dionica ekonomsku korist.

Peti slučaj nameće obvezu dioničaru da obavijesti izdavatelja o dionicama koje drži putem osoba koje ona kontrolira, pri čemu zakonodavac u čl. 418. st. 1. ZTK-a određuje što točno smatra kontroliranim društvom.<sup>28</sup> Prvi je slučaj kada osoba koja kontrolira društvo mora u njemu imati većinu glasačkih prava. Drugi je slučaj u

26 Barbić, Jakša, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Organizator, Zagreb, 2010., str. 564-565.

27 Ibid., str. 565.

28 Kontrolirano društvo definirano je u čl. 2. st. 1. t. f. Direktive o transparentnosti.

kojem je osoba dioničar ili član te ima pravo imenovati ili opozvati većinu članova upravljačkih i/ili nadzornih tijela. Treći je slučaj u kojem je osoba dioničar ili član te u kojem samostalno kontrolira većinu glasačkih prava temeljem sporazuma sklopljenog s drugim dioničarima ili članovima toga pravnog subjekta. Četvrti je slučaj u kojem osoba može ostvarivati ili ostvaruje prevladavajući utjecaj ili kontrolu.<sup>29</sup> Osoba koja ima kontrolu smatra se vladajućom osobom, a njoj se prema izričitoj dikciji čl. 418. st. 3. ZTK-a pribrajaju osim glasova kontroliranog društva i glasačka prava onih fizičkih osoba ili pravnih subjekata koje glasaju u svoje ime, ali za račun vladajuće osobe ili nekoga kontroliranog društva vladajuće osobe.

Kada se radi o dionicama koje su u pohrani, glasačka prava iz tih dionica pribrajaju se toj osobi (skrbniku), ako ta osoba može ostvarivati pravo glasa iz dionica samostalno, po vlastitoj ocjeni, ako nema posebne upute dioničara. Ovaj zakonom određen šesti slučaj „pribrajanja“ (čl. 417. st. 1. t. 6. ZTK) ujedno pokazuje u čemu se sastoji „kontrola nad pravom glasa“. To je samostalnost ovlaštenika (u ovom slučaju skrbnika) da glasuje po svojoj vlastitoj ocjeni u nedostatku posebnih uputa dioničara. No, ako bi dioničar iskoristio svoje pravo na davanje uputa onda se glasačka snaga iz tih dionica ne bi mogla pripisati skrbniku. No hoće li do toga doći potpuno je neizvjesna okolnost izvan kontrole skrbnika, pa to stvara pravnu nesigurnost oko toga kome će se glasačka prava na kraju pribrojiti. Do tih će situacija smatramo razmjerno rijetko dolaziti, jer dioničari i daju svoje dionice u skrbništvo kako bi nekoj stručnoj osobi prepustili upravljanje pravima iz dionica. Valja istaknuti da kada skrbnik drži dionice u pohrani, a može glasovati isključivo uz upute dioničara, tada je prema izričitoj normi čl. 427. ZTK-a oslobođen dužnosti obavještanja neovisno o tomu koliko takvih dionica drži.

Sedmi slučaj koji je okidač obveze obavještanja o držanju dionica (čl. 417. st. 1. t. 7. ZTK) označava situaciju kada glasačka prava drži treća strana u svoje ime, ali to čini za račun neke druge osobe. Radi se o odnosu u kojem se treća strana nominalno iskazuje kao dioničar, ali djelujući u tom svojstvu to čini za račun treće osobe. Ovakav bi aranžman odgovarao pravnoj naravi komisijskog posla. Cilj takvih aranžmana također može biti prikazivanje manje glasačke snage (u ovom slučaju komitenta) nego što to ona zapravo jest.

Osmi slučaj (čl. 417. st.1. t. 8. ZTK) je punomoćnik dioničara. Za njega vrijede isti kriteriji kao i za skrbnika. Ako on može samostalno, prema vlastitoj ocjeni, u slučaju da nema posebne upute dioničara, ostvarivati pravo glasa, tada se takvo držanje dionica pribraja već postojećim oblicima držanja i o tomu se treba obavijestiti izdavatelja.

29 Čl. 5. st. 4. ZPDD-a uređuje pojam kontrole nešto drugačije u svrhu utvrđenja zajedničkog djelovanja. Cit.: (4) Smatra se da fizička i/ili pravna osoba kontrolira pravnu osobu ako ima: 1. neposredno ili posredno više od 25% udjela u temeljnom kapitalu pravne osobe, 2. neposredno ili posredno više od 25% glasačkih prava u glavnoj skupštini pravne osobe, 3. pravo upravljanja poslovnim i financijskim politikama pravne osobe na temelju ovlasti iz statuta ili sporazuma, 4. neposredno ili posredno prevladavajući utjecaj na vođenje poslova i donošenje odluka.

### 3.5. Obavijest koja se upućuje izdavatelju

Obavijest o promjeni glasačkih prava mora imati zakonom propisane sastojke (čl. 423. ZTK). Kada dioničar objavi držanje određenog postotka dionica s pravom glasa u društvu, on nije dužan objaviti što namjerava činiti s dionicama koje drži.

Neka zakonodavstva to zahtijevaju. Objava namjere u svezi s dionicama zahtijeva se u francuskom i njemačkom zakonodavstvu. U francuskom pravu, sukladno odredbama koje su izmijenjene 2009. godine,<sup>30</sup> ulagatelj je dužan objaviti namjeru s dionicama društva po prelasku propisanih pragova, 10%, 15%, 20% i 25%. Ulagatelj je dužan objaviti podatke o tomu na koji način je financirana transakcija stjecanja dionica, koja su jamstva dana kao i njegove namjere s izdavateljem. Dužan je objaviti drži li sva prava iz dionica ili ih drži kroz posudbu (*stock lending*). Rok za dostavu obavijesti (izdavatelju i regulatoru) je 5 radnih dana. Također, ulagatelj je dužan dostaviti nove podatke o namjeri s izdavateljem, ako se ona promijenila. Ujedno izmjenama francuskoga zakonodavstva koje se primjenjuju od 1. listopada 2012. godine, ulagatelj je dužan objaviti namjere u pogledu derivata namirivih u novcu kao i onih u dionicama (*equity-settled derivatives kao i cash-settled derivatives*) koji se sukladno novom uređenju uzimaju u obzir u računanju glasačke snage dioničara za potrebe obavještanja o držanju značajnoga postotka dionica u uvrštenom društvu. Sukladno čl. L. 233-7 francuskoga *Code de commerce*, ulagatelj koji je dužan objaviti namjeru (*declaration of intent*) mora precizirati namjerava li ostvariti opcijski ugovor (*option contract*) stjecanjem dionica koje drži njegova protustranka kod koje je osigurao svoje ulaganje (*as its hedge position*) ili ako namjerava izmijeniti uvjete opcijskog ugovora na način da novčanu naknadu zamijeni naknadom u fizičkom obliku (*physical settlement*).<sup>31</sup>

U njemačkom pravu, *Risikobegrenzungsgesetz* iz 2008. godine<sup>32</sup> propisano je da je ulagatelj koji dosegne ili prijeđe prag od 10% prava glasa u uvrštenom društvu dužan objaviti svoju namjeru vezanu uz njegovo ulaganje u roku od 20 trgovinskih dana od dosizanja ili prelaska propisanog praga, osim ako je prag dosegnut ili prijeđen samo privremeno, za kraće vremensko razdoblje.<sup>33</sup> Ako dođe do promjene objavljenih podataka, ulagatelj je dužan poslati novu obavijest u roku od 20 trgovinskih dana. Međutim, nužno je naglasiti da izdavatelji u svom statutu mogu propisati neprimjenu ovih odredaba (§ 27a. WpHG). Slično je u pravu SAD-a, gdje

30 Loi No 2009-1255 du 19 octobre 2009 kojim je izmjenjena odredba čl. L. 233-7 francuskog Code de commerce. Vidi čl. 223-17 AMF General Regulations, dostupno na [http://www.amf-france.org/documents/general/8155\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8155_1.pdf) (posjećeno 30. 01. 2013.).

31 Loi No 2012-387 du 22 mars 2012 kojim je izmjenjena odredba čl. L 233-7 (VII) Code de commerce.

32 Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) vom 12. August 2008 (BGBl. I S. 1666).

33 § 27a. WpHG izričito propisuje da su ulagatelji dužni objaviti: 1. je li stjecanje učinjeno radi ostvarivanja strateških ciljeva ili ostvarivanja dobiti, 2. namjeru stjecanja daljnjih prava glasa u narednih 12 mjeseci, 3. namjeru ostvarivanja utjecaja na organe upravljanja izdavateljem, 4. namjeru provođenja materijalnih promjena u strukturi kapitala društva kao i namjeru uvođenja promjena u politiku dividendi.

Section 13(d) Securities Exchange Act<sup>34</sup> (dalje u tekstu: SEA) kao i Rule 13d-1(a) Regulation 13D, svaka osoba koja, posredno ili neposredno, stekne glasačka prava (*beneficial ownership*)<sup>35</sup> od 5% ili više dionica izdavatelja istog roda s pravom glasa dužna je to javno objaviti. No, u istoj objavi (*Schedule 13D*), stjecatelj je dužan navesti je li stjecanje dionica dovelo ili će dovesti do promjene u postojećem sastavu upravnog odbora (uključujući i to hoće li se predložiti promjena broja direktora u društvu ili uvjeta za njihovo postavljanje), odnosno hoće li navedena promjena u držanju glasova dovesti do popunjavanja postojećih, a upražnjenih mjesta u upravnom odboru. Ujedno je dužan navesti hoće li uslijed navedenog stjecanja doći do promjene u statutu društva, internim aktima društva (*by-laws*) ili će doći do poduzimanja drugih radnji koje mogu utjecati na stjecanje kontrole nad izdavateljem od bilo koje osobe. Dakle, dužan je objaviti svoje namjere u pogledu dionica koje drži.<sup>36</sup>

Prema ZTK-u, rok za dostavu obavijesti počinje teći od dana od kada je fizička osoba ili pravni subjekt: 1. saznao ili s obzirom na okolnosti mogao saznati za stjecanje, otpuštanje ili mogućnost ostvarivanja glasačkih prava, neovisno o danu stjecanja, otpuštanja ili mogućnosti ostvarivanja glasačkih prava, 2. saznao za posljednje podatke objavljene javnosti sukladno čl. 429. ZTK-a. Prema čl. 574. ZTK-a propisana je novčana kazna za onu osobu koja propusti dostaviti obavijest o dozezanju, prelasku ili padu ispod propisanih pragova u izdavatelju. U poredbenom pravu osoba koja ne obavijesti o držanju propisanog postotka glasačkih prava u društvu ne može ostvarivati pravo glasa po dionicama kojima prelazi propisani prag te bi takvo rješenje valjalo usvojiti i u nas.<sup>37</sup>

Sukladno čl. 417. st. 2. ZTK-a kad nastane obveze obavještavanja, svaka osoba za koju je nastala obveza, obvezna je izdavatelju i HANFI dostaviti obavijest, a smatra se da je tako nastaloj obvezi udovoljeno ako se izdavatelju dostavi jedna zajednička obavijest.

34 Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881 (15 U.S.C. § 78a et seq.).

35 Sukladno Rule 13d-3 Regulation 13D („*Determination of Beneficial Owner*”) pojam „*beneficial owner*“ obuhvaća svaku osobu koja, posredno ili neposredno ima glasačku snagu („*voting power*“) koja uključuje pravo glasa ili određivanje kako će se glasovati na temelju dionice koja daje pravo glasa i/ili ulagateljsku snagu („*investment power*“) koja uključuje pravo raspolaganja ili određivanje kako će se raspolagati dionicom.

36 Vežano uz objavljivanje podataka o držanju glasačkih prava u društvima koja su uvrstila svoje dionice na organizirano tržište kapitala, u američkom pravu trenutno postoji pet različitih režima: režim koji se primjenjuje na tzv. aktivne dioničare koji drže 5% dionica s pravom glasa (*Schedule 13D*), zatim režimi koji se primjenjuju na tzv. pasivne dioničare koji drže 5% dionica s pravom glasa (*Schedule 13G*), institucionalne ulagatelje (*Form 13F*), *insidere* (direktore i dužnosnike društva) i dioničare koji drže 10% dionica društva (*Formulari 3, 4 ili 5 Section 16.*) i *mutual funds*. Ono što se predlaže u SAD-u je pojednostavljenje propisa o objavi podataka o držanju dionica u društvu (*share ownership disclosure rules*).

37 Jurić, Dionis, Transparentnost statusnih i financijskih odnosa povezanih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 27., br. 2., 2008., str. 959., gdje se poziva na Clausen, N. J., Sorensen, K. E., Disclosure of Major Shareholdings: A Comparative Analysis of Regulation in Europe, *International And Comparative Corporate Law Journal*, vol. 4., br. 3., 2002., str. 239-242.



### 3.6. Iznimke od obveze obavještanja

Iznimke od obveze obavještanja pokazuju da određene privremene oblike stjecanja ne treba prijavljivati kada stjecatelji dionica stalno mijenjaju pozicije trgujući u špekulativne svrhe, odnosno kada zauzimaju poziciju kratkoročnih ulagaljelja (*short party*) ili kada „ne kontroliraju“ pravo glasa.

Tako čl. 427. ZTK-a propisuje da za dionice i financijske instrumente koje drži skrbnik u okviru pružanja usluge skrbništva, ne postoji obveza obavještanja pod uvjetom da skrbnik glasačka prava može ostvarivati isključivo uz uputu dioničara dobivenu u pisanom obliku ili korištenjem elektroničkih sredstava.<sup>38</sup> Razlog ove iznimke sastoji se u tomu što skrbnik koji je sklopio takav skrbnički ugovor u nedostatku uputa uopće ne smije glasovati, pa onda niti nema glasačku snagu.

Druge iznimke proizlaze iz same prirode trgovanja financijskim instrumentima, koja podrazumijeva da se njima aktivno i često trguje. Ako su razlozi promjene pozicija u financijskim instrumentima usmjereni na stjecanje dobiti, odnosno zaradom na razlici u cijeni, onda se ne može govoriti o ulagateljima na duge staze koji imaju strateške ciljeve s izdavateljem. Oni samo trguju za svoj račun, odnosno u špekulativne svrhe.

Također ne postoji obveza obavještanja glede dionica i financijskih instrumenata koji su stečeni isključivo u svrhu poravnjanja i namire unutar tri trgovinska dana. Da bi se ova iznimka od obveze obavještanja primjenjivala na kreditnu instituciju (ili investicijsko društvo), osim poštivanja rokova za poravnanje i namiru i urednog vođenja knjige trgovanja glasačka prava u knjizi trgovanja ne smiju prelaziti 5% i kreditna institucija ne smije ostvarivati ta glasačka prava niti ih koristiti za uplitanje u upravljanje izdavateljem.<sup>39</sup>

Istu poziciju ima održavatelj tržišta. To je prema čl. 3. st. 9. ZTK-a osoba koja neprekidno djeluje na tržištu financijskih instrumenata, koja je spremna trgovati za vlastiti račun, kupnjom i prodajom financijskih instrumenata, po cijenama koje sama odredi, koristeći vlastiti kapital. Niti za njega ne postoji obveza obavještanja kada on tim stjecanjem ili otpuštanjem doseže, prelazi ili pada ispod praga od 5% glasačkih prava, pod uvjetom da ima odobrenje za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti nadležnog tijela, ne upliće se u upravljanje izdavateljem, niti vrši bilo kakav utjecaj na izdavatelja da kupi predmetne dionice ili podrži njihovu cijenu.

Odredbama čl. 420.-422. ZTK-a propisane su iznimke kod izračunavanja postotka glasačkih prava nekog izdavatelja koje drži matično društvo društva za upravljanje<sup>40</sup> i matično društvo investicijskog društva. Međutim, one se primjenjuju

38 Isto u čl. 9. st. 4. Direktive o transparentnosti.

39 Isto u čl. 9. st. 6. Direktive o transparentnosti.

40 Glasačkim pravima koja u slučajevima iz čl. 415., 416. i 417. ZTK-a pripadaju matičnom društvu društva za upravljanje, ne pribrajaju se glasačka prava iz dionica i financijskih instrumenata iz čl. 416. st. 1. ZTK-a kojima to društvo za upravljanje upravlja sukladno propisima kojima se uređuje osnivanje i poslovanje društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, ako društvo za upravljanje ta glasačka

na ograničen krug adresata, odnosno samo na financijske institucije kojima je kupnja i prodaja vrijednosnih papira i financijskih instrumenata osnovna djelatnost bilo da ih kupuju radi upravljanja kolektivnim ili individualnim portfeljem (*asset management*), bilo da ih kupuju po nalogu nalogodavaca ili u špekulativne svrhe. *Ratio* ove odredbe je da se glasačka prava ne pripisuju matičnom društvu (najčešće kreditnoj instituciji koja je osnivač tih društava), ako ovisno društvo koristi pravo glasa iz dionica koje se nalaze u portfelju fondova kojima upravlja ili u portfelju individualnih klijenata, odnosno u vlastitom portfelju, neovisno o matičnom društvu, pri čemu su za investicijska društva propisani još neki dodatni uvjeti.<sup>41</sup>

### 3.7. Obveze izdavatelja

Nakon što je izdavatelj primio obavijest od osobe koja je stekla dionice, nastaje njegova obveza da je objavi javnosti, bez odgode, a najkasnije u roku od tri trgovinska dana od dana zaprimanja (čl. 428. ZTK). Zakonodavac nameće obvezu izdavateljima dionica da na kraju svakog mjeseca, u kojem je došlo do promjene broja dionica s pravom glasa na koje je podijeljen temeljni kapital izdavatelja ili promjene broja glasačkih prava iz tih dionica, objave javnosti informaciju o nastalim promjenama i novom ukupnom broju dionica s pravom glasa.<sup>42</sup> Ujedno je u čl. 431. ZTK-a propisano da je izdavatelj dionica obvezan bez odgode objaviti javnosti svaku promjenu u pravima iz izdanih dionica, za svaki rod dionica posebno, uključujući i promjene u pravima iz izvedenih vrijednosnih papira koje je izdao izdavatelj i koje daju pravo na stjecanje dionica izdavatelja.<sup>43</sup>

Budući da društvo stjecanjem i raspolaganjem vlastitim dionicama može značajno utjecati na glasačku snagu pojedinoga dioničara, apostrofirana se potreba objavljivanja podataka o transakcijama stjecanja i otpuštanja vlastitih dionica.<sup>44</sup> ZTK u čl. 430. st. 1. propisuje da je izdavatelj dionica koji stječe ili otpušta vlastite

---

prava ostvaruje neovisno o svom matičnom društvu. Isto je propisao u čl. 12. Direktive o transparentnosti.

41 Glasačkim pravima koja u slučajevima iz čl. 415., 416. i 417. ZTK-a pripadaju matičnom društvu investicijskog društva, ne pribrajaju se glasačka prava iz dionica i financijskih instrumenata iz čl. 416. st. 1. ZTK-a kojima to investicijsko društvo upravlja pružanjem usluge upravljanja portfeljem, ako investicijsko društvo: 1. ima odobrenje za pružanje usluge upravljanja portfeljem izdano od HANFE ili nadležnog tijela države članice, 2. može ostvarivati glasačka prava iz dionica samo uz uputu dobivenu u pisanom obliku ili korištenjem elektroničkih sredstava, ili primjenom odgovarajućih mjera osigurava da se usluga upravljanja portfeljem pruža neovisno o ostalim uslugama pod uvjetima koji su jednaki uvjetima određenim propisima, kojima se uređuje osnivanje i poslovanje društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, 3. glasačka prava ostvaruje neovisno o svom matičnom društvu.

42 Isto u čl. 15. Direktive o transparentnosti.

43 Isto u čl. 16. st. 1. Direktive o transparentnosti.

44 Za europsko pravo vidi čl. 14. Direktive o transparentnosti i čl. 10. st. 1. t. i. Direktive o ponudama za preuzimanje. Za hrvatsko pravo vidi čl. 430. ZTK-a i čl. 272.p. st. 1. t. d. ZTD-a.

dionice, bilo neposredno bilo putem osobe koja djeluje u svoje ime, a za račun izdavatelja, obvezan bez odgode, a najkasnije u roku od četiri trgovinska dana od dana stjecanja ili otpuštanja vlastitih dionica, objaviti javnosti broj vlastitih dionica (u apsolutnom i relativnom iznosu) koje drži nakon svakog stjecanja ili otpuštanja vlastitih dionica. Postotak vlastitih dionica koji drži izdavatelj izračunava u odnosu na sve dionice izdavatelja izdane s pravom glasa (čl. 430. st. 2. ZTK). Postupanje izdavatelja protivno odredbi čl. 430. st. 1. ZTK-a sankcionirano je kao lakši prekršaj izdavatelja naveden u čl. 575. ZTK-a.

Obveza fizičke ili pravne osobe koja je stjecanjem dionica s pravom glasa prešla, dosegla i pala ispod pragova propisanih zakonom da obavijesti o takvom stjecanju (prelasku ili padu) izdavatelja uvijek se, prema čl. 414. st. 1. ZTK-a, računa u odnosu na sve dionice izdavatelja istog roda s pravom glasa, uključujući i vlastite dionice izdavatelja i dionice kod kojih je ostvarivanje glasačkih prava isključeno ili ograničeno zakonom ili pravnim poslom, a prema posljednjim podacima objavljenim javnosti sukladno članku 429. ZTK-a. Dakle, za pravne i fizičke osobe koje su dužne obavijestiti izdavatelja o stjecanju / otpuštanju dionica s pravom glasa mjerodavne su one promjene ukupnog broja glasova (prema čl. 413. st. 2. t. 2. ZTK) koje su posljedica promjene broja ukupno izdanih dionica s pravom glasa (npr. kod izdavanja novih dionica ili povlačenja izdanih dionica) kao i u slučajevima promjene broja glasačkih prava iz već izdanih dionica (npr. pretvaranje povlaštenih dionica u redovne dionice).<sup>45</sup>

### **3.8. Odgovornost izdavatelja za štetu**

U čl. 442. ZTK-a predviđena je i odgovornost za objavljivanje informacija javnosti. Izdavatelj, članovi upravljačkih i/ili nadzornih tijela izdavatelja, kao i osobe koje su u izdavatelju zadužene za ispunjenje pojedinih obveza izdavatelja propisanih člancima 403., 407., 410., 411., 431. i 432. ZTK, solidarno odgovaraju ulagatelju za štetu koju ulagatelj pretrpi radi nepravilnog ispunjenja tih obveza, osim ako se dokaže da su pri ispunjenju istih postupali s pažnjom dobrog stručnjaka. S obzirom na to da se među nabrojenim člancima ne spominje obveza izdavatelja iz čl. 428. ZTK-a, smatramo da je krug odgovornih osoba pri povredi te objave ograničen samo na izdavatelja i članove njegovih upravljačkih tijela. Ovu bi omašku trebalo ispraviti u idućoj redakciji na način da se uvrsti da „osobe koje su u izdavatelju zadužene za ispunjenje pojedinih obveza...“ odgovaraju za propuste objave iz čl. 428. ZTK-a.

<sup>45</sup> Vidi stajalište HANFE dostupno na: <http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=230&LANG=&vijestid=488> (posjećeno 17.12.2012.).

## **4. RELEVANTNA STJECANJA GLASAČKIH PRAVA KOJA REZULTIRAJU OBVEZOM OBJAVE PONUDE ZA PREUZIMANJE PREMA ZPDD-U**

### **4.1. Kontrolni prag i obveza objave ponude**

Preuzimanjem dioničkog društva određena osoba stječe ili je na putu da stekne kontrolu nad društvom, nakon čega može utjecati na donošenje ključnih odluka u društvu. Manjinski dioničari tada u pravilu gube utjecaj i interes za ostanak u društvu, pa im treba omogućiti izlazak iz društva. Zbog toga zakonodavac, stjecatelju kontrole nameće obvezu objavljivanja ponude za preuzimanje u trenutku stjecanja određenoga postotka glasačkih prava u društvu. Taj kontrolni prag u hrvatskom pravu iznosi 25% dionica s pravom glasa, čijim prelaskom nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Kada netko stekne više od 25% glasova u glavnoj skupštini ciljnog društva najčešće može blokirati ili spriječiti donošenje nekih bitnih odluka u društvu, pa se uz taj prag vezuje i pojam kontrolnog praga. Iako taj postotak glasačkih prava označava *blocking minority* to još uvijek nije postotak glasačkih prava koji je potreban za postizanje većine pri donošenju odluke, pa se stoga u literaturi on s pravom osporava, kao prenizak.<sup>46</sup>

Specifičnost propisa koji uređuju postupak preuzimanja u smislu utvrđivanja broja i postotka glasačkih prava (radi utvrđivanja je li prijedren kontrolni prag) je u tomu da se, s jedne strane osobi (ponuditelju) ubrajaju osim dionica koje izravno drži, glasačka prava koja drži po nekim neizravnim osnovama, propisanim prema čl. 8. ZPDD-a, ali se pored toga glasačkim pravima ponuditelja pribrajaju glasačka prava osoba koje s njime zajednički djeluju, bilo da ih te druge osobe drže izravno ili na načine koji se s njima izjednačuju.<sup>47</sup>

### **4.2. Uračunavanje glasačkih prava za neke oblike držanja dionica**

Slično kao i u odredbama ZTK-a koje uređuju dužnost objave promjena u korporativnoj strukturi za određene glasačke pragove, i ZPDD, osim dionica koje su već stečene, ubraja ponuditelju i osobama koje s njim zajednički djeluju i ona glasačka prava koja po nekoj osnovi drže osobe različite od ponuditelja (i osoba koje s njima zajednički djeluju) pa čak i neka još „nestečena“ glasačka prava. ZPDD u čl. 8. st. 1. imenuje nekoliko takvih situacija.

46 Na to ukazuju Parać i Petrović. Vidi, Parać, Zoran, Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu, god. 42., sv. 4., 2003., str. 47-48. Isto, Petrović, Siniša, Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva, Hrvatska pravna revija, br. 8., 2002., str. 22. U Studiji izrađenoj za potrebe Europske komisije o primjeni Direktive o ponudama za preuzimanje koja je objavljena 2011. godine, većina ispitanika podržala je prag od 30% glasačkih prava, kao prag čijim bi prelaskom trebala nastati obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Dostupno na <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2011/nov11/31663.pdf> (posjećeno 30.07.2012.).

47 Čl. 6. st. 2. ZPDD-a i čl. 5. st. 1. Direktive o ponudama za preuzimanje.

U stečene dionice čl. 8. st. 3. ZPDD-a ubraja i one u pogledu kojih je već sklopljen pravni posao ili je nastao drugi pravni temelj za prijenos dionica, neovisno o tomu je li prijenos dionica i upis u depozitorij ili registar dionica ciljnog društva, već obavljen te je li pravni posao sklopljen pod odgovnim uvjetom. Ovo je rješenje usvojeno iz razloga što bi odlaganjem upisa u depozitorij ponuditelj, odnosno osobe koje s njim zajednički djeluju, mogao odgađati učinak samog stjecanja, a time i ubrajanje glasova, tako da pravni posao koji je temelj za prijenos nikad ne posluži kao podloga za upis. Isto tako bi ugovorne strane mogle kontrolirati da nikad ne nastupi odgovni uvjet koji bi bio dodan tom pravnom poslu, što bi opet rezultiralo nemogućnošću ubrajanja glasova. Smatra se da su stečene dionice s pravom glasa i ako je došlo do stjecanja potvrda koje predstavljaju određeni broj dionica ciljnog društva, a s kojima se trguje na burzi, npr. globalne potvrde o deponiranim dionicama (čl. 8. st. 3. ZPDD).

Dalje će se ponuditelju i osobama koje s njim djeluju zajednički pribrojiti dionice s pravom glasa ciljnog društva koje su te osobe prenijele na treću osobu kao osiguranje, osim ako je ta osoba ovlaštena samostalno ostvarivati pravo glasa iz tih dionica neovisno o uputama tih osoba (čl. 8. st. 1. t. 2. ZPDD). Ova je situacija slična onoj koja rezultira pribrajanjem glasačkih prava za potrebu obavještanja izdavatelja prema čl. 417. st. 1. t. 3. ZTK-a.<sup>48</sup> Na dvojbu oko toga komu će se *in concreto* pribrojiti glasovi već smo ukazali u prvom dijelu rada.<sup>49</sup>

Dioničaru se pribrajaju glasova iz dionica kada je u njegovu korist osnovano pravo plodouživanja, iako on prema prevladavajućem shvaćanju nema pravo glasa.<sup>50</sup>

Pibraja se i glasačka prava iz dionica koje ponuditelj može steći izjavom volje (čl. 8. st. 1. t. 4. ZPDD). Tipična situacija je sklapanje nekog (teminskog) pravnog posla kojim ponuditelj ili osoba koja s njime zajednički djeluje stječe pravo na „isporuku dionica s pravom glasa“. Zakonodavac spominje najjednostavniji primjer, ali odredba zakona se ne iscrpljuje tim primjerom. To je stjecanje *call* opcije (opcija za kupnju dionica). Kako osoba koja je kupila *call* opciju ima ovlaštenje aktivirati je na neki dan ili unutar nekog perioda, onda joj se ubrajaju glasačka prava iz dionica koje su predmet te opcije. Postavlja se pitanje ubrajaju li mu se glasačka prava iz dionica koje su predmet opcije već od kupnje opcije ili tek u vrijeme od kada je moguće njezino izvršenje (*strike date*).<sup>51</sup> U svakom slučaju jednostavnije je rješenje ubrojiti ta stjecanja od dana sklapanja opcijskog ugovora.

48 Odredba glasi: 3. glasačkim pravima iz dionica koja su fizičkoj osobi ili pravnom subjektu prenesena kao osiguranje, ako fizička osoba ili pravni subjekt kontrolira ta glasačka prava i iskaže svoju namjeru ostvarivanja istih.

49 Vidi raspravu o tom pitanju supra u točki 3. 4.

50 Plodouživatelj nema pravo glasa u glavnoj skupštini društva i nije dioničar. Međutim dioničar je dužan voditi računa o interesima plodouživatelja pri ostvarivanju prava glasa. Barbić, Jakša, op. cit., str. 391.

51 To donekle ovisi i o modelu opcijskog ugovora. Postavlja se pitanje je li primjereno vezivati trenutak stjecanja dionice za trenutak kupnje opcije (kao što to proizlazi iz čl. 8. st. 3. ZPDD-a), ako kupac, npr. *call* opcije može izvršiti opciju samo na određeni dan nakon sklapanja opcijskog ugovora, ali ne i unutar razdoblja od sklapanja opcijskog ugovora do dana izvršenja opcije.

Idući primjer uračunavanja su glasačka prava iz dionica koje su nekome povjerene (čl. 8. st. 1. t. 5. ZPDD). Ako osobe kojima su povjerene mogu pravo glasa iz tih dionica ostvarivati samostalno, po vlastitoj ocjeni, bez posebnih uputa dioničara onda se te dionice (glosačka prava) pribrajaju njima, neovisno o tomu što dionice nominalno pripadaju drugoj osobi. Ova odredba ZPDD-a je nepotpuna u odnosu na svoj uzor iz njemačkoga prava (§ 30. st. 1. t. 5. WpÜG).<sup>52</sup> Njemačka odredba spominje i osobu koja kao punomoćnik može ostvarivati pravo glasa. Smatramo da bi odredbom ZPDD-a trebalo obuhvatiti i punomoćnike i skrbnike.

### **4.3. Ukupan broj dionica u odnosu na koji se računa postotni kontrolni prag**

U „životu“ dioničkog društva broj glasačkih prava na glavnoj skupštini društva vezan je prvenstveno uz ukupan broj dionica izdanih s pravom glasa. No broj aktivnih glasačkih prava na pojedinoj skupštini društva može se mijenjati, ako primjerice društvo stekne vlastite dionice. Pravo glasa iz tih dionica miruje (čl. 235. ZTD), pa se sukladno tomu smanjuje apsolutan broj glasova. U tom slučaju kontrolni prag bi mogla prijeći i osoba koja prijeđe prag u odnosu na realno smanjeni broj aktivnih glasova. Stjecanjem vlastitih dionica društvo bi moglo „gurnuti“ nekog dioničara u preuzimanje bez da je on ili osoba s kojom zajednički djeluje stekao ijednu novu dionicu, s onima koje već ima. Zakonodavac štiti dioničare od takvoga prelaska praga.

ZPDD propisuje da se postotak dionica s pravom glasa u ciljnom društvu izračunava u odnosu na sve dionice ciljnog društva izdane s pravom glasa, uključujući i vlastite dionice ciljnog društva i dionice kod kojih je ostvarivanje prava glasa isključeno ili ograničeno zakonom ili pravnim poslom.<sup>53</sup>

No kako se dionicama s pravom glasa stjecatelja pribrajaju dionice s pravom glasa osoba koje s njim zajednički djeluju, za utvrđivanje glasačke snage pojedinog dioničara bit će relevantne i sve osnove za uspostavu odnosa zajedničkog djelovanja.

Institut zajedničkog djelovanja uređen je čl. 5. ZPDD-a. Osobe koje djeluju zajednički su fizičke i/ili pravne osobe koje surađuju međusobno ili s ciljnim društvom na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, čiji je cilj stjecanje dionica s pravom glasa, usklađeno ostvarivanje prava glasa ili sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja (čl. 5. st. 2. ZPDD).<sup>54</sup>

52 §30. WpÜG: „die dem Bieter anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen.“ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), das zuletzt durch Artikel 2c des Gesetzes vom 28. November 2012 (BGBl. I S. 2369).

53 O važnosti uzimanja u obzir vlastitih dionica pri izračunavanju ukupnog postotka dionica s pravom glasa vidjeti kod Parać, Zoran, Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu, god. 42., svezak 4., 2003., str. 45-46.

54 U postupku rješavanom pred Upravnim sudom Republike Hrvatske br. Us-7615/2009-6 sud je izričito istaknuo: „Sud smatra da nije od utjecaja činjenica što ne postoji pisani sporazum ili drugi dokaz u pisanoj formi..., već je dovoljna znakovita manifestacija volje kroz druge



Za neke tipične situacije povezanosti osoba, Zakon uvodi i predmnjevu zajedničkog djelovanja. Tako je izrijeком propisano da se za sljedeće osobe smatra da djeluju zajednički: 1. osobe koje povezuju samo okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica, kao što su vrijeme ili razdoblje u kojem su stjecale dionice, mjesto stjecanja, način stjecanja, odredbe ugovora o stjecanju, vrijednost stečenih dionica, druge okolnosti koje su dovele do stjecanja dionica koje ukazuju na usklađenost u stjecanju ili zajedničkoj namjeri osoba, 2. članove uprave ili nadzornog odbora društava koja djeluju zajednički, 3. članove uprave ili nadzornog odbora s društvima u kojima su članovi tih tijela, 4. osobe koje su glavnoj skupštini ciljnog društva predlagale imenovanje ili razrješenje članova uprave ili nadzornog odbora, ili druge odluke, za čije je donošenje potrebna tročetvrtinska većina prisutnih glasova na glavnoj skupštini i koje su glasovale za donošenje takvih odluka.<sup>55</sup> Neke od ovih pretpostavki u praksi će se moći vrlo teško dokazati.<sup>56</sup>

Ujedno pravne osobe te fizičke i/ili pravne osobe djeluju zajednički kad jedna od njih neposredno ili posredno kontrolira drugu ili druge pravne osobe, pri čemu zakonodavac dalje pojašnjava kada se smatra da fizička i/ili pravna osoba kontrolira pravnu osobu.<sup>57</sup> Trgovačka društva djeluju zajednički ako su međusobno povezana u smislu odredaba ZTD-a.<sup>58</sup> Fizičke osobe djeluju zajednički ako su u krvnom srodstvu u pravoj liniji, a u pobočnoj liniji do prvog stupnja zaključno te ako su bračni ili izvanbračni drugovi.<sup>59</sup>

---

*aktivnosti da sili na zaključak zajedničkog djelovanja stjecanja dionica istog ciljnog društva.* “ Namjera zakonodavca bila je anticipirati sve pojave oblike temeljem kojih dvije ili više osoba mogu zajednički djelovati kako bi se te osobe obvezalo da objave ponudu za preuzimanje utvrdi li se da one djeluju zajednički. Dostupno na: [http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=sudske\\_odluke](http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=sudske_odluke) (posjećeno 30.01.2013.).

- 55 Ističe se nekoliko nepreciznosti u propisanoj odredbi. Prva se nepreciznost odnosi na okolnost da glavna skupština po ZTD-u nije nadležna za imenovanje i razrješenje članova uprave. Ako bi se takva nadležnost propisala statutom društva ta bi odredba bila nišetna. Druga nepreciznost učinjena je propisivanjem uvjeta da je za donošenje odluke glavne skupštine “potrebna tročetvrtinska većina prisutnih glasova na glavnoj skupštini”. U ZTD-u se ne propisuje takva većina. Ova bi većina bila moguća jedino ako bi bila propisana statutom, ali to će biti moguće samo za one slučajeve kada ZTD dopušta takvo odstupanje. Barbić, Jakša, op. cit., str. 388.
- 56 Na ovaj se problem osvrće Petrović, Siniša, Zajedničko djelovanje prema Zakonu o postupku preuzimanja dioničkih društava, Informator, br. 4835., 2000., str. 9.
- 57 Smatra se da fizička i/ili pravna osoba kontrolira pravnu osobu ako ima: 1. neposredno ili posredno više od 25% udjela u temeljnom kapitalu pravne osobe, 2. neposredno ili posredno više od 25% glasačkih prava u glavnoj skupštini pravne osobe, 3. pravo upravljanja poslovnim i financijskim politikama pravne osobe na temelju ovlasti iz statuta ili sporazuma, 4. neposredno ili posredno prevladavajući utjecaj na vođenje poslova i donošenje odluka (čl. 5. st. 4. ZPDD). Valja naglasiti da slučaj opisan pod 1. ne dovodi nužno do kontrole, ako se pri tom istodobno ne drži i 25% glasačkih prava.
- 58 ZTD povezana društva uređuje u Glavi VI. (čl. 473.-511. ZTD). Sukladno čl. 473. ZTD-a povezana društva su pravno samostalna društva koja u međusobnom odnosu mogu stajati kao: 1. društvo koje u drugome društvu ima većinski udio ili većinsko pravo u odlučivanju, 2. ovisno i vladajuće društvo, 3. društvo koncerna, 4. društva s uzajamnim udjelima, 5. društva povezana poduzetničkim ugovorima.
- 59 Vidi odluku Upravnog suda RH broj Us-12566/2007-6 dostupno na: [http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=sudske\\_odluke](http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=sudske_odluke) (posjećeno 30.01.2013.).

## 5. RAZLIKE IZMEĐU ZTK-a I ZPDD-a

Analizirajući naprijed navedene odredbe ZTK-a i ZPDD-a dolazimo do zaključka da postoje s jedne strane propisi koji predstavljaju zajednički nazivnik, ali i oni koji divergiraju. Istovjetno rješenje je da i ZTK i ZPDD za izračunavanje glasačke snage u obzir uzimaju sve dionice izdavatelja izdane s pravom glasa, uključujući i vlastite dionice i dionice kod kojih je ostvarivanje prava glasa isključeno ili ograničeno zakonom ili pravnim poslom.

Razlika se pojavljuje kod držanja financijskih instrumenata koji daju pravo na stjecanje dionica. Tako, da bi se prema ZTK-u fizičkoj ili pravnoj osobi pribrojilo pravo glasa potrebno je da oni te financijske instrumente drže posredno ili neposredno te da im daju bezuvjetno pravo da svojom jednostranom izjavom volje, na temelju obvezujućeg pravnog posla sklopljenog prema mjerodavnom pravu, steknu već izdane dionice s pravom glasa izdavatelja koje su temelj izdanja odnosno financijskog instrumenta. ZTK, dakle uvjetuje ubrajanje glasova, ako postoji nekoliko kumulativno ispunjenih uvjeta: ovlaštenik mora moći aktivirati taj financijski instrument jednostranom izjavom volje, a pravni posao mora biti valjan prema mjerodavnom pravu. To zbog toga jer nevaljani osnovni pravni posao ne bi mogao biti temelj za isporuku dionica, pa zbog toga niti za povećanje prava glasa. ZTK naglašava da se radi o dionicama koje su već izdane. Za razliku, ZPDD propisuje da će se ponuditelju i osobama koje s njime zajednički djeluju, pribrojiti dionice koje ponuditelj može steći izjavom volje, pri čemu se ne propisuju dodatni uvjeti koje je potrebno ispuniti. Čini se da je ZTK nomotehnički precizniji i da bi elemente iz ZTK-a trebalo prihvatiti i u ZPDD-u.

Određene razlike postoje u definiranju sporazuma kojim nastaje usklađeno ostvarivanje glasačkih prava osoba koje djeluju zajednički temeljem sporazuma. ZTK u čl. 417. st. 1. propisuje da će se fizičkoj osobi ili pravnom subjektu pribrojiti glasačka prava koja ima pravo steći, otpustiti, ostvarivati ili prenijeti njihovo ostvarivanje u izdavatelju, ako se radi o glasačkim pravima koja drži treća strana, s kojom je fizička osoba ili pravni subjekt sklopio sporazum, kojim su se sve strane obvezale svojim usklađenim ostvarivanjem glasačkih prava koja drže, usvojiti dugoročnu politiku upravljanja izdavateljem. U slučaju ZTK sporazum ima samo jedan cilj – usvajanje dugoročne politike upravljanje izdavateljem.

S druge strane, ZPDD uređujući zajedničko djelovanje precizira da sporazum može biti izričit ili prešutan, usmeni ili pisan, ali je spektar ciljeva koji se tim sporazumom nastoji postići širi nego onaj kojeg navodi ZTK. Osim usklađenog ostvarivanja prava glasa (koji je isti i prema ZPDD-u i prema ZTK-u), osobe između kojih postoji sporazum prema ZPDD-u mogu imati za cilj i (daljnje) stjecanje dionica s pravom glasa, ali i sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja, što je različito od ZTK-a. *ESME* je u svom izvješću<sup>60</sup> opravdao

60 European Securities Markets Expert Group *Preliminary views on The definition of “acting in concert” between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 17 September 2008, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/acting\\_in\\_concert\\_20081117\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/acting_in_concert_20081117_en.pdf). (posjećeno 10.12.2012.).

postojanje tih razlika različitim regulatornim ciljevima. Dok je prvenstveni cilj odredaba o dužnosti objavljivanja podataka o korporativnoj strukturi vanjska vidljivost korporativne strukture društva, cilj koji se želi postići propisima koji reguliraju preuzimanje je zaštita manjinskih dioničara kroz dužnost objave ponude za preuzimanje, osoba koje djeluju zajednički. Autorice smatraju da bi pojam sporazuma iz čl. 417. st.1. t. 1. ZTK-a trebalo tumačiti u duhu čl. 5. st. 2. ZPDD-a.

## **6. NOVI POJAVNI OBLICI NEIZRAVNOG DRŽANJA GLASAČKIH PRAVA**

### **6.1. Empty voting i hidden (morphable) ownership**

Iako zakonodavac nastoji „uhvatiti u mrežu“ sve oblike neizravnog držanja kojima neka osoba stječe glasačke blokove i/ili kontrolu, razvojem tržišta kapitala dolazi do nastanka novih manje vidljivih pojava oblika neizravnog držanja. Neke od njih su *new vote buying*,<sup>61</sup> *empty voting* i *hidden (morphable) ownership*.

Prazno glasovanje ili *empty voting* obuhvaća glasovanje po onim dionicama u odnosu na koje dioničar nema korespondirajući imovinski interes u društvu u kojem ostvaruje svoje pravo glasa.<sup>62</sup> Ako dioničar ima imovinski interes u društvu u kojem glasa, tada će njegovo glasovanje biti usklađeno (*aligned*) s interesima društva, jer podrži li odluku koja je suprotna interesima društva, to će se odraziti i na njegov ekonomski status, odnosno preuzet će rizik kojeg će osjetiti na imovini. No ako taj interes ne postoji, tada nema ni rizika pa osoba može glasovati kako hoće. Često se kao najpoznatiji primjer *empty votinga* navodi slučaj *Laxey Partners / British Land*.<sup>63</sup> *Laxey* je bio *hedge* fond koji je imao 1% dionica s pravom glasa u *British Landu* (dalje: BL). Na glavnoj skupštini BL-a *Laxey* je glasao s 9% dionica i tako podržao prijedlog za likvidaciju BL-a. K tomu se protivio ponovnom izboru predsjednika BL-a. Dionice je stekao tako što ih je pozajmio neposredno prije datuma predviđenog za registraciju dioničara (*record date capture*). Neki

61 Zurkinden, Michael, Corporate Vote Buying: The New Separation of Ownership and Control, <http://ssrn.com/abstract=1338624>, str. 11. (posjećeno 27.11.2012.), razlikuje recipročne i nerecipročne transakcije „kupovanja novih glasova“ (*reciprocal and non-reciprocal vote buying transactions*). O recipročnim transakcijama će se raditi kada „prodavatelj prodaje“ glasačka prava „kupcu“ koji za to plaća određeni novčani iznos. Dakle, glasovima se izravno „trguje“. S druge strane, kod nerecipročnih transakcija glasovi se u pravilu ne prodaju, već „kupac“ osigurava svoj ekonomski rizik koji proizlazi iz držanja dionica. Nerecipročno „kupovanje“ glasova uključuje dvije odvojene transakcije na dva odvojena tržišta.

62 Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_empty\\_voting\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf) (posjećeno 15.12.2012.).

63 Hu, Henry T.C. and Black, Bernard S., The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, vol. 79., str. 817., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=904004> (posjećeno 20.12.2012.).

institucionalni investitori koji su pozajmili dionice Laxeyu, među kojima je bio Hermes, poznati aktivist korporativnog upravljanja, uopće nisu bili svjesni na koji način će se koristiti pozajmljene dionice.<sup>64</sup>

Stvaranjem nerazmjera u odnosu na prava glasa i imovinskih interesa u društvu te „kupovanjem novih glasova“, mogu se postići željeni učinci u drugim društvima, ali ne na transparentan način. Ilustrativan je sljedeći primjer. U prosincu 2004. godine *Deutsche Boerse* predložila je kupnju dionica *London Stock Exchange (LSE)*. U siječnju 2005. godine, dva *hedge fonda (Children's Investment Fund i Atticus Capital)* koji su zajedno držali 8% dionica u *Deutsche Boerse* javno su se usprotivili prijedlogu tvrdeći da je on protivan interesima dioničara, te se odustalo od provođenja namjeravane poslovne transakcije.<sup>65</sup> Ovi podaci ukazuju da osobe koje stječu dionice kao *empty voters*, a to su najčešće *hedge* fondovi, mogu vršiti prekomjerni pritisak na izdavatelja. Uz njih se obično i vezuje dioničarski aktivizam u pejorativnom smislu.

*European Corporate Governance Forum* (dalje u tekstu *ECGF*) u svom je očitovanju iz 2010. godine o *empty votingu* i vidljivosti svojstva dioničara<sup>66</sup> istaknuo da do *empty votinga* dolazi na nekoliko načina: pozajmljivanjem dionica (engl. *borrowing shares*), korištenjem *swapa* dionica (*equity swap*)<sup>67</sup> ili kupnjom dionica u vrijeme kada je potrebno prijaviti sudjelovanje na skupštini društva (*registration date*), odnosno trgovanjem dionicama u vremenskom razdoblju između datuma registracije (*record date*) i datuma održavanja glavne skupštine (*voting date*)<sup>68</sup> i njihovom nazadprodajom (neposredno nakon datuma registracije) što rezultira time da „dioničar“ koji glasuje na skupštini društva više nema svojstvo dioničara.

64 Ibid., str. 822., bilješka 23., 834. BL je optužio Laxey za zlouporabu glasačkih prava, a Laxey je pozivao slabi menadžment da odstupi. Hermes se još i ispričao.

65 O tome više vidi kod Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, cit., str. 1033-1034.

66 Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_empty\\_voting\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf) (posjećeno 15.12.2012.).

67 Posebnost ugovora o *equity swapu* je u okolnosti što njihovim sklapanjem može doći do „razdvajanja“ financijskih interesa od prava glasa u kojem strana s *long equity side* („*the equity leg*“) stječe financijske koristi, ali ne i pravo glasa koje proizlazi iz dionice, dok *short side* („*the interest leg*“) ima pravo glasa, ali ne i financijske koristi. O (valutnom i kamatnom) *swapu* više u nas, vidi: Slakoper, Zvonimir, Beroš, Marta Božina, *Ugovor o valutnom i kamatnom swapu*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30., br. 2., 2009., str. 944-985.

68 Pravo glasa i u SAD-u i u europskom pravu društava sukladno čl. 7. st. 2. Direktive o pravima dioničara u uvrštenim društvima, ima onaj tko je imatelj dionice na određeni datum prije održavanja glavne skupštine, tzv. datum registracije (*record date*). Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, OJ L 184, 14. 7. 2007., str. 17-24. Latham&Watkins, „Empty Voting“ and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds, M&A Deal Commentary, April 2007., dostupno na [http://www.lw.com/upload/pubContent/\\_pdf/pub1878\\_1.Commentary.Empty.Voting.pdf](http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub1878_1.Commentary.Empty.Voting.pdf) (posjećeno 04.11.2012.), gdje problematiku trgovanja dionicama nakon datuma registracije, a prije samoga glasovanja prikazuju na predmetu *Transkaryotics* koji je u tijeku pred sudom u Delawareu.

Suprotna je pojava kada osoba nije imatelj dionice, ali je ovlašten izvršiti utjecaj na glasovanje kao da je pravi dioničar, pa se onda kaže da „*skriveno*“ drži dionice, odnosno da ima *hidden (morphable) ownership*.<sup>69</sup> Prema sadašnjem regulatornom režimu držanje derivata namirivih u novcu (*cash settlement derivatives*) ne ulazi u zonu objaveštavanja o blokovima glasačkih prava, jer taj instrument ne daje mogućnost njegovu imatelju da stekne dionice. No u praksi imatelj tog financijskog instrumenta postaje ekonomski izložen kretanjima cijena tih dionica, a može ostvariti neformalan utjecaj na onoga tko ima pravo glasa. Zbog toga se ova pojava opisuje i kao „kombinacija nerazotkrivenog ekonomskog interesa udružena s vjerojatnom neformalnom glasačkom snagom“.<sup>70</sup>

ECGF naglašava da *empty voting i hidden ownership* nisu u zoni dužnosti objave glasačkih prava prema pravu EU-a.

Čl. 10. Direktive o transparentnosti, doduše, poznaje obvezu obavještanja (i objave podataka) o držanju glasačkih prava kada „pravo glasa drži treća osoba na temelju sporazuma sklopljenog s tom fizičkom ili pravnom osobom, a koji predviđa privremeni prijenos *ostvarivanja* prava glasa uz naknadu“,<sup>71</sup> no ovdje ne dolazi do prijenosa ostvarivanja prava glasa nego do potpunog prijenosa prava, ali privremeno.

Čl. 10.(g) Direktive o transparentnosti propisuje obvezu obavještanja kada „treća osoba drži pravo glasa u svoje vlastito ime, a za račun fizičke ili pravne osobe“.<sup>72</sup> Ta norma također ne pokriva situaciju *empty voting*, jer *empty voter* drži tu dionicu kao svoju vlastitu, ali privremeno. To je potrebno ispraviti uvođenjem obveze obavještanja izdavatelja i objave takvog držanja glasova, koje stajalište je podržano u komparativnoj doktrini.<sup>73</sup>

69 Hu, Henry, T. C., Black, Bernard, op. cit., str. 1014., gdje ističu da su vrlo često pravila o transparentnosti usmjerena na pravo glasa, a ne na imovinska prava.

70 Commission staff working paper impact assessment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment_en.pdf), str. 19, prema Hu, Henry T. C. and Black, Bernard S., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., str. 817., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=904004> (posjećeno 20.12.2012.).

71 Isti propis u nas postoji u čl. 417. st. 1. t. 2. ZTK-a gdje stoji da se obveza obavještanja odnosi na svaku fizičku osobu ili pravni subjekt, kada isti ima pravo steći, otpustiti, ostvarivati ili prenijeti ostvarivanje glasačkih prava u izdavatelju, ako se radi o glasačkim pravima koja treća strana drži na temelju sporazuma kojim je fizička osoba ili pravni subjekt privremeno i uz naknadu prenio ostvarivanje glasačkih prava na treću stranu.

72 U izvorniku „*voting rights held by a third party in its own name on behalf of that person or entity*“. U nas vidi čl. 417. st. 1. t. 7. ZTK-a: „glasačkim pravima koja drži treća strana u svoje ime, a za račun fizičke osobe ili pravnog subjekta“.

73 Zetzsche, Dirk, *Continental vs. Schaeffler*, Hidden Ownership and European Law – A Matter of Law or Enforcement?, dostupno na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1170987](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1170987), str. 21. (posjećeno 29.6.2011.).

ECGF predlaže da se u pravu društava uvede presumpcija da oni dioničari koji sudjeluju na glavnoj skupštini imaju uz pravo glasa i korespondirajući ekonomski / financijski interes iz tih dionica. Drugim riječima, ako su te dvije komponente prava razdvojene, a broj dionica koji se drži u takvim aranžmanima prelazi određene pragove, onda bi tu informaciju dioničari trebali objaviti, u protivnom bi ih se smatralo osobama koje su dale neistinite izjave. Pojavilo se i pitanje bi li se tako dani glasovi mogli poništiti, ali se ECGF suzdržao od takvih preporuka navodeći da smatra da bi objava informacija o takvom držanju glasova trebala za tržište i ulagatelje biti dovoljna.<sup>74</sup> U tom su pravcu išle izmjene nekih zakonodavstava.<sup>75</sup>

*Transparency Directive Assessment Report*<sup>76</sup> ističe da se pojavi *empty votinga* može pristupiti na dva načina: jedan je poboljšati propise o objavljivanju podataka tako da se propiše obveza objavljivanja i takvih aranžmana, a drugi je zabraniti *empty voting*. Ako se usvoji prva ponuđena opcija potrebno je prije svega definirati koji sve aranžmani ulaze pod *empty voting* i tko su *empty voters*,<sup>77</sup> što bi se moglo učiniti dopunom Direktive o transparentnosti. Zahtijevala bi se objava u određeno vrijeme prije glavne skupštine, da je dioničar prenio financijski interes iz dionica temeljem kojih će glasovati, tako da bi ostali dioničari imali svijest o tomu kada na skupštini donose odluke. No to je povezano s dodatnim troškovima. Drugi način uređenja *empty voting* je njegova zabrana. Međutim, to nije moguće učiniti odredbama Direktive o transparentnosti.

CESR (prednik današnje ESMA-e), 9. veljače 2010. godine objavio je stajalište da obavještavanje o držanju značajnoga postotka dionica, odnosno glasačkih prava treba obuhvatiti sve instrumente kojima se postiže isti financijski učinak, kao i da se drže dionice, bez obzira mogu li se namiriti u novcu ili predajom dionica. CESR je smatrao da Direktivom o transparentnosti treba obuhvatiti i financijske instrumente koji imaju sličan ekonomski učinak (*similar economic effect*), kao i kad ta osoba drži dionice te da njome treba obuhvatiti i one instrumente koji daju pravo na stjecanje dionica, budući da postoji velika vjerojatnost da će ulagatelj, koji ima značajnu ekonomsku korist u tim dionicama, nastojati utjecati na izdavatelja.<sup>78</sup> Nastavno, 14. rujna 2011. godine ESMA (sljednica CESR-a) je pokrenula postupak kojem je cilj prikupiti dokaze i podatke o postojanju *empty voting* i učincima

74 Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_empty\\_voting\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf) (posjećeno 15.12.2012.).

75 Vidi rješenje usvojeno u portugalskom zakonodavstvu u bilješci 117.

76 Transparency Directive Assessment Report, Mazars, 2009., dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/report-application\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report-application_en.pdf) (posjećeno 16.7.2012.).

77 Zetsche navodi da su to uglavnom investicijska društva, odnosno investicijske banke, op. cit., str. 21.

78 CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares, dostupno na: [http://www.pszaf.hu/data/cms2151563/09\\_1215b.pdf](http://www.pszaf.hu/data/cms2151563/09_1215b.pdf) (posjećeno 16.7.2012.).



njegove primjene u Europskoj uniji.<sup>79</sup> Ujedno je 25. listopada 2011. godine izrađen Prijedlog izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti u kojem se u velikom dijelu podržavaju stajališta koje zastupa ESMA.<sup>80</sup>

## 6.2. Primjeri iz prakse

### 6.2.1. Continental AG

Jedan od primjera novih oblika neizravnog držanja glasačkih prava koji izmiču odredbama o obvezi objavljivanja blokova glasačkih prava, a upitno je i njihovo uračunavanje za potrebe objave ponude za preuzimanje, je slučaj stjecanja dionica od strane društva Schaeffler (ponuditelj) u društvu Continental AG (ciljno društvo).<sup>81</sup>

Gospodin Schaeffler je izjavio da njegovo društvo namjerava steći 49% dionica u Continental AG (ciljno društvo) na privatnom sastanku s Predsjednikom uprave društva Continental AG u zračnoj luci Frankfurt 11. srpnja 2008. godine. Međutim, budući da bi sukladno njemačkom Zakonu o preuzimanju (WpÜG), društvo Schaeffler bilo obvezno objaviti ponudu za stjecanje svih dionica društva Continental AG, ono je odustalo od stjecanja dionica kojima prelazi prag propisan za obveznu objavu ponude za preuzimanje. Ujedno, Predsjednik uprave društva Continental AG bio je obaviješten da društvo Schaeffler ima prava koja će mu omogućiti stjecanje 36% dionica ciljnog društva. Ciljno društvo je 14. srpnja 2008. godine objavilo zaprimanje pisma namjere stjecanja dionica od društva Schaeffler (medvjedi zagrljaj - *bear hug*).<sup>82</sup> Tržište je na ovu objavu reagiralo porastom cijene dionica ciljnog društva s 55 EUR na 65,80 EUR, koji trend se nastavio sutradan dosegaši cijenu od 70,64 EUR.

Isti je dan društvo Schaeffler (ponuditelj) obavijestilo upravu ciljnog društva Continental AG da će objaviti ponudu za preuzimanje svih preostalih dionica ciljnog društva po najnižoj dopuštenoj cijeni, koja je iznosila 69,37 EUR, budući

79 Vidjeti više na [http://www.esma.europa.eu/system/files/2011\\_288.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_288.pdf) (posjećeno 17.01.2012.).

80 Commission staff working paper impact assessment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment_en.pdf) (posjećeno 20.12.2012.).

81 Vidi više kod Zetzsche, Dirk, op. cit., str. 1-38. Društvo Continental AG jedno je od trideset najvećih njemačkih uvrštenih društava. Njegova godišnja prodaja 2010. godine iznosila je više od 26 milijuna eura. Društvo trenutno zapošljava oko 150.000 zaposlenika na 200 lokacija u 36 zemalja. Dostupno na: [http://www.conti-online.com/generator/www/com/en/continental/pressportal/themes/basic\\_information/about\\_continental/hidden/goto\\_facts\\_en.html](http://www.conti-online.com/generator/www/com/en/continental/pressportal/themes/basic_information/about_continental/hidden/goto_facts_en.html) (posjećeno 29.6.2012.).

82 Riječ je o ponudi za preuzimanje u kojoj je cijena koja se nudi za stjecanje dionica ciljnog društva mnogo viša od njihove stvarne vrijednosti, što dovodi do toga da dioničari ponudu u pravilu prihvaćaju.

da je steklo 36% dionica ciljnog društva zauzimanjem pozicija u izvedenicama (derivatima), odnosno kroz *equity swap* sklopljen s *Merrill Lynch International (London)*.

Uprava ciljnog društva 16. srpnja 2008. godine dala je negativno mišljenje o ponudi za preuzimanje ustvrdivši da nije u najboljem interesu društva i njegovih dioničara.<sup>83</sup> Ponuditelj je tvrdio da je njegova strategija stjecanja udjela u ciljnom društvu u skladu s propisima. BaFin (nadzorno tijelo) je najavio ispitivanje stjecanja navedenih dionica ciljnog društva od strane društva Schaeffler 15. srpnja 2008. godine. Nadzorni odbor društva Continental AG jednoglasno je odbacio ponudu društva Schaeffler te je ovlastio upravu društva na poduzimanje protupreuzimateljskih mjera 23. srpnja 2008. godine.<sup>84</sup>

Prema odredbi u to vrijeme važećeg § 25. WpHG,<sup>85</sup> kojim je implementirana Direktiva o transparentnosti u njemačko pravo, obveza objave držanja dionica kao i ukupnih glasačkih prava po dionicama bila je neovisna o obvezi obavještavanja o držanju glasačkih prava koja proizlaze iz drugih financijskih instrumenata. Ta se držanja nisu zbrajala, već je zasebno postojala obveza obavještavanja o glasačkim pravima po osnovi držanja dionica i po osnovi ostalih financijskih instrumenata.

Stoga se postavilo pitanje kako je uopće došlo do toga da je ponuditelj odjednom stekao 36% dionica s pravom glasa? On je izravno držao 2,9% dionica s pravom glasa (čiji je udio tek naknadno porastao na 3,06% kupnjom još određenog broja dionica nakon što je objavio svoj *bear hug*). Kako je prvi prag za objavu blokova glasačkih prava prema njemačkom pravu iznosio 3% držanje tog bloka dionica nije podlijegalo obvezi objave. Paket od 4,95% dionica ciljnog društva ponuditelj je stekao izvršivši u naravi (fizičkom predajom dionica) *equity swap* s Royal Bank of Scotland kao protustrankom. Kako je obveza obavještavanja o stjecanju glasačkih prava po toj osnovi (financijski instrument koji se izvršava predajom) također nastajala prelaskom praga od 5% glasačkih prava, niti to stjecanje nije trebalo objaviti. Nakon izvršenja tog *equity swapa*, društvo Schaeffler je sukladno važećim pravilima objavilo da je steklo dionice kojim je prešlo prag od 8,01% glasačkih prava. Time je udovoljilo propisu o dužnosti objave glasačkih prava koja prelaze 5%.

Postojao je i *equity swap* koji se trebao namiriti u novcu (*cash settlement equity swap*), kojeg je ponuditelj sklopio s Merrill Lynchom (dalje ML). Predmet toga *swapa* bile su dionice koje su predstavljale 28% glasačkih prava izdavatelja. Prema njemačkom pravu, da bi se transakcije s financijskim instrumentima uračunavale i objavljivale kao stjecanje glasačkih prava, bilo je nužno da se tim instrumentima

83 U medijima se naglašavalo da je ponuda dobra za dioničare budući da je stvarna vrijednost dionica znatno niža, a samo društvo Schaeffler dovelo je do porasta njihove vrijednosti. Zetzsche, Dirk, op. cit., str. 5.

84 Društvo Continental AG podnijelo je njemačkom regulatornom tijelu (BaFin) dokument 24. srpnja 2008. godine, u kojem je na 250 stranica navelo argumente za proglašenje nezakonitim stjecanje dionica kroz *swap* od strane društva Schaeffler. Zetzsche, Dirk, op. cit., str. 7.

85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708).

moгу steći (već izdane) dionice, i to isključivo na inicijativu ovlaštenika iz *swapa*, a na temelju formalnog ugovora. Financijski instrumenti koji su se mogli namiriti samo u novcu nisu podlijegali toj obvezi.

Predmet tog drugog ugovora o *swapu* kojeg je ponuditelj (*long party*) sklopio s investicijskim bankarom (*short party*), obuhvaćao je zamjenu (*swap*) dvaju novčanih tijekova: referentna vrijednost prvog novčanog tijeka bila je virtualna obveznica čiji prinos se vezuje uz kamatnu stopu EURIBOR ili LIBOR te je tom prinosu bio dodan neki postotak. Druga referentna veličina bili su novčani tijekovi iz dionice ciljnog društva i oni koji proizlaze iz dividende i oni koji su vezani uz cijenu dionice na tržištu. *Swap* ugovor je predviđao da će investicijski bankar (*short party*) platiti ponuditelju razliku u novčanim tijekovima, ako cijena dionice bude rasla. U suprotnom slučaju bi ponuditelj (*long party*) trebao naknaditi investicijskom bankaru razliku u cijeni, ako cijena dionice padne ispod neke referentne vrijednosti.

Kako je Merrill Lynch bio i jedina strana kod koje se mogao izvršiti taj *swap* (*sole counterparty*), što ga je izlagalo riziku, pravila dobrog bankarskog poslovanja od njega su zahtijevala da svoje kratke pozicije u tim novčanim tijekovima zaštiti (*hedge*), odnosno da se osigura od rizika izloženosti, bilo na način da fizički kupi dionice ili da sklopi *offset* aranžman (aranžman prijeboja) s drugim bankama. Takav aranžman izvršiv u naravi (predajom dionica) sklopljen je s devet investicijskih banaka, od kojih je osam steklo dionice ispod granice praga od tri posto (2,999%) što naravno nije rezultiralo dužnošću objave takva stjecanja. Ponuditelj temeljem tih devet ugovora nije bio formalno ovlašten od tih banaka zahtijevati isporuku dionica jer je on sa svojim investicijskim bankarom sklopio derivat isporučiv jedino u novcu (*cash settled total return equity swap*). No ostalo je otvoreno pitanje je li postojao takav *gentlemen's agreement*, i je li se on mogao izjednačiti s „obvezujućim ugovorom“ kojim bi ponuditelj (koji je sklopio ugovor o *cash settlement swapu*) mogao od osoba s kojima je njegova ugovorna strana sklopila *offsetni* aranžman zahtijevati isporuku dionica? Njemačko regulatorno tijelo BaFin je u svojoj odluci istaknulo da nije došlo do povrede propisa o objavi podataka od strane društva Schaeffler 21. kolovoza 2008. godine.<sup>86</sup>

To je stajalište prilično oštro kritizirano u literaturi. Posljedica toga bila je da je njemačko pravo napustilo odvojeno izračunavanje glasačkih prava iz dionica i iz financijskih instrumenata. Izmjena WpHG-a koja je stupila na snagu 1. ožujka 2009. godine propisuje da ako se drže i dionice i ostali financijski instrumenti dolazi do zbrajanja glasačkih prava koja pripadaju ovlašteniku temeljem držanja dionica kao i ostalih financijskih instrumenata. Dođe li do prelaska praga od 5% glasačkih prava nastaje obveza obavještanja propisana §25. WpHG.

86 Dostupno na: [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2008/pm\\_080821\\_conti.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2008/pm_080821_conti.html) (posjećeno 30.01.2013.)

### 6.2.2. Fiat Agnelli

Početak novog milenija, Fiat se susreo s financijskim poteškoćama i problemima restrukturiranja. Pozajmio je 3 milijarde eura od bankovnog konzorcija, tako da je bankovni konzorcij otkupio cijelu emisiju konvertibilnih obveznica Fiata. Fiat je objavio da zajam u obliku emisije obveznica neće biti vraćen u novcu, 26. travnja 2005. godine, već će doći do konverzije obveznica u dionice Fiata na dan 20. rujna 2005. godine. To je značilo da bi bankama, zamijene li sve obveznice za dionice pripalo otprilike 24% dionica Fiata. Na taj način bi došlo do razvodnjavanja udjela obitelji Agnelli koja je putem društva IFIL kontrolirala Fiat, tako da bi njihov udio pao s 30% na svega 23% glasačkih prava. No obitelj Agnelli nije htjela izgubiti kontrolu nad Fiatom.<sup>87</sup>

Da je kontrolu zadržala kupnjom novog paketa dionica, stjecanje tih dionica rezultiralo bi dužnošću objave ponude za preuzimanje ostalim dioničarima, što se htjelo izbjeći. Zbog toga je IFIL pribjegao sklapanju ugovora o *equity swapu*.

Exor Group, društvo u kojem je 70% udjela imala obitelj Agnelli, sklopio je 26. travnja 2005. godine *equity swap* s investicijskim bankarom Merrill Lynchom (dalje: ML). *Swap* je imao za predmet 90 milijuna Fiatovih dionica koje su nosile oko 7% glasačkih prava. Ukupna vrijednost transakcije bila je 495 milijuna eura. Referentna cijena dionice bila je 5.50 eura. *Swap* je ustrojen uzevši u obzir cijenu po kojoj je ML mogao kupiti dionice na tržištu u razdoblju do 7. lipnja 2005. godine. Kada je bilo objavljeno da će se bankovni zajam isplatiti konverzijom u dionice (26. 4. 2005.), vrijednost Fiatovih dionica je pala na 4.50 eura po dionici. *Swap* ugovor je predviđao sljedeću zamjenu: ako bi vrijednost dionice rasla iznad 5,50 eura, ML bi Exoru trebao platiti svako povećanje, u suprotnom je Exor trebao ML-u platiti svako smanjenje cijene ispod 5.50 eura. *Swap* se mogao izvršiti samo u novcu (*cash settlement swap*) i kao takav nije podlijegao dužnosti objave stjecanja dionica prema talijanskom pravu. Da je bio izvršiv fizičkom predajom dionica bilo bi ga trebalo prijaviti.

Aranžmani koje je ML imao s drugim investicijskim bankama (ING I CAIL) kojima je nastojao zaštititi (*hedge*) svoju kratku poziciju, imali su predviđenu fizičku predaju dionica. Uvjeti sklopljenog *equity swapa* između ML i Exora bili su izmijenjeni 15. rujna 2005. godine na način da je Exor mogao zahtijevati prijevremeno okončanje *swapa* (*early termination*), a umjesto predaje novca mogao je zahtijevati i predaju dionica (*physical settlement*). Kako su *hedging* ugovori ML-a i njegovih protustranaka predviđali fizičku predaju dionica, ML je mogao temeljem noveliranog *equity swap* ugovora isporučiti Exoru dionice umjesto novca,

87 Kratak činjenični opis slučaja Fiat Agnelli dostupan na: <http://www.fow.com/article/1781227/issue/26557/corporate-applications-of-equity-swaps.html> (posjećeno 30.01.2013.). Širi činjenični opis i građanskopravni sudski epilog vidi u Sentenza della Corte d'appello di Torino, sezione prima civile 5.12.2007/23.1.2008, dostupno na: [www.consob.it](http://www.consob.it). U kaznenom postupku radi manipulacije tržištem širenjem neistinitih informacija također su optužene osobe oslobođene od odgovornosti. Vidi Sentenza dello Tribunale Ordinario di Torino, Sezione Prima Penale, 21. 12. 2010.

što je i učinjeno. Nakon toga je IFIL kupio dionice koje je držao Exor temeljem realiziranog izmijenjenog *swap* ugovora i to po cijeni od 6.50 eura po dionici. Dakle, Exor je stekao dionice temeljem *swapa* od ML-a, a onda ih je prodao IFIL-u i na tome još zaradio. Pravilno tempiranje realizacije *swapa* nije dovelo u pitanje gubitak kontrole obitelji Agnelli, nad Fiatom, makar je prijetilo razvodnjavanje njihovog udjela, zbog toga jer su banke stekle konverzijom obveznica u dionice veliki broj glasačkih prava.

### 6.3. Podvođenje pod normu pojava empty votinga i hidden ownershipa

#### 6.3.1. Prijedlog izmjene Direktive o transparentnosti

Izvješće o primjeni Direktive 2004/109/EZ podneseno je 27. svibnja 2010. godine.<sup>88</sup> U njemu je istaknuto da nije postignut dovoljan napredak u pogledu osnivanja paneuropskog sustava (*pan-European system*) za pohranu informacija koje objavljuju izdavatelji,<sup>89</sup> radi olakšavanja pristupa informacijama ulagateljima. Ulagatelji još uvijek moraju pretražiti 27 različitih nacionalnih baza podataka čije je povezivanje u jedinstvenu bazu tek u začetku.<sup>90</sup> Za razliku, SAD ima

88 Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_en.pdf) (posjećeno 14.7.2012.). Vidi i Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010\\_611\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf) (posjećeno 14.7.2012.).

89 Osnivanje središnjeg sustava za pohranu podataka predstavlja dugoročni cilj Komisije. Vidi Commission Recommendation 2007/657/EC of 11 October 2007 on the electronic network of officially appointed mechanisms for the central storage of regulated information referred to in Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council, OJ L 267, 12.10.2007., str. 16., §22. Ovakvu inicijativu podržava i International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

90 Ističe se da ulagatelji u pravilu ostvaruju uvid u informacije o određenom društvu kroz internetske stranice društva, što nije mjerodavno. Vidi Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010\\_611\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf), str. 18. (posjećeno 14.7.2012.), gdje se poziva na Transparency Directive Assessment Report, Mazars, 2009.

jedinstvenu bazu podataka.<sup>91</sup> Uočavajući nedostatke postojećih rješenja, europski je zakonodavac 25. listopada 2011. godine podnio Prijedlog izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti.<sup>92</sup> U domeni teme ovoga rada predlažu se izmjene odredbi kojima će se nastojati podvesti pod dužnost objavljivanja novi pojavni oblici netransparentnog držanja glasačkih prava.

Jedna od predloženih izmjena odnosi se na definiciju financijskog instrumenta na koji se odnosi dužnost obavještavanja izdavatelja. Zbog toga je izmijenjen čl. 13. st. 1. Direktive o transparentnosti. Novi čl. 13. st. 1. (a) propisuje da se obveza (obavještavanja) odnosi na financijske instrumente koji o dospijeću daju njegovu imatelju, na temelju obvezujućeg ugovora, ili bezuvjetno pravo kupnje ili pravo kupnje dionica s pravom glasa po diskrecijskoj ocjeni imatelja financijskog instrumenta, pod uvjetom da se radi o već izdanim dionicama izdavatelja, čije su dionice uvrštene na uređeno tržište. U čl. 13. st. 1. (b) proširuje se postojeći režim obveze objave podataka na sve instrumente koji proizvode sličan ekonomski učinak (*similar economic effect*) kao i onih pod t. (a) bez obzira daju li pravo na predaju dionica ili ne.

Tom promjenom će se pod normu podvesti oni financijski instrumenti koji su zadavali najviše glavobolja, a to su izvedenice koje se namiruju u novcu (*cash-settled derivatives*).<sup>93</sup> U obavijesti koju šalje dioničar financijski instrumenti koji se drže temeljem podstavka (a), trebaju biti prikazani odvojeno od onih iz podstavka (b).

Prijedlogom izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti, dodaje se novi čl. 13. st. 1. (b) koji predviđa da se broj glasačkih prava iz financijskog instrumenta izračunava u odnosu na sve dionice koje su u osnovi tog financijskog instrumenta. K tomu imatelj je dužan zbrojiti i obavijestiti izdavatelja o svim financijskim instrumentima koji se odnose na istog izdavatelja. Za izračunavanje glasačkih prava uzimat će se u obzir samo tzv. „duge“ pozicije (*long positions*), primjerice *call* opcije, koje se sukladno izričitoj odredbi, ne smiju „spajati“ (*shall not be netted*), s tzv. „kratkim“ pozicijama (*short positions*) koje netko ima prema istom izdavatelju.<sup>94</sup> Za izradu tehničkih standarda, kojima će se urediti metoda obračuna glasačkih prava predviđena je nadležnost ESMA-e, i to za one financijske instrumente koji se vezuju uz košaricu dionica ili neki indeks.<sup>95</sup>

91 Vidi <http://www.sec.gov/edgar.shtml> (posjećeno 15.7.2012.).

92 Potpuni tekst Prijedloga izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti dostupan je na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf) (posjećeno 20.12.2012.).

93 Commission staff working paper impact assesment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-impact-assessment_en.pdf) (posjećeno 20.12.2012.).

94 „Kratka“ pozicija bila bi primjerice *put* opcija. Spajanje bi anuliralo učinak pribrajanja.

95 Čl. 1. st. 8. Prijedloga izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf) (posjećeno 20.12.2012.).



Čl. 13. st. 1. (b) predviđa da se u svrhu primjene predloženog novog čl. 13. st. 1. Direktive pod financijskim instrumentima podrazumijevaju opcije, budućnosnice (*futures*), zamjene (*swaps*) kamatni unaprijedni ugovori (*forward rate agreements*), ugovori za razlike (*contract for differences*) i sve druge izvedenice koje se mogu izvršiti predajom dionica ili u novcu, ako udovoljavaju uvjetima sadržanima u čl. 13. st. 1. (a) i (b). ESMA je dobila u nadležnost sastaviti indikativnu listu financijskih instrumenata koji podliježu dužnosti obavještavanja, uzimajući u obzir tehnološki napredak financijskog tržišta.

Novim člankom 13a. st. 1. Prijedloga izmjene Direktive o transparentnosti, predlaže se zbrajanje glasačkih prava koja proizlaze iz dionica s glasačkim pravima iz financijskih instrumenata koji daju pravo na stjecanje dionica (uključujući i izvedenice koje se namiruju u novcu), iako ih u obavijesti treba i odvojeno prikazati. Time će se postići veći stupanj pravne sigurnosti, usuglasiti primjena Direktive, s obzirom na to da su države članice usvojile različita rješenja glede pitanja pribrajanja.<sup>96</sup>

U čl. 13a. st. 2. Prijedloga izmjene Direktive o transparentnosti stoji da se glasačka prava koja su već bila objavljena temeljem obveze iz čl. 13. Direktive, trebaju ponovo objaviti kada fizička osoba ili pravni subjekt stekne dionice koje su temelj izdanja odnosnog financijskog instrumenta, a kojim se prelazi prag propisan čl. 9. st. 1. iste Direktive.

Prijedlogom izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti predlažu se i mjere koje mogu donijeti države članice ako fizička ili pravna osoba ne postupi u skladu s obvezama propisanim u čl. 9., 10., 13. i 13a. Direktive o transparentnosti. Izričito je propisano da države članice mogu isključiti ili ograničiti ostvarivanje glasačkih prava (*suspend the exercise of voting rights*) po dionicama koje su uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja, ako nadležno tijelo utvrdi da osoba koja drži dionice ili drugi financijski instrument nije postupila u skladu s propisanim obvezama. Ujedno su države članice dužne osigurati da nadležno tijelo, bez odgode, objavi svaku sankciju ili mjeru izrečenu zbog povrede odredaba koje su prenesene u nacionalno zakonodavstvo temeljem Direktive o transparentnosti.<sup>97</sup>

96 Prijenos čl. 13. Direktive o transparentnosti razlikuje se među članicama EU-a. Jedna grupa država (Austrija, Bugarska, Cipar, Španjolska, Luksemburg, Italija i Poljska) smatrala je da odredba čl. 13. Direktive propisuje obvezu obavještavanja neovisnu o obvezi propisanoj odredbom čl. 9. Direktive. Druga grupa država (Belgija, Njemačka, Danska, Estonija, Grčka, Finska, Francuska, Mađarska, Irska, Litva, Malta, Nizozemska, Portugal, Švedska, Slovenija, Slovačka, Velika Britanija uključujući i Norvešku i Island), zauzela je stajalište da ulagatelji moraju zbrojiti glasačka prava iz dionica s glasačkim pravima iz ostalih financijskih instrumenata, kako bi se utvrdilo je li došlo do prelaska pragova propisanih odredbom čl. 9. Direktive. CESR, prednik današnje ESMA-e, 2005. godine smatrao je da ne treba zahtijevati zbrajanje glasačkih prava po financijskim instrumentima iz čl. 13. Direktive i držanje glasačkih prava sukladno čl. 9. ili 10. Direktive (vidi [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/cesr-05-407_en.pdf)). Ovo novo rješenje sadržano u prijedlogu predstavlja poštovanje zahtjeva.

97 Nadležno tijelo neće biti dužno objaviti izrečene sankcije ili mjere ako bi takva objava značajno ugrozila stabilnost financijskih tržišta.

Iako su predložene izmjene motivirane većom zaštitom ulagatelja, moguće je da će dodatni troškovi vezani uz objavljivanje podataka, negativno odjeknuti na tržištu „korporativne kontrole” (*market for corporate control*) i to smanjenjem vrijednosti dionica.<sup>98</sup>

Usporedno s Prijedlogom za izmjenu i dopunu Direktive o transparentnosti, ESMA je 14. rujna 2011. godine pokrenula postupak *Call for Evidence on empty voting* kao i njegovim učincima na razini Europske unije.<sup>99</sup> U svom *Feedback Statementu*, ESMA je zaključila da je izuzetno teško postići suglasnost oko definicije pojma *empty voting*, te da se radi o višedimenzionalnom problemu. Navela je da odgovori ispitanika ukazuju na to da nema dovoljno dokaza o razmjerima i učestalosti ove pojave, pa je ocijenjeno da ESMA neće provoditi nova istraživanja na tu temu, ali da će se potrebne izmjene provesti izmjenom Direktive.<sup>100</sup>

### 6.3.2. Ostali relevantni akti europskog prava

*Empty voting* i *hidden ownership* svakako su pojave koje su značajne za stjecanje kontrole i njeno održavanje, odnosno za preuzimanje što su pokazala dva primjera obrađena u ovom radu. Smatra se da postoji veliki interes javnosti da se u vrijeme koje prethodi preuzimanju ciljnog društva, objave držanja dionica koja mogu dovesti do promjene kontrole, jer na to tržište reagira promjenom cijene. Ovo posebice vrijedi za financijske instrumente gdje dolazi do razdvajanja (*decoupling*) prava koja proizlaze iz dionica, što prema našem, ali i nekim drugim pravnim sustavima nije dopušteno.<sup>101</sup>

98 Istraživanja tržišta pokazuju da povećavanjem broja podataka koje je društvo dužno objaviti dolazi do pada vrijednosti njegovih dionica. Vidjeti više kod Zetzsche, Dirk, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1559787>, str. 1-24. (posjećeno 10.10.2012.), ističe razloge za neprihvatanje prijedloga ESMA-e.

99 Vidjeti više na: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2011\\_288.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_288.pdf) (posjećeno 17.01.2012.). Rezultati provedenog istraživanja objavljeni su 29. lipnja 2012. godine, dostupno na <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf> (posjećeno 20.12.2012.).

100 *Feedback statement, Call for Evidence on Empty Voting*, ESMA 2012/415, od 29.06.2012., str. 12., dostupno na: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf> (posjećeno 30.01.2013.).

101 Ovo se razdvajanje protivi temeljnim načelu prava društava, a to je načelo nedjeljivosti dionice koje je u hrvatskom zakonodavstvu izričito propisano odredbom čl. 163. st. 7. ZTD-a. Isto je u u njemačkom (§ 8. st. 5. Zakona o dionicama), austrijskom (§ 8. st. 5. Zakona o dionicama), francuskom (čl. L 228-5 Trgovačkog zakonika), talijanskom (čl. 2347. st. 1. Građanskog zakonika), španjolskom (čl. 66. st. 1. t. 1. Zakona o dioničkim društvima) pravu. Riječ je o tzv. sadržajnoj nedjeljivosti. Odredbom o nedjeljivosti dionice izražava se i to da se člansko pravo u društvu ne može odvojiti od upravljačkih prava, dakle ne može se odvojiti od prava glasa. Može se, međutim, drugome dati pravo da ostvaruje pravo glasa, ali on to tada čini u ime dioničara, a ne u svoje ime. Zakonodavac, međutim, može propisati iznimke od propisanog pravila. Tako se odredbom hrvatskoga prava o fiducijarnom prijenosu dionice radi osiguranja, može od dionice odvojiti pravo glasa i pravo na dividendu (čl. 326. st. 3. Ovršnog zakona, Narodne novine br. 112/12.).

Osim što omogućava potencijalnom ponuditelju da „bildanjem“ latentnog portfelja izdavateljevih dionica iznenadi izdavatelja ponudom za preuzimanje, takvo držanje dionica, stvara iskrivljenu sliku tržišta, pa se može govoriti i o tržišnoj manipulaciji. S jedne strane, ulagatelji pogrešno misle da je veliki broj dionica tog izdavatelja slobodan za trgovanje (*free float*), a zapravo su dionice upakirane u financijske instrumente (najčešće *swapove*), koje ispod radara (pragova za objavu) drže investicijski bankari koji rade *hedging* tih financijskih instrumenata. S druge strane, na objave o prelasku pragova o blokovima glasačkih prava, tržište obično reagira porastom cijene, jer se „u zraku“ osjeća nadolazeća ponuda za preuzimanje, a kako nema objave rastućih blokova glasačkih prava, cijena dionice ostaje mirna i stabilna u razdoblju koji prethodi preuzimanju. Stoga, ako se ponuda i objavi, manjijski dioničari (uzme li se u obzir tržišna cijena u posljednja tri mjeseca) neće „zaraditi“ onoliko koliko bi zaradili da su rastući blokovi bili objavljivani. To je naravno ušteda i za ponuditelja.

Stoga se postavlja pitanje na koji način to pitanje urediti s aspekta preuzimanja te je li potrebno izmijeniti Direktive o ponudama za preuzimanje koja je donesena 21. travnja 2004. godine, a stupila na snagu 20. svibnja 2004. godine.<sup>102</sup>

Ovo se posebno odnosi na pitanje hoće li se radi procjene dostizanja kontrolnog praga glasačkim pravima iz dionica pribrojiti i prava iz dionica koje su baza financijskih derivata i jesu li svi derivati relevantni? Valja naglasiti da se Direktiva o ponudama za preuzimanje ne bavi pitanjem pribrajanja, već to prepušta nacionalnim zakonodavstvima.<sup>103</sup>

Stupe li na snagu naprijed navedene izmjene Direktive o transparentnosti, u prvi plan će doći pitanje – hoće li se i za potrebe uračunavanja glasačkih prava ponuditelja (i osoba koje s njime zajednički djeluju) njima pribrajati samo financijski instrumenti koji daju pravo na isporuku dionica s pravom glasa ili i oni koji su namirivi u novcu? To zbog toga jer potonji ne povećavaju formalno glasačku snagu u društvu. Iako je potrebno razmotriti sve argumente za i protiv, autoricama ovog rada čini se logičnim da bi računanje izvedenica namirivih u novcu radi utvrđivanja prelaska kontrolnog praga i posljedično nastanak dužnosti objave ponude za preuzimanje, bila preteška sankcija za ponuditelja. Međutim, objava informacije o tomu da je financijski instrument promijenio svoj način namire i postao od instrumenta namirivog u novcu instrument namiriv predajom dionica, podatak je koji bi morao biti objavljen *ad hoc* jer je ta promjena itekako relevantna za doseganje kontrolnog praga, i bila bi okidač za pribrajanje.<sup>104</sup>

Iako nema još naznaka da će se mijenjati Direktiva o ponudama za preuzimanje, u ovom „međusektorskom“ prostoru dviju direktiva, ključnu ulogu bi trebala

102 Sukladno članku 21. Direktive o ponudama za preuzimanje, države članice su bile dužne prenijeti usvojene odredbe u nacionalna zakonodavstva do 20. svibnja 2006. godine.

103 Direktiva o ponudama za preuzimanje uređuje stecanje prenosivih vrijednosnih papira koji daju pravo glasa u društvu (*securities*) te definira zajedničko djelovanje temeljem sporazuma i postojanja odnosa kontrole.

104 To se dogodilo u predmetu Agnelli. Vidi supra, pod točkom 6. 2. 2.

odigrati ESMA,<sup>105</sup> jer će biti nužna *inter se* harmonizacija tih dviju direktiva. K tomu, ako se uzme u obzir da unutar EU-a postoje razlike u uređenju instituta zajedničkog djelovanja, tako da je jedna skupina zemalja u sklopu njime obuhvatila i situacije neizravnog držanja koje poznaje Direktiva o transparentnosti, a druga nije<sup>106</sup> razvidno je da odredbe Direktive o transparentnosti utječu na odredbe o Direktive o ponudama za preuzimanje. *Feedback statement* ESMA-e o *empty votingu* navodi da se *Takeover Panel UK* zalaže da objavljivanje podataka o tim instrumentima i u svrhu preuzimanja, a da će po izradi vanjske studije o Direktivi o ponudama za preuzimanje slika o tomu biti jasnija.<sup>107</sup>

Drugi akt koji je također relevantan za *empty voting* je Uredba o kratkoročnom trgovanju i nekim aspektima zamjena neplaćenih kredita.<sup>108</sup> Prema čl. 6. te Uredbe ako netko (najčešće *hedge* fond) drži neto kratke pozicije u odnosu na izdane dionice nekog izdavatelja u iznosu od 0,5% njegova temeljnog kapitala, držanje tih pozicija je potrebno objaviti javnosti, kao i svako iduće povećanje držanja za 0,1%. Ova dužnost objavljivanja omogućit će javnosti, ali i izdavatelju da se upozna s okolnošću „tko se zbog držanja kratkih pozicija u odnosu na dionice s pravom glasa može pojaviti kao dioničar na skupštini društva, a ne mora imati korespondirajući ekonomski interes u tom društvu“<sup>109</sup>, kao što je to bio scenarij u slučaju *Laxey / British Land*.<sup>110</sup>

Konačno, kako je svojedobno legalizaciju *empty votinga* na neki način potpomogla odredba čl. 7. st. 1. (b) Direktive o pravima dioničara<sup>111</sup> – potrebno je uzeti

105 Wymeersch, Eddy, A New look at the Debate about the Takeover Directive, Financial Law Institute, Working Paper 2012-05, April 2012, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1988927>, str. 2., 12. (posjećeno 20.12.2012.).

106 U Izvješću o primjeni Direktive o ponudama za preuzimanje, koje je objavljeno krajem lipnja 2012. godine ističe se da su države članice na različite načine prenijele u svoja nacionalna zakonodavstva odredbu čl. 2. st. 1. t. d. Direktive. Jedna je skupina zemalja (Austrija, Cipar, Danska, Italija, Mađarska, Irska, Luksemburg, Nizozemska, Slovačka, Velika Britanija) prenijela definiciju propisanu odredbama Direktive o ponudama za preuzimanje, dok je druga (Belgija, Finska, Francuska, Njemačka, Poljska, Portugal, Rumunjska, Španjolska, Švedska) pojmom zajedničkog djelovanja obuhvatila i situacije koje rezultiraju dužnošću objave glasačkih prava propisane Direktivom o transparentnosti. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, Brussels, 28.6.2012., COM(2012) 347 final, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/COM2012\\_347\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf) (posjećeno 15.10.2012.).

107 Feedback statement, Call for Evidence on Empty Voting, ESMA 2012/415, od 29.06.2012., str. 14., dostupno na: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf> (posjećeno 30.01.2013.).

108 Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, OJ L 86, str. 1-24.

109 Feedback statement, Call for Evidence on Empty Voting, ESMA 2012/415, od 29.06.2012., str. 14., dostupno na: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf> (posjećeno 30.01.2013.).

110 Vidi supra, pod točkom 6. 1.

111 Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, OJ L 184, 14. 7. 2007., str. 17-24.

u obzir i njezinu reviziju. Razlog njezina uvođenja bila je želja regulatora da dionica bude vrijednosni papir kojim će se moći tržiti i nakon što se prijavi sudjelovanje na glavnoj skupštini, a prije njezina održavanja (ako mjerodavno pravo, ili statut društva, takvu prijavu zahtijeva). Stoga je odnosnom odredbom propisano da „pravo dioničara da proda ili drukčije prenese svoje dionice u periodu između datuma prijave za sudjelovanje (registracije) i dana održavanja skupštine na koju se prijavljuje ne podliježe nikakvim ograničenjima osim onih kojima svakodobno podliježe“. Ovdje bi po mišljenju autorica svakako trebalo intervenirati i zahtijevati da se u neko doba prije skupštine prijavi, ako je došlo do promjene svojstva dioničara u odnosu na dan prijave za sudjelovanje.<sup>112</sup>

### 6.3.3. Iskustva pojedinih država članica EU-a

Njemački zakonodavac problematiku „*hidden (morphable) ownership*“ nastojao je urediti izmjenom postojeće odredbe § 25. WpHG (*Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten*) i usvajanjem novog § 25.a. WpHG (*Mitteilungspflichten beim Halten von weiteren Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten*), koji se primjenjuju od 1. veljače 2012. godine.<sup>113</sup>

Odredbom § 25. WpHG, u odnosu na ranije uređenje kojim su obvezom obavještavanja bili obuhvaćeni samo financijski instrumenti, proširena je obveza obavještavanja na držanje sličnih financijskih instrumenata („*sonstigen Instrumenten*“) koji daju pravo na stjecanje dionica s pravom glasa. Tako je, primjerice, novim uređenjem obvezom objave obuhvaćeno pravo zahtijevati povrat dionice dane u zajam ili kod sklapanja *repo* posla (*Rückforderungsansprüche*). Nova odredba § 25.a. WpHG širi obvezu obavještavanja na sve financijske instrumente i ostale instrumente, koji nisu obuhvaćeni § 25. WpHG, kojima njihov imatelj može (*ermöglichen*) steći dionice društva.<sup>114</sup> Pri tomu nije relevantno stječe li se na temelju sporazuma koji je temelj izdanja financijskog odnosno drugog instrumenta, novčana naknada (*cash settlement*) umjesto dionica društva. Dakle, navedenom su odredbom obuhvaćeni *financial contracts for difference, swap*, uključujući i *cash-settled equity swaps, cash-settled opcije, put opcije*, kao i ostale transakcije koje imaju isti financijski učinak na stjecanje glasačkih prava u izdavatelju. Zapriječena je visoka novčana kazna za nepoštivanje propisanih odredaba (1 milijun EUR). Sukladno izjavama njemačkoga regulatornog tijela (BaFin), za očekivati je da će odredbom § 25.a. WpHG biti obuhvaćeni i sporazumi dioničara koji sadrže klauzulu

<sup>112</sup> Vidi infra u bilješci 117. rješenje koje je usvojio portugalski zakonodavac.

<sup>113</sup> U Njemačkoj je 5. travnja 2011. godine donesen Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)) vom 05. April 2011 (BGBl. I S. 538.) zuletzt geändert durch Artikel 21 G. vom 06.12.2011 (BGBl. I S. 2481), kojim se mijenjaju odredbe WpHG. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), zuletzt geändert durch 3 des Gesetzes vom 5. Dezember 2012 (BGBl. I S. 2415).

<sup>114</sup> Obuhvaćeno je posredno i neposredno držanje financijskih i ostalih instrumenata.



o pravu prvokupa (*Vorkaufsrechte*), kao i pravo prodaje dionica - put opcija (*Andienungsrechte*). Valja istaknuti da sukladno njemačkom pravu, prag čijim prelaskom nastaje obveza obavještanja o držanju značajnoga postotka glasačkih prava u društvu, iznosi 3%. Međutim kada se glasačka prava mogu steći držanjem financijskih instrumenata taj je prag povišen i on iznosi 5%.

I druge države članice Europske unije odlučile su proširiti obvezu notifikacije i na izvedene financijske instrumente koji se moraju namiriti u novcu (*cash settled derivatives*).

U Francuskoj je 22. ožujka 2012. godine donesen Zakon<sup>115</sup> kojim se širi obveza obavještanja o držanju značajnoga postotka glasačkih prava u društvu. Novi se režim primjenjuje od 1. listopada 2012. godine. U računanju glasačke snage dioničara za potrebe obavještanja o držanju glasačkih prava u društvu, u obzir će se uzeti glasačka prava koja proizlaze iz već izdanih dionica koje su temelj izdanja izvedenih financijskih instrumenata koji se moraju namiriti u novcu (*cash settled derivatives*), sporazuma ili drugih financijskih instrumenata koji proizvode sličan ekonomski (financijski) učinak kao i držanje dionica, primjerice *equity swaps*, *contract-for difference* kao i *cash-settled call options*.<sup>116</sup> Osim što je proširio

115 Loi No 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, JORF No 0071 du 23 mars 2012, str. 5226.

116 Do izmjena i dopuna francuskoga *Code de commerce* koje su stupile na snagu 1. listopada 2012. godine različiti se režim primjenjivao na derivate namirive u dionicama (*equity-settled derivatives*) i derivate namirive u novcu (*cash-settled derivatives*). Tako su se dionice ili glasačka prava koja su se mogla steći korištenjem derivata namirivih u dionicama (*equity-settled derivatives*) morala uzeti u obzir u računanju glasačke snage dioničara pod uvjetom da su dionice već izdane te kada imatelj financijskog instrumenta može steći glasačka prava na temelju vlastite diskrecijske ocjene u skladu sa sporazumom ili financijskim instrumentom, u svako doba, neovisno o njegovom dospjeću (*Code de commerce*, čl. L 233-9(I)(4)). S druge strane, financijski instrumenti koji se moraju namiriti u novcu nisu se uzimali u obzir u računanju glasačke snage dioničara za potrebe obavještanja o promjenama u postotku glasačkih prava. Vidi Ordonnance No 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, JORF du 31 janvier 2009, Texte 26 sur 182. Konkretno, dioničari koji su bili dužni objaviti držanje glasačkih prava u uvrštenom društvu morali su objaviti i broj dionica koje su temelj izdanja/sklapanja "nekih sporazuma ili financijskog instrumenta koji se namiruje u novcu i koji njegovom držatelju daje isti financijski interes kao i držanje dionica", kao i broj glasačkih prava koja daju te dionice. Međutim, držanja glasačkih prava koja se mogu steći držanjem izvedenih financijskih instrumenata koji se moraju namiriti u novcu nisu se uzimala u obzir u računanju glasačke snage dioničara. Vidi čl. L. 233-7 francuskog *Code de commerce*. Međutim, sudska praksa francuskih sudova počela je zauzimati stajalište da je stjecanje glasačke kontrole u društvu kroz određene izvedenice obuhvaćeno obvezom objavljivanja informacija o držanju glasačkih prava u društvu. Tako je pariški Žalbeni sud zauzeo stajalište da se stjecanje glasačkih prava sklapanjem ugovora o *Total Return Swapu* mora objaviti kada je dio šire transakcije čiji je cilj stjecanje značajnog udjela u glasačkim pravima u društvu. Vidi odluku u predmetu *Wendel/Saint Gobain*, Paris Court of Appeal, 31 May 2012, No 2011/05307, kao i odluku u predmetu *Hermès/LVMH*. O stjecanju dionica putem *equity swap* od strane Louis Vuitton Moët Hennessey ("LVMH") u društvu Hermès International vidjeti više na: [http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/piebalgs/multimedia/pdf/20111026\\_memo-11-734\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/piebalgs/multimedia/pdf/20111026_memo-11-734_en.pdf) (posjećeno 10.01.2013.).



polje primjene propisa kojima se uređuje obveza objavljivanja podataka o držanju glasačkih prava u društvu, zakonodavac je propisao i poseban način računanja glasačkih prava koja proizlaze iz financijskih instrumenata koji se moraju namiriti u novcu (*delta adjusted reporting*). Izričito je propisano da se „kratke“ i „duge“ pozicije koje proizlaze iz takvog financijskog instrumenta ne smiju međusobno spajati (*cannot be netted against each other*). Također dionice koje su sadržane u „košari dionica“ ili indeks uz koji se vezuje financijski instrument namiriv u novcu neće se uzeti u obzir (zbrajati) (*shall not be assimilated*) kada čine manje od 20% vrijednosti te „košare“ ili indeksa.

Kao odgovor na *empty voting* francuski je zakonodavac u listopadu 2010. godine usvojio odredbu kojom je osoba koja drži dionice na osnovi ugovora o zajmu ili sličnog ugovora koji predviđa vraćanje dionica osobi koja ih je prenijela, dužna o tomu obavijestiti izdavatelja i regulatora, ako te dionice daju najmanje 0,5% glasačkih prava u izdavatelju i to u roku od tri dana prije održavanja glavne skupštine. Ako ne postupi u skladu s propisanom obvezom, imatelj tih dionica neće moći ostvarivati pravo glasa na svim sljedećim glavnim skupštinama.<sup>117</sup>

Daljnje je pitanje ako dođe do širenja obveze obavještanja o promjenama u glasačkim pravima uzimanjem u obzir ne samo glasačkih prava koja proizlaze iz dionica, već i onih koja se mogu steći držanjem drugih financijskih instrumenata, treba li isti način izračunavanja glasačke snage primijeniti i na postupak preuzimanja dioničkih društava, odnosno treba li u tom pravcu izmijeniti propise koji se tiču prelaska kontrolnog praga?

Sukladno izričitoj zakonskoj odredbi njemačkoga WpHG, imatelj financijskog ili drugog instrumenta obuhvaćenog § 25. i 25.a. WpHG izuzet je od obveze obavještanja o držanju značajnoga postotka glasačkih prava u društvu, ako objavi glasačka prava iz dionica za koje je odobreno objavljivanje ponude za preuzimanje temeljem odredaba WpÜG, u skladu s odredbom § 23. WpÜG. Vezano uz računanje kontrolnoga praga u njemačkom je zakonodavstvu relevantna odredba § 30. WpÜG (*Zurechnung von Stimmrechten*) iz koje proizlazi da se financijski instrumenti koji se namiruju u novcu (*cash-settled derivatives*), a za koje postoji dužnost obavještanja sukladno odredbama WpHG, neće uzeti u obzir u računanju visine kontrolnoga praga.

U francuskom pravu propisi kojima se uređivalo izračunavanje glasačke snage dioničara za potrebe obavještanja o promjenama u postotku glasačkih prava i potrebe objavljivanja ponude za preuzimanje do 1. listopada 2012. godine bili su potpuno ujednačeni.<sup>118</sup> Posljednjom zakonskom novelom napravljena je iznimka

117 Slično stajalište zauzeo je i portugalski zakonodavac propisavši da svatko tko izjavi svoju volju sudjelovanja na glavnoj skupštini, ali prenese dionice na drugu osobu u vremenskom razdoblju između datuma registracije i do kraja održavanja glavne skupštine, dužan je o toj činjenici odmah obavijestiti predsjednika glavne skupštine društva i nacionalno regulatorno tijelo (Comissão de Mercado de Valores Mobiliários – *CMVM*).

118 U Francuskoj je 22. listopada 2010. godine donesen Zakon kojim je izmijenjeno uređenje zajedničkog djelovanja te je snižen kontrolni prag za objavljivanje ponude za preuzimanje na 30%. Usvojene su se odredbe počele primjenjivati 23. listopada 2010. godine, osim onih o

koja izuzima izvedenice koje se namiruju u novcu (*cash-settled derivatives*) od polja primjene odredaba o računanju kontrolnoga praga za potrebe objavljivanja obvezne ponude za preuzimanje. Ova je iznimka učinjena radi naglašavanja različitih ciljeva koji se žele postići istaknutim propisima. U postupku donošenja posljednje novele iz 2012. godine isticalo se, da bi usklađivanje oba režima dovelo do obveze objavljivanja ponude za preuzimanje na temelju „virtualnog“ udjela u izdavatelju.<sup>119</sup>

## 7. ZAKLJUČAK

Propisi o objavi promjena o stjecanju glasačkih prava dionica uvrštenog društva prema ZTK-u, po svojoj svrsi dijelom se razlikuju od propisa koji se odnose na dužnost objave prelaska kontrolnog praga u ciljnom društvu iz ZPDD-a. Funkcija prvih je formiranje istinite cijene vrijednosnog papira i upoznavanje manjinskih dioničara i javnosti o odnosima u pogledu glasačke snage u društvu. Funkcija drugih je da na temelju prelaska upravo kontrolnog praga, stjecatelj dionica (i osoba koja s njime zajednički djeluje) mora objaviti ponudu za preuzimanje.

Iako se i jednim i drugim propisima nastoje obuhvatiti svi neizravni oblici držanja dionica koji upućuju na to da osoba koja ih drži kontrolira pravo glasa, na tržištu kapitala uočene su nove pojave „bildanja“ glasačke snage koje se nastoje prikriti od izdavatelja, regulatora, odnosno od manjinskih dioničara.

*Empty voting*, kao jedna od njih, koristi se radi povećanja glasačke snage u društvu u vrijeme održavanja glavne skupštine. Osoba kratkoročno pozajmljuje dionice nekog dioničara uz obvezu da ih vrati nakon održavanja skupštine. Kratkoročnost, odnosno privremenost tog držanja upućuje na zaključak da ta osoba ima cilj „progurati“ neke odluke na skupštini društva, ali ne nužno i trajno ostvariti kontrolu. No, kako ona nakon skupštine društva vraća pozajmljene dionice, ona neće snositi nikakve financijske konsekvence donesenih odluka, pa na skupštini može glasovati i protivno interesima društva. Isti učinak (umjesto zajmom) moguće je postići kratkoročnom kupnjom dionica uz obvezu nazadprodaje (*repurchase agreement*). Prema postojećim propisima ovi oblici držanja nisu obuhvaćeni dužnošću objave. ZTK sili na objavu samo onih držanja dionica gdje osoba privremeno i uz naknadu izvršava *tude pravo* glasa osobe koja joj ga je prenijela. Za *empty voting* je karakteristično da ne dolazi do prijenosa ostvarivanja prava glasa, već do (kratkoročnog) prijenosa svih prava iz dionica.

U sustavima koji poznaju obvezu prijave dioničara za sudjelovanje na skupštini društva, moguće je da *empty voter* pri održavanju skupštine niti nema više svojstvo

---

obveznoj ponudi za preuzimanje i kontrolnom pragu od 30% koje su se počele primjenjivati od 1. veljače 2011. godine. Do tada je kontrolni prag iznosio 1/3 glasačkih prava u ciljnom društvu. Loi No 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, JORF No 0247 du 23 octobre 2010, str. 18984.

119 Dostupno na: <http://www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/4-17-2012%20-%20TOC%20Memo%20-%20France%20Amends%20Shareholder%20Disclosure%20Requirements.pdf>, str. 27. (posjećeno 30.01.2012.).

dioničara, jer se ono ispituje samo u doba prijave. Direktiva o pravima dioničara potpomogla je dijelom širenju *empty votinga*, propisavši čl. 7. st. 2. da „pravo dioničara na prodaju ili prijenos dionice u periodu od datuma prijave sudjelovanja na skupštini do datuma održavanja te skupštine društva ne smije biti podvrgnuto ikakvim ograničenjima osim onih koja su uvijek primjenjiva“. To se opravdavallo potrebom da dionica bude likvidni i svakodobno tržišni financijski instrument. Dobro je da je u nas u čl. 279. st. 2. ZTD-a obveza prijave sudjelovanja ili korištenja pravom glasa na glavnoj skupštini propisana *samo kao mogućnost* koja se može, ali i ne mora urediti statutom društva.

Kako bi doskočili tom problemu, neki su nacionalni zakonodavci propisali obvezu dioničara da obavijesti društvo i regulatora, ako između datuma prijave i datuma održavanja skupštine izgubi svojstvo dioničara.<sup>120</sup> Ima shvaćanja da bi se svojstvo dioničara u vrijeme održavanja glavne skupštine trebalo podignuti na razinu presumpcije. Sukladno tomu, osoba koja bi propustila obavijestiti društvo o gubitku svojstva dioničara, bila bi odgovorna za davanje neistinite izjave.<sup>121</sup> Njemačko pravo obvezuje imatelja dionice da obavijesti o takvu stjecanju<sup>122</sup>, već s prelaskom 3% glasačkih prava. U francuskom pravu, relevantan prag je već za prelazak od 0,5% i to u roku od 3 dana prije održavanja skupštine. Prijedlog izmjene Direktive o transparentnosti nije se jasno odredio po pitanju *empty votinga*.

Druga je pojava *hidden ownership* i s njome izjednačeni pojavni oblici. Najčešće se ostvaruje primjenom izvedenih financijskih instrumenata (derivata), od kojih prednjači primjena *equity swapa*. Osoba nije dioničar, ali ima ekonomski interes da cijena dionice raste, jer je s investicijskim bankarom sklopila takav ugovor o zamjeni (*equity swap*), koji predviđa sljedeće: ako cijena dionice i najčešće dividenda, budu rasle u odnosu na neku referentnu veličinu, investicijski bankar će tu razliku morati isplatiti ulagatelju. Ako budu padale u odnosu na istu veličinu, onda će ulagatelj morati nadoknaditi razliku investicijskom bankaru. Kako se radi o terminskom poslu, u vrijeme dospeljeća *swapa* moguće je njegovo namirenje u novcu (*cash settled*) ili u dionicama (*equity settled*), ovisno o kojoj vrsti *swapa* se radi. Namiri li se ulagatelj „u naturi“, on može odjednom steći tako velik blok glasačkih prava, da time ujedno stekne kontrolu, a da prije uopće nije morao biti dioničar ili je to bio u zanemarivom postotku.

Držanje izvedenica se prema važećim propisima izjednačuje s držanjem dionica i podliježe dužnosti objave, ako je u tom derivatu sadržano bezuvjetno pravo ulagatelja da svojom jednostranom izjavom volje, na temelju obvezujućeg pravnog posla sklopljenog prema mjerodavnom pravu, stekne već izdane dionice s pravom glasa izdavatelja koje su temelj izdanja odnosnog financijskog instrumenta. S obzirom na to da volja ovisi samo o njemu, to je razlog zbog kojeg mu se računaju. Dakle, financijski instrumenti koji daju ovlašteniku za pravo da stekne dionice, a namirivi su u naravi (predajom dionica), nisu ispod radara. Zakonodavac ih zahvaća

120 Vidi stajalište zauzeto u Portugalu, u bilješki 117.

121 Vidi stajalište EFCG, supra pod točkom 6. 1.

122 Vidi supra pod točkom 6. 3. 3.

i za potrebe objave promjena u glasačkim pravima i za potrebe izračuna prelaska kontrolnog praga. No, problem predstavljaju financijski instrumenti (derivati) namirivi isključivo u novcu, jer oni ne daju pravo na stjecanje dionica, već samo na isplatu novca nakon što financijski instrument dospije, ali su u prikazanim slučajevima svejedno iskorišteni kao poluga za stjecanje (Continental) ili održavanje kontrole u uvrštenom društvu (Fiat).

Navedena pravna praznina omogućila je ulagateljima zauzimanje dugih pozicija u derivatima u odnosu na vrlo velike blokove dionica. Iako im navedeni *equity swapovi* nisu davali za pravo da traže predaju dionica (jer bi ih to dovelo pod radar i obvezu objave), tomu se doskočilo na dva načina. U slučaju Fiata je između stranaka noveliran *swap* na način da je *cash settled swap* izmijenjen u *swap* namiriv u dionicama i uvedeno je pravo imatelja *swapa* da zahtijeva prijevremeno okončanje. U predmetu Continental, su sklopljena dva *swapa*. (U podlozi *swapa* bio je udio od 28% dionica s pravom glasa ciljnog društva.) Prvi je *swap* sklopljen između budućeg ponuditelja i njegovog investicijskog bankara. Jedino je taj podlijegao obvezi objave budućeg ponuditelja, a kako je bio namiriv u novcu, to nije bilo potrebno. Drugi *swap*, sklopljen između investicijskog bankara i velikog broja drugih banaka (9) predstavljao je osiguranje (*hedge*) zauzetih kratkih pozicija investicijskog bankara. On je predviđao namirenje predajom dionica. Dakle, tek na drugoj razini odnosa pojavljivali su se financijski instrumenti namirivi predajom dionica. Isti bi podlijegali dužnosti objave da se svaki od njih odnosio na barem 3% dionica s pravom glasa. No, kako je investicijski bankar aranžman sklopio s devet banaka, svaka banka je držala taman toliko dionica da bude ispod praga za objavu (2,9%). Razmjeri ponuditeljevog potencijalnog *stakea* u ciljnom društvu nisu se dakle mogli ničim nagovijestiti, jer nije dolazilo do „postupnog“ prelaska pragova. Njemačko regulatorno tijelo zauzelo je stajalište o legalnosti takva stjecanja, jer ulagatelj nije imao formalno pravo da od devet banaka iz drugog *swapa*, zahtijeva predaju dionica temeljem prvog *swap* ugovora. Džentlemenski sporazum koji je možda postojao između svih njih nije davao po mišljenju regulatora dovoljnu podlogu za taj zaključak.

Posljedice ovakvog simultanog stjecanja velikih blokova dionica koje rezultira prelaskom kontrolnog praga „odjednom“, negativno se odražavaju na tržište kapitala, i to osobito na cijenu dionice ciljnog društva kao i na položaj manjinskih dioničara. Kako ponuditelj, kada objavi ponudu za preuzimanje, mora manjinskim dioničarima isplatiti najmanje cijenu po kojoj se tržila ta dionica u posljednja tri mjeseca koja prethode ponudi za preuzimanje, ako tržište nije imalo saznanja o tim latentnim aranžmanima, ono na tu okolnost ne može odreagirati onako kako to čini po redovitom tijeku stvari. Da se nadolazeća ponuda za preuzimanje mogla iščitati iz objava postupno rastućih *stakeova*, povećala bi se potražnja za dionicama ciljnog društva u razdoblju koje prethodi ponudi za preuzimanje, pa bi manjinski dioničari mogli računati i na tzv. premiju preuzimanja (*takeover premium*).

Prijedlog izmjene Direktive o transparentnosti nastoji pod normu podvesti i dužnost objave i derivata namirivih u novcu, upravo zbog navedenih devijacija.

---

Ostaje međutim otvoreno pitanje, na koji će se način stjecanje financijskih instrumenata namirivih u novcu tretirati za potrebe izračuna kontrolnog praga radi utvrđivanja obveze objave ponude za preuzimanje. Autorice smatraju da pribrajanje derivata u svrhu utvrđenja je li došlo do prelaska kontrolnog praga nije opravdano, *dogod su oni stvarno namirivi u novcu*. Dođe li do njegove konverzije u derivat namiriv u dionicama (kao što je bilo u slučaju Fiata), tada bi ih trebao smatrati “dionicama koje se mogu steći izjavom volje” i pribrojiti ostalim dionicama kao što je to propisano u čl. 8. st. 1. t. 4. ZPDD-a.

## Summary

### **(NON)-DISCLOSURE OF BENEFICIAL OWNERSHIP IN LISTED COMPANIES AND ITS EFFECT ON ACQUIRING COMPANY'S CONTROL - NEW FORMS OF HIDDEN OWNERSHIP**

Listed companies have more disclosure duties than closely-held companies. Among them is the duty to disclose changes in the corporate structure. If someone acquires a substantial block of shares with voting rights, this should be disclosed to the issuer as well as to the public. This in turn allows the market to react; the fact that one investor is passing one or more thresholds requiring him or her to disclose it, might be a signal that a takeover bid is about to be launched. But investor(s) who plan to take over the target company might be faced with an opposing board. The target company might prepare itself for the hostile takeover, either by looking for the better bidder (white knight) or otherwise. Since the bidder cannot offer less than the market price of share (in three months preceding the bid), the market also has a chance to react by raising the price of share. Higher market price of share would also mean that shareholders of the target company might count on the higher takeover premium. In order to narrow the time frame for reaction of the opposing board of the target company, the takeover bid must come as a complete surprise. This can be achieved by extensive use of cash-settled derivatives such as cash-settled equity swap.

The paper deals with the provisions of the Croatian Takeover Act and Croatian Capital Market Act regarding calculation of the voting rights, while noting differences between solutions accepted in these two acts. The presented issues are discussed in light of a reform of the EU Transparency Directive. Both provisions of the Proposal for a Transparency Directive and (some) EU Member States laws are analyzed in order to answer the question whether and which type of the cash-settled derivatives are calculated for the sake of disclosure duties, as well as for acquiring company control. In conclusion, the authors propose solutions to be adopted in the Croatian law in this respect.

**Key words:** *disclosure of major shareholdings, acquiring control, listed company, empty voting, hidden ownership, Croatian Takeover Act, Croatian Capital Market Act.*



## Zusammenfassung

**(NICHT-)VERÖFFENTLICHUNG VON DATEN ÜBER DIE  
ÄNDERUNGEN IN DER KORPORATIVEN STRUKTUR  
VON BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFT  
UND EINFLUSS AUF DAS ÜBERSCHREITEN DER  
KONTROLLSCHWELLE – NEUE ERSCHEINUNGSFORMEN  
VON HIDDEN OWNERSHIP**

In der Arbeit werden Vorschriften des kroatischen Rechtes bearbeitet, welche die Verpflichtung der Veröffentlichung vom Überschreiten der Schwelle der Erwerbung von Stimmrechten in der börsennotierten Gesellschaft gemäß Gesetz über die Handelsgesellschaften regulieren und sie werden mit den auf die Veröffentlichung und das Überschreiten der Kontrollschwelle bezogenen Vorschriften des Gesetzes über die Übernahme von Aktiengesellschaften verglichen. Insbesondere wird apostrophiert, welche Aktienhaltungen zu den Stimmrechtsblöcken einerseits gemäß Gesetz über Handelsgesellschaften und andererseits gemäß Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften zählen und es wird auf die nomotechnische Unterschiede hingewiesen. Weiterhin werden neue Erscheinungen auf dem Kapitalmarkt (empty voting und hidden ownership) bearbeitet, mit welchen man versucht, die Stimmkraft in der börsennotierten Aktiengesellschaft wegen Erwerbung oder Aufrechterhaltung der Kontrolle zu vergrößern, da diese Erscheinungen den Verpflichtungen der Veröffentlichung gemäß gültigen Vorschriften entgehen. Es werden Beispiele aus der Praxis des Kapitalmarktes dargelegt, in welchen die genannten Institute für die verdeckte Erwerbung (oder Aufrechterhaltung) der Kontrolle in der börsennotierten Gesellschaft genutzt wurden, und welche das am Beispiel der Nutzung vom Aktienswap aufweisen, welches in Geld erstattet werden kann (cash settlement equity swap). Es werden die Beschlüsse, beinhaltet im Vorschlag der Änderung von Transparenzrichtlinie, welche zur Veröffentlichung verpflichten will, sowie die Beschlüsse mancher nationaler Gesetzgebungen der EU Mitgliedsstaaten, dargelegt. Abschließend werden Beschlussvorschläge für unser Recht gegeben.

**Schlüsselwörter:** *Veröffentlichungen der Änderungen in der Stimmenstruktur, Kontrollschwelle, börsennotierte Gesellschaft, empty voting, hidden ownership, Gesetz über Handelsgesellschaften, Gesetz über die Übernahme von Aktiengesellschaften.*

## Riassunto

### **(MANCATA) COMUNICAZIONE DELLE INFORMAZIONI RELATIVE ALLE MODIFICHE NELLA STRUTTURA CORPORATIVA DI UNA SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATA IN BORSA E RIFLESSI SUL PASSAGGIO DELLA DETENZIONE DEL CONTROLLO – NUOVE FORME DI DISPONIBILITÀ DELLE AZIONI AL DI SOTTO DEL RADAR DEI REGOLATORI**

Nel contributo si esaminano le norme del diritto croato che disciplinano l'obbligo di comunicazione del superamento delle soglie di acquisizione dei diritti di voto in società per azioni quotate in borsa in base alla legge sul mercato dei capitali, mettendole a confronto con le disposizioni della legge sulla rilevazione delle società per azioni, che si riferiscono alle comunicazioni ed al passaggio della soglia di controllo. Particolare attenzione viene prestata al trattenimento delle azioni che si conteggiano nei blocchi delle votazioni secondo la legge sul mercato dei capitali da un lato e la legge sulla rilevazione delle società per azioni dall'altra, rilevando le diversità di carattere nomotecnico. Si esaminano le nuove tendenze del mercato dei capitali (empty voting e hidden ownership) mediante le quali si cerca di aumentare la forza del diritto di voto nella società per azioni quotata in borsa al fine di acquisire e mantenere il controllo, poiché si tratta di situazioni che esulano dal dovere di comunicazione in base alla normativa vigente. Si offrono alcuni casi tratti dalla prassi del mercato dei capitali, quando tali istituti sono stati utilizzati per la celata acquisizione (o detenzione) del controllo in una società quotata, portando come esempio l'ipotesi del cash settlement equity swap. S'illustrano le soluzioni contenute nella proposta di modifica della Direttiva sulla trasparenza che intenderebbe prevedere l'obbligo di comunicazione anche in tali ipotesi, come pure le soluzioni di alcuni ordinamenti giuridici degli Stati membri dell'UE. Infine, si offrono alcune soluzioni per il diritto croato.

**Parole chiave:** *comunicazione di modifiche nella struttura dei votanti, soglia di controllo, società quotata in borsa, empty voting, hidden ownership, legge sul mercato dei capitali, legge sulla rilevazione di società per azioni.*