

Pravni fakultet u Zagrebu
Katedra za trgovačko pravo i pravo društava

DOBROVOLJNO POVLAČENJE DIONICA S UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU I
ZAŠTITA MANJINSKIH DIONIČARA U NAVEDENOM POSTUPKU

Ignacija Glavina

Završni rad na poslijediplomskom specijalističkom studiju

Mentor: izv. prof. dr. sc. Tomislav Jakšić

Zagreb, svibanj 2025.

SADRŽAJ

1. UVOD.....	7
2. OPĆENITO O PRESTANKU UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU	9
2.1. Uvod.....	9
2.2. Podjela izvrštenja	9
2.3. Prednosti i nedostaci izvrštenja	11
2.4. Statistika izvrštenja	13
2.4.1. Analiza statistike	14
3. PRAVNO UREĐENJE PRESTANKA UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU NA PODRUČJU EU I RH.....	15
3.1. Uvod.....	15
3.2. Europsko pravo	15
3.2.1. Prisilno izvrštenje.....	15
3.2.2. Dobrovoljno izvrštenje.....	16
3.3. Hrvatsko pravo	17
3.3.1. Općenito	17
3.3.2. Prisilno izvrštenje.....	17
3.3.3. Prestanak udovoljavanja uvjetima za uvrštenje	18
3.3.4. Prestanak ispunjavanja obveza nakon uvrštenja	22
3.3.5. Stečaj i likvidacija.....	23
3.3.6. Statusne promjene.....	25
3.4. Dobrovoljno izvrštenje.....	26
4. POSTUPAK (DOBROVOLJNOG) POVLAČENJA DIONICA S UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU	31
4.1. Nadležnost za odlučivanje o povlačenju s uvrštenja	31
4.2. Većina za donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja.....	33
4.3. Adresati odredbe o dobrovoljnom izvrštenju	34

4.4.	Otkup dionica kao preduvjet povlačenja i prisilno ispunjenje obveze na otkup	38
4.5.	Kriteriji za utvrđenje visine pravične naknade.....	41
4.6.	Trenutak nastupanja učinaka povlačenja dionica s uvrštenja.....	43
4.7.	Povlačenje dionica s uvrštenja kada su dionice uvrštene na više uređenih tržišta	47
5.	O (NE)ADEKVATNOSTI MJERA ZAŠTITE MANJINSKIH DIONIČARA PRILIKOM DOBROVOLJNOG IZVRŠTENJA KOJE SU PRISUTNE U HRVATSKOM PRAVNOM SUSTAVU	50
5.1.	Uvod.....	50
5.2.	Većina za donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu	52
5.3.	Sadržaj odluke o povlačenju dionica s uvrštenja u kontekstu prava na obavještenost .	53
5.4.	Otkupljene dionice kao vlastite dionice	55
5.5.	Povreda interesa manjinskih dioničara kao razlog za sprječavanje prestanka uvrštenja	59
5.6.	Nevaljanost i pobijanje odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu	60
5.7.	Način određivanja pravične naknade	63
5.8.	Osporavanje visine pravične naknade kod izvrštenja uz usporedbu s usporedivim institutima ZTD-a i ZPDD-a	64
5.8.1.	Primjerena otpremnina kod prijenosa dionica manjinskih dioničara iz ZTD-a i ZPPD-a i prava prodaje dionica manjinskih dioničara iz ZPPD-a.....	66
5.8.2.	Primjerena otpremnina/naknada kod podjele, preoblikovanja i priključenja društva te ugovora o vođenju poslova društva i ugovora o prijenosu dobiti	68
5.8.3.	Pravična naknada kod izvrštenja.....	70
6.	Osporavanje pravične naknade kod izvrštenja u hrvatskoj sudskoj praksi	72
6.1.	Uvod.....	72
6.2.	Analiza presude	75
7.	ZAKLJUČAK.....	80
8.	LITERATURA.....	82
8.1.	Knjige i radovi.....	82
8.2.	Pravni akti	84

8.2.1.	Europska unija	84
8.2.2.	Republika Hrvatska.....	85
8.2.3.	Ostalo	86
8.3.	Sudska praksa	87
8.3.1.	Europska unija	87
8.3.2.	Trgovački sud u Zagrebu	87
8.3.3.	Visoki trgovački sud Republike Hrvatske.....	87
8.4.	Mrežni izvori	87

KRATICE

BaFin	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i> , odnosno Federalna agencija za financijski nadzor SR Njemačke;
BörsG	<i>Börsengesetz</i> od 16. srpnja 2007. (BGBl. I S. 1330, 1351), kako je kasnije izmijenjen (njemački Zakon o burzi);
burza	uređeno tržište;
Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/569	Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/569 od 24. svibnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za suspenziju i isključenje financijskih instrumenata iz trgovanja;
Direktiva o uvrštenju	Direktiva 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. svibnja 2001. o uvrštenju vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima;
EMIR	Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju;
EU	Europska unija;
HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga;
MiFID II Direktiva ili Direktiva o tržištu financijskih instrumenata	Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinaka);
MiFIR Uredba	Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012;
Pravila Zagrebačke burze	Pravila Zagrebačke burze od 20. studenog 2019., s izmjenama i dopunama;
Pravila SKDD-a	Pravila SKDD-a od 17. prosinca 2021., s izmjenama i dopunama;
SKDD	Središnje klirinško depozitarno društvo d.d., sa sjedištem u Zagrebu, Ulica Vjekoslava Heinzela 62A, OIB 64406809162;

TSZG	Trgovački sud u Zagrebu;
Upute SKDD-a	Upute SKDD-a od 17. prosinca 2021., s izmjenama i dopunama;
Uredba o zlouporabi tržišta ili MAR	Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i /72/EZ;
VTŠ	Visoki trgovački sud Republike Hrvatske;
Zagrebačka burza	Zagrebačka burza d.d., sa sjedištem u Zagrebu, Ulica Ivana Lučića 2a/22, OIB 84368186611; upravitelj uređenim tržištem;
ZOO	Zakon o obveznim odnosima (Narodne novine 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21, 114/22, 156/2022, 145/23, 155/23);
ZPDD	Zakon o preuzimanju dioničkih društava (Narodne novine 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13);
ZPP	Zakon o parničnom postupku (Narodne novine 53/91, 91/92, 112/99, 129/00, 88/01, 117/03, 88/05, 2/07, 96/08, 84/08, 123/08, 57/11, 25/13, 89/14, 70/19, 80/22, 114/22, 155/23);
ZTD	Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23, 130/23, 136/24);
ZTK	Zakon o tržištu kapitala (Narodne novine 65/18, 17/20, 83/21, 151/22, 85/24).

1. UVOD

Ovaj završni rad obrađuje pitanje prestanka uvrštenja dionica na uređenom tržištu uz poseban fokus na povlačenje dionica s uvrštenja na zahtjev društva i njegov učinak na prava manjinskih dioničara. Osnova za povlačenje dionica s uvrštenja je članak 341. ZTK koji uređuje povlačenje svih vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu. Iako pojam vrijednosnog papira, osim dionica, obuhvaća i druge instrumente prisutne na hrvatskom tržištu kapitala poput obveznica, ETF-ova (fonda kojim se trguje na burzi), trezorskih i komercijalnih zapisa te strukturiranih proizvoda¹, uvjeti za njihovu javnu ponudu, uvrštenje na uređeno tržište te prestanak uvrštenja međusobno se razlikuju. Stoga se ovaj rad usredotočuje isključivo na povlačenje dionica s uvrštenja na uređenom tržištu.²

Odredbe hrvatskog prava u vezi s predmetnim institutom pojavljuju se u ZTK-u, ZTD-u te internim pravilima Zagrebačke burze i SKDD-a. Imajući na umu da na europskoj razini postoji visok stupanj harmonizacije pravila o uvrštenju vrijednosnih papira na uređeno tržište i obveza vezanih uz održanje navedenog statusa, može zvučati iznenađujuće što je institut prestanka uvrštenja na uređenom tržištu gotovo u potpunosti zanemaren na razini europskog zakonodavstva. Na razini EU gotovo ne postoje propisi koji uređuju dobrovoljno povlačenje vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu. Takva neusklađenost (nedostatak) pravila o prestanku uvrštenja na uređenom tržištu na razini EU podrazumijeva da države članice imaju veću slobodu u uređivanju ovog instituta. U hrvatskom pravu je to dovelo do toga da su pravila o povlačenju dionica s uvrštenja štura i puna pravnih dvojbi, no kako je poslovanje na hrvatskom uređenom tržištu u odnosu na uređena tržišta drugih država članica slabije, potreba za izmjenom pravila nije toliko izražena.

Izvrštenje ima više posljedica na izdavatelja³ i dioničare. Primjerice, izdavatelj više ne podliježe posebnim obvezama izvještavanja ili korporativnog upravljanja, što automatski znači otežan pristup informacijama o izdavatelju i manji stupanj zaštite manjinskih dioničara. Dioničari gube mogućnost trgovanja dionicama na uređenom tržištu jer se prestankom uvrštenja broj potencijalnih kupaca znatno smanjuje (tj. dioničari mogu naići na poteškoće u pronalaženju kupaca za dionice), transakcijski troškovi prodaje dionica zbog promjene načina trgovanja dionicama postaju veći, a smanjuje se i mogućnost odgovarajuće procjene tržišne vrijednosti društva. Sve navedeno može dovesti do smanjenja vrijednosti dionica. Kako ovi negativni

¹ Vidi ZTK i Pravila Zagrebačke burze.

² Jakšić T.: Uvjeti uvrštenja dionica na uređeno tržište, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet, Zagreb, 2013., str. 179.

³ Dioničko društvo čije dionice su uvrštene na uređeno tržište.

učinci prvenstveno pogađaju manjinske dioničare, u fokusu ovog rada će biti upravo adekvatnost njihove zaštite.

U radu se istražuje i analizira pravni okvir izvrštenja u Hrvatskoj. Dobrovoljno izvršenje, odnosno povlačenje dionica s uređenog tržišta, može značajno utjecati na položaj i prava dioničara, osobito onih koji nemaju značajan utjecaj na odluke društva, stoga je cilj rada bio identificirati slabosti i nedostatke postojećeg zakonodavstva te predložiti mjere koje bi osigurale bolju zaštitu manjinskih dioničara u procesu dobrovoljnog izvrštenja.

Takvom analizom pozitivnih propisa dolazi se do zaključka da propisi nedovoljno štite interese manjinskih dioničara. To je vidljivo kroz (i) nepostojanje adekvatnih mehanizama za zaštitu imovinskih prava iz dionice (postojeći mehanizmi ne jamče prodaju dionica po fer tržišnoj cijeni); (ii) nedovoljnu razinu informiranosti dioničara o razlozima izvrštenja, što dovodi do nedostatka transparentnosti i informiranosti; i (iii) nedostatak odredbi o pojedinim slučajevima izvrštenja, primjerice kada su dionice uvrštene na više različitih tržišta.

U radu se prvo obrađuje pojam prestanka uvrštenja na uređenom tržištu i vrste izvrštenja, prednosti i nedostaci uvrštenja te se daje uvid u statistiku izvrštenja na hrvatskom i europskom uređenom tržištu. Zatim se obrađuje pravno uređenje prestanka uvrštenja, a posebno postupak povlačenja dionica s uvrštenja na temelju odluke glavne skupštine. U petom poglavlju se kritički obrađuju elementi zaštite manjinskih dioničara koji postoje u hrvatskom zakonodavstvu i daju se prijedlozi rješenja te se na kraju analizira jedini sudski postupak (u trenutku izrade ovog rada) čiji je predmet bilo osporavanje (odnosno pokušaj osporavanja) pravične naknade isplaćene dioničarima zbog povlačenja dionica s uređenog tržišta.

2. OPĆENITO O PRESTANKU UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU

2.1. Uvod

Prestanak uvrštenja dionica na uređenom tržištu (izvršenje, delisting⁴) je postupak u kojem dionice određenog društva, koje su do tada kotirale na uređenom tržištu, napuštaju to tržište. Do izvršenja dolazi iz različitih razloga: prestanka udovoljavanja uvjetima za uvrštenje⁵, neispunjavanja obveza prema Pravilima Zagrebačke burze⁶, prestanka postojanja izdavatelja (kao posljedica stečaja, likvidacije i sl.), skupštinske odluke, i dr. Do pojedinih izvršenja dolazi voljom društva (dioničara), dok su neka prisiljena na izvršenje od strane Zagrebačke burze kao upravitelja tržišta jer izdavatelj ne postupa u skladu s pravilima uvrštenja. Vezano za potonje, izdavatelji (dionička društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište) su obvezni objavljivati javnosti brojne informacije koje su u hrvatskom pravu propisane odredbama ZTK-a, Uredbom o zlouporabi tržišta i Pravilima Zagrebačke burze. Svrha objave je osigurati javnu dostupnost odgovarajućih informacija o izdavatelju kako bi ulagatelji na temelju navedenih informacija mogli donijeti informiranu odluku o ulaganju u dionice izdavatelja. U slučaju da izdavatelji ne ispunjavaju navedenu obvezu, Zagrebačka burza ih može prisilno izvrstiti kako bi očuvala primjerenu razinu povjerenja u uređeno tržište, učinkovitost tržišta kapitala i zaštitu ulagatelja.⁷

2.2. Podjela izvršenja

Iako hrvatski propisi ne poznaju podjelu izvršenja, već samo određuju razloge za izvršenje, s obzirom na takve razloge izvršenje se dijeli na prisilno i dobrovoljno.⁸ Kriterij razlikovanja

⁴ Hrvatsko zakonodavstvo ne koristi termin *delisting*, nego prestanak uvrštenja na uređenom tržištu koji, ovisno o razlogu za prestanak, uređuju propisi Zagrebačke burze, ZTK, ZTD i drugi propisi tržišta kapitala. Kako je značenje spomenutih pojmova isto, u ovom radu će se po potrebi pojmovi koristiti naizmjenično, uz pojmove izvršenje i povlačenje s uvrštenja.

⁵ Do izvršenja često dolazi uslijed statusnih promjena (pripajanja, spajanja, preoblikovanja i sl.) ili prijenosa dionica manjinskih dioničara društva, koji po Pravilima Zagrebačke burze dovode do prestanka udovoljavanja uvjetima za uvrštenje.

⁶ Zagrebačka burza d.d., upravitelj uređenim tržištem.

⁷ Vidi odredbu članka 319. ZTK za načela trgovanja na uređenom tržištu. Za primjere odluka Zagrebačke burze o izvršenju zbog neispunjavanja obveza objave informacija vidjeti objave na <https://eho.zse.hr/obavijesti-izdavatelja/filter/XZAG> za društva MAGMA d.d, ELEKTROPROMET d.d., BELJE d.d. Darda, JAMNICA d.d., LEDO d.d., PIK-VINKOVCI d.d., ZVIJEZDA d.d., TISAK d.d., VUPIK d.d., POUNJE, d.d., DALMA d.d., IMUNOLOŠKI ZAVOD d.d., JADRAN FILM d.d., TANKERKOMERC d.d.

⁸ Ova podjela je prvi put predložena u radu Macey J., O'Hara M, Pompilio D., *Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process*, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 51, No. 4 (studen 2008), str. 683. do 713.

je subjekt koji pokreće postupak. Kod prisilnog izvrštenja tijelo za nadzor tržišta kapitala ili subjekt koji upravlja uređenim tržištem (burza) pokreće postupak isključenja dionica s uvrštenja na uređenom tržištu iako izdavatelj prethodno nije postavio zahtjev za povlačenje dionica s uvrštenja. Isključenje dionica s uvrštenja ima za cilj zaštititi uredno funkcioniranje tržišta kapitala i zaštititi ulagatelje sprječavanjem da ulažu u dionice koje ne zadovoljavaju zakonom propisane standarde. Ostanak takvih dionica na uvrštenom tržištu je (kako sa stajališta ulagatelja, tako i sa stajališta tržišta kapitala) nepovoljan, zbog čega je isključenje dionica s uvrštenja instrument koji omogućava regulaciju tržišta eliminirajući s njega subjekte koji ugrožavaju sigurnost trgovanja i uredno funkcioniranje tržišta.⁹ Nasuprot prisilnom izvrštenju stoji dobrovoljno izvrštenje do kojeg dolazi na zahtjev izdavatelja, odnosno njegovih dioničara. Ono se u pravilu provodi kada društvo/dioničari, nakon analize postojećeg stanja društva, zaključe da je uputno povući dionice s uvrštenja jer bi izvrštenje moglo ostvariti pozitivne učinke na društvo i dioničare. Dobrovoljno izvrštenje se u teoriji dalje dijeli na redovito (*regular delisting*) i hladno izvrštenje (*cold delisting*) pri čemu je redovito ono izvrštenje kod kojeg je izvrštenje glavna i jedina namjera društva/dioničara¹⁰ (kao kada glavna skupština donese odluku o povlačenju dionica s uvrštenja), a hladno izvrštenje ono kod kojeg primarni cilj poduzetih korporativnih radnji nije bilo izvrštenje, ali nakon što se radnje poduzmu, društvo više ne udovoljava uvjetima za uvrštenje. Primjeri su preoblikovanje kod kojeg društvo više ne udovoljava uvjetima za uvrštenje jer poslovni udjeli društva s ograničenom odgovornošću ne mogu biti uvršteni na uređeno tržište, preuzimanja društva koje rezultira držanjem više od 85% dionica ili prijenos dionica manjinskih dioničara (*squeeze out* ili kolokvijalno nazvano istiskivanje manjinskih dioničara) kod kojih društvo ne udovoljava uvjetima za uvrštenje zato što nakon navedenih radnji više ne postoji dovoljna distribucija dionica javnosti.¹¹

⁹ Prema Provedbenoj uredbi Komisije (EU) 2017/1005 od 15. lipnja 2017. o utvrđivanju provedbenih tehničkih standarda koji se odnose na oblik i vrijeme priopćenja i objava o suspenziji i isključenju financijskih instrumenata u skladu s Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištu financijskih instrumenata, nadležno tijelo svaki prestanak uvrštenja dionica označava kao isključenje ili suspenziju, čak i slučaj kada izdavatelj zahtijeva prestanak uvrštenja temeljem skupštinske odluke. Primjer je VIRO tvornica šećera d.d., dostupno na <https://eho.zse.hr/obavijesti-izdavatelja/view/50452>. U tom smislu Direktiva o uvrštenju navodi da nadležna tijela mogu donijeti odluku o isključenju vrijednosnog papira iz kotacije ako su uvjerena da, zbog posebnih okolnosti, uobičajeno redovito trgovanje tim vrijednosnim papirom više nije moguće. S obzirom na to da kod povlačenja dionica s uvrštenja ne postoje okolnosti koje onemogućavaju trgovanje, već postoji odluka izdavatelja da više ne želi biti kotirani na burzi, upitno je treba li se i takav prestanak uvrštenja označiti kao isključenje. Napominje se da Direktiva o uvrštenju i Provedbena uredba 2017/1005 ne razlikuju dobrovoljno i prisilno izvrštenje.

¹⁰ Zetzsche D., *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, [S.l.] : SSRN., str. 1.

¹¹ Prema članku 91. stavku 2. i 3. Pravila Zagrebačke burze uvjet za uvrštenje dionica na uređeno tržište je da je javnosti distribuirano najmanje 15% dionica izdavatelja na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje, no iznimno dionice

Iako je kao glavni kriterij podjele na dobrovoljno i prisilno izvršenje uzet subjekt koji inicira izvršenje, kategorizacija hladnog izvršenja prema navedenom kriteriju nije toliko jasna. Naime, hladno izvršenje bi prema tom kriteriju potpalo pod kategoriju prisilnog izvršenja zbog toga što izdavatelj od nadležnog tijela nije prethodno zatražio prestanak uvrštenja, već zbog toga što je poduzeo korporativnu promjenu, zbog koje više ne ispunjava uvjete za uvrštenje. Zagrebačka burza na temelju saznanja¹² o korporativnoj promjeni donosi odluku o izvršenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu. No, ako je izvršenje posljedica radnje koju je poduzelo društvo ili većinski dioničar pristavši na to da poduzimanje takve radnje dovede do izvršenja, takvo izvršenje bi se, prema teoretskoj podjeli izvršenja, trebalo smatrati dobrovoljnim izvršenjem. Ipak, u korist argumentu da se i hladno izvršenje može smatrati prisilnim govori što europske direktive¹³ koje uređuju prisilno izvršenje navode da se ono provodi radi osiguranja urednog funkcioniranja tržišta i zaštite interesa ulagatelja. Iako kod statusnih promjena povod izvršenju nije neposredno postojanje rizika za uredno funkcioniranje tržišta i zaštitu interesa ulagatelja, poduzimanje takve promjene stvara rizik za uredno funkcioniranje tržišta. Zbog toga bi se hladno izvršenje moglo smatrati i prisilnim izvršenjem. U koju grupu će se hladno izvršenje razvrstati ovisit će o kriteriju za podjelu.

2.3. Prednosti i nedostaci izvršenja

Može se argumentirati da uvrštenje, odnosno izvršenje, imaju prednosti i nedostatke. Jedna od osnovnih prednosti uvrštenja je olakšano financiranje poslovanja i razvoja dioničkog društva. S obzirom da uvrštena društva detaljno izvještavaju javnost o poslovanju, ulagatelji su skloniji u njih ulagati¹⁴ te se krug ulagatelja širi, a društvima su na raspolaganju i povoljniji uvjeti zaduživanja zbog većeg kredibiliteta koja društva uživaju zbog obveze izvješćivanja i objavljivanja informacija (bilo putem izdanja dužničkih vrijednosnih papira ili bankovnog kredita).¹⁵ Vidljivosti društva pridonosi i povećana pažnja medija. Iz perspektive dioničara,

mogu biti uvrštene i ako ne udovoljavaju uvjetu distribucije javnosti ako, s obzirom na velik broj dionica istog roda i postotak distribucije javnosti, tržište može uredno funkcionirati.

¹² SKDD obavještava Zagrebačku burzu o prijenosu dionica manjinskih dioničara, nadležni trgovački sud o statusnim promjenama i sl.

¹³ Vidi Direktivu o uvrštenju i MiFID II Direktivu. Vidi također i Delegiranu uredbu Komisije (EU) 2017/569. Primjerice, kod prijenosa dionica manjinskih dioničara više nije ispunjen uvjet distribucije dionica izdavatelja (15%) pa izdavatelj više ne ispunjava uvjete za uvrštenje, što ovisno o okolnostima može predstavljati rizik za uredno funkcioniranje tržišta.

¹⁴ Neki ulagatelji mogu ulagati samo u dionice uvrštenih društava zbog svoje investicijske politike.

¹⁵ Zmysłowska M., *Protection of interests of minority shareholders in the case of the delisting of a company in the light of regulations binding in Europe*, *Capital Markets Law Journal*, 2023, Vol. 18, No. 3, str. 393.

prisutnost društva na uređenom tržištu osigurava veću likvidnost dionica i dostupnost pravodobnih, istinitih i potpunih informacija o društvu.

S druge strane, uz uvrštenje se vežu nedostaci poput visokih troškova koji nastaju zbog toga što izdavatelji trebaju redovito objavljivati informacije o svom radu. Štoviše, visoki troškovi su jedan od glavnih razloga za dobrovoljno, a neizravno i prisilno izvrštenje, zato što Zagrebačka burza, pozivom na neispunjavanje obveza transparentnosti, odnosno neispunjavanje obveza nakon uvrštenja, izvrštava izdavatelje koji zbog visokih troškova ne objavljuju propisane informacije.¹⁶ Osim visokih troškova, razlozi za izvrštenje mogu biti što društva uvrštenjem postaju transparentnija za javnost, ako od konkurenata žele sakriti aspekte poslovanja, ako uvrštenje ne dovodi do veće potražnje za dionicama (što može dovesti do pada likvidnosti dionice, i sl.), pa i kako bi izbjegla regulatorni nadzor ili stekli veću kontrolu nad svojim poslovanjem. Za kraj, uvrštena društva su sklonija biti objektom neprijateljskih preuzimanja¹⁷ zbog toga što uređeno tržište omogućava potencijalnom stjecatelju da potajno stječe dionice i olakšava neprijateljska preuzimanja. Izvrštenjem se to sprječava jer je nakon toga praćenje dionica puno transparentnije za društvo, a društvo ima na raspolaganju i druge mehanizme kojima može nastojati osujetiti nekontrolirani prijenos dionica prema trećim osobama (npr. vinkulaciju).

Izvrštenje, između ostalog, dovodi do smanjenog pristupa informacijama o izdavatelju i stvara veće transakcijske troškove u slučaju prodaje dionica društva zbog promjene načina na koji se trguje dionicama. Promjenom načina trgovanja dionicama ograničava se krug potencijalnih kupaca dionica, a i otežava se procjena trenutne vrijednosti društva, zbog čega izvrštenje može čak dovesti i do smanjenja vrijednosti dionica.

Izdavatelji prije i tijekom uvrštenja provode analizu troškova i koristi (*cost-benefit analysis*) tijekom koje sagledavaju odnos ukupnih prednosti i nedostataka uvrštenja. Ako je omjer prednosti i troškova negativan, ono kod izdavatelja (njegovih dioničara, primarno većinskih) može potaknuti donošenje odluke o izvrštenju.¹⁸

¹⁶ Vidi članak 152. Pravila Zagrebačke burze.

¹⁷ Markovinović H., Jakšić T., *Complete removal of shares from trading on the regulated market at the issuer's request under Croatian law (delisting)*, Intereulaweast, Vol. X (2) 2023., str. 26.

¹⁸ Više o razlozima za izvrštenje u Sandner D., *The protection of minority shareholders during delisting in Germany and in the U.K.*, RGSL Research Paper, No. 24 (2021), str. 4.

2.4. Statistika izvrštenja

Uvid u statistiku uvrštenja i izvrštenja je važan čimbenik u razumijevanje kretanja na uređenom tržištu. Za potrebe rada analizirani su postupci izvrštenja provedeni na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 1. siječnja 2013. do 31. prosinca 2024., to jest tijekom posljednjih dvanaest godina.

U posljednje četiri godine (od 1. siječnja 2021. do 31. prosinca 2024.) na hrvatskom uređenom tržištu je bio 31 slučaj izvrštenja, u jednakom vremenskom periodu prije toga (od 1. siječnja 2017. do 31. prosinca 2020.) 53 slučaja, a u jednakom vremenskom periodu prije toga (od 1. siječnja 2013. do 31. prosinca 2016.) 56 slučajeva izvrštenja¹⁹ (sveukupno 140 slučajeva), što ukazuje na stabilan trend izvrštenja. Trend izvrštenja nažalost nije popratio jednak trend uvrštenja dionica na uređeno tržište jer je u istom dvanaestogodišnjem periodu dionice na uređeno tržište uvrstilo samo 35 društava, što je četiri puta manje nego slučajeva izvrštenja.

Iznimno od posljednjih dvanaest godina posebno se ističe 2003. godina kada je čak 126 društava (za 136 dionica) uvrstilo dionice na uređeno tržište, što je najviše u jednogodišnjem razdoblju u povijesti uređenog tržišta. Ipak, broj uvrštenih društava otada stabilno pada, negdje prisilno (odlukom Zagrebačke burze), a negdje dobrovoljno (odlukom društva/većinskog dioničara uslijed prijenosa dionica manjinskih dioničara, statusnih promjena, skupštinske odluke o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu u smislu ZTK i sl.). Većina navedenih izvrštenja je provedena na redovitom tržištu, samo sedam na službenom tržištu, dok na vodećem tržištu nije bilo izvrštenja.²⁰ Najveći broj izvrštenja (52) se dogodio zbog odluke samih dioničara (glavne skupštine), do 25 izvrštenja je došlo zbog prijenosa dionica manjinskih dioničara²¹, do 12 zbog statusnih promjena (pripajanja, preoblikovanja), 15 uslijed neispunjavanja obveza transparentnosti (oblika prestanka ispunjavanja obveza nakon uvrštenja)²², a 32 uslijed stečaja i likvidacije.²³

¹⁹ Pun popis izvrštenih društava je dostupan na https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=DELISTED_SECURITIES&model=ALL&type=SHARE

²⁰ Razlog može biti što na vodećem tržištu do 2018. godine ni jedno društvo nije bilo uvršteno. Tome je razlog što za vodeće tržište nije postojao poseban indeks zbog je razlika između službenog i vodećeg tržišta bila premala.

²¹ Tada izdavatelj prestaje ispunjavati uvjete za uvrštenje, odnosno da javnosti nije distribuirano najmanje 15% dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje.

²² U biti izdavatelji ne ispunjavaju obveze u vezi s početnim, stalnim ili *ad hoc* obvezama objavljivanja.

²³ Za pun popis osnova za izvrštenje vidjeti članak 152. Pravila Zagrebačke burze.

2.4.1. Analiza statistike

Kod velikog broja izdavatelja koji su izvršeni na temelju skupštinske odluke ili uslijed prijenosa dionica manjinskih dioničara (i u jednom slučaju pripajanja), prethodno je proveden postupak preuzimanja. To je zato što je najčešći cilj ponuditelja koji drži visok postotak dionica ciljnog društva potpuno isključiti druge dioničare iz korporativne strukture i postići apsolutnu korporativnu kontrolu. Ponekad se navedeno čini da bi se društvom nakon izvrštenja samostalno upravljalo te mu se povećala vrijednost, a potom da bi se ponovno uvrstilo. Kako bi očistio korporativnu strukturu, većinski dioničar najčešće koristi institut istiskivanja manjinskih dioničara koji najčešće slijedi nakon njegova preuzimanja društva (u čak četrnaest od 25 slučajeva).

Odluka o povlačenju s izvrštenja je rezervni scenarij (u deset od 52 slučajeva) koji se primjenjuje ako se temeljem ponude za preuzimanje ne prijeđe prag potreban za istiskivanje dioničara²⁴, što je 95% udjela u temeljnom kapitalu (ili 95% dionica s pravom glasa, ovisno koristi li regulatorni okvir ZTD-a²⁵ i ZPDD-a²⁶). Ako se provede istiskivanje manjinskih dioničara, posljedica toga je i izvrštenje jer izdavatelj po Pravilima Zagrebačke burze više ne ispunjava uvjete za uvrštenje jer je jedan od tih uvjeta da je javnosti distribuirano najmanje 15% dionica izdavatelja. No, ako se nisu stekli uvjeti za istiskivanje, tada je izvrštenje rezervni scenarij jer ponuditelj treba držati „samo“ 75% temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini prilikom odlučivanja.²⁷ Iz ovoga slijedi da ponuditelji gledaju na izvrštenje i istiskivanje kao dvije komplementarne mjere koje se naizmjenično koriste za uspostavu apsolutne korporativne kontrole.

Bitno je napomenuti da kada se dogodi izvrštenje na temelju odluke glavne skupštine, većinski dioničar u pravilu ne ostvaruje svoj prvotni cilj – „čišćenje“ korporativne strukture, jer se određeni postotak dioničara vjerojatno neće protiviti povlačenju s uvrštenja, a zbog čega će ostati u korporativnoj strukturi. U tom slučaju većinski dioničar može od pojedinih dioničara otkupiti dionice dok ne dosegne prag od 95% udjela u temeljnom kapitalu (95% dionica s pravom glasa) nakon čega može provesti postupak prijenosa dionica manjinskih dioničara. Oni

²⁴ Čulinović-Herc, E., Zubović, A., Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja, PRAVNI ASPEKTI KORPORATIVNIH AKVIZICIJA I RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA UTEMELJENIH NA ZNANJU, rad u pripremi br. 2, HRZZ PROJEKT 9366/2015., str. 8. i 9., dostupno na: <https://www.croatiamergers.eu/wp-content/uploads/2015/10/Analiza-postupaka-preuzimanja-u-poslijepristupnom-periodu-i-uočena-regulatorna-pitanja.pdf> (pristup 11. veljače 2024.).

²⁵ Članak 300.f.

²⁶ Članak 45.

²⁷ Članak 341. stavak 2. ZTK.

ponuditelji koji nakon preuzimanja nisu dosegli prag koji im omogućuje provedbu izvrštenja ponekad koriste i preoblikovanje dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću jer udjeli društva s ograničenom odgovornošću ne mogu biti uvršteni na uređenom tržištu.²⁸

Valja napomenuti da u Hrvatskoj nije bilo nijednog slučaja down-listinga, odnosno prebacivanja s uvrštenja na uređenijem segmentu na manje uređen segment tržišta.

3. PRAVNO UREĐENJE PRESTANKA UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU NA PODRUČJU EU I RH

3.1. Uvod

Koncept izvrštenja nije detaljno ni sveobuhvatno analiziran u hrvatskoj pravnoj literaturi, a pravila o izvrštenju su vrlo ograničena i u pravu EU. Imajući na umu da na europskoj razini postoji visok stupanj harmonizacije pravila o uvrštenju vrijednosnih papira na uređeno tržište i obveza vezanih uz održanje navedenog statusa, može zvučati iznenađujuće što je institut prestanka uvrštenja na uređenom tržištu gotovo u potpunosti zanemaren na razini europskog zakonodavstva. Dok su pojedina pravila za isključenje dionica iz trgovanja (prisilno izvrštenje) predviđena pravom EU²⁹, na razini EU ne postoje pravni akti koji uređuju dobrovoljno izvrštenje. Posljedica činjenice da na razini EU ne postoje ujednačena pravila o dobrovoljnom izvrštenju je da države članice imaju slobodu u utvrđivanju zakonodavnog okvira za dobrovoljno izvrštenje, i da pritom mogu odlučiti koje će vrijednosti i načela bliska tom pravnom poretku više zaštititi, što će redovito s jedne strane biti ekonomski interes društva, a s druge zaštita njegovih manjinskih dioničara.

3.2. Europsko pravo

3.2.1. Prisilno izvrštenje

Europski zakonodavni okvir za prisilno izvrštenje čine Direktiva o uvrštenju³⁰, MiFID II Direktiva³¹ i Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/569. Navedeni akti čine osnovu za

²⁸ Čulinović-Herc, E., Zubović, A., *op.cit.* u bilj. 24., str. 11.

²⁹ Članak 18. Direktive o uvrštenju i člankom 52. MiFID Direktive.

³⁰ Članak 18. „Nadležna tijela mogu donijeti odluku o privremenoj obustavi uvrštenja vrijednosnog papira ako je, ili bi moglo biti, privremeno ugroženo nesmetano funkcioniranje tržišta ili to zahtijeva zaštita ulagatelja“ i „Nadležna tijela mogu donijeti odluku o isključenju vrijednosnog papira iz uvrštenja ako su uvjerena da, zbog posebnih okolnosti, uobičajeno redovito trgovanje tim vrijednosnim papirom više nije moguće.“

³¹ „Ne dovodeći u pitanje pravo nadležnog tijela iz članka 69. stavka 2. da zatraži suspenziju ili isključenje financijskog instrumenta iz trgovanja, tržišni operator može suspendirati ili isključiti iz trgovanja financijski

isključenje vrijednosnih papira iz uvrštenja kao sankcije koju izriče nadzorno tijelo, ali i daju kriterij za postupanje nadzornih tijela navodeći da motiv kojim se ona trebaju rukovoditi je osiguranje urednog funkcioniranja tržišta i zaštita interesa ulagatelja. Prijetnja urednom funkcioniranju tržišta i interesima ulagatelja se može javiti, primjerice, kod lošeg financijskog stanja društva, prijetnje nesposobnosti za plaćanje, stečaja, likvidacije, ali i ako izdavatelj ne objavljuje zakonom propisane informacije, što je prepoznao i naš zakonodavac tako da je većinu navedenih situacija predvidio kao razlog za prestanak uvrštenja.³² No, spomenuti europski akti koji predviđaju mogućnost sankcioniranog izvrštenja predviđaju samo to – mogućnost izvrštenja, dok je državama članicama ostavljena sloboda u razradi kada postoji prijetnja zaštititi ulagatelja, odnosno kada postoji potreba za zaštitom urednog funkcioniranja tržišta, hoće li se ti slučajevi izričito predvidjeti propisom ili će nadzorna tijela moći odlučivati diskrecijski, ovisno o slučaju, kao i kako će općenito nadzorna tijela postupati.

3.2.2. Dobrovoljno izvrštenje

U odnosu na dobrovoljno izvrštenje, već je rečeno da europski zakonodavac nije stvorio okvir za dobrovoljno izvrštenje zbog čega se uređenje dobrovoljnog izvrštenja uvelike razlikuje od države do države. Iako se u većini država članica povlačenje dionica s uvrštenja tretira kao temeljna korporativna promjena za koju je potrebno odobrenje glavne skupštine društva, države članice drugačije definiraju prag glasova potreban za donošenje te odluke. Značajan broj država je odlučio da se odluka o povlačenju s uvrštenja donosi većinom koja je potrebna prilikom preuzimanja društva, odnosno s najmanje 90 posto dionica s pravom glasa.³³ S druge strane, neke države članice smatraju da je dovoljno da je odluka donesena kvalificiranom većinom od dvije trećine ili tri četvrtine ukupnog temeljnog kapitala. Pojedina zakonodavstva predviđaju da se odluka može donijeti običnom većinom pod uvjetom da se dioničarima koji su glasali protiv odluke ponudi otkup njihovih dionica.³⁴ Neke države predviđaju da je izvrštenje moguće samo kada je društvo na uređenom tržištu bilo uvršteno određeno razdoblje.³⁵ Razlike postoje i u tome tko otkupljuje dionice³⁶, a skandinavska zakonodavstva posebno vrednuju zaštitu

instrument koji više nije u skladu s pravilima uređenog tržišta, osim ako postoji vjerojatnost da bi takva suspenzija ili isključenje mogli uzrokovati značajnu štetu interesima ulagatelja ili urednom funkcioniranju tržišta.“

³² Sve razloge za prestanak uvrštenja vidjeti u članku 152. Pravila Zagrebačke burze.

³³ Belgija, Bugarska, Cipar, Danska, Francuska, Finska, Grčka, Nizozemska, Luksemburg, Poljska, Portugal, Rumunjska i Italija. Izvor: Zmysłowska M., *op.cit.* u bilj. 15, str. 399.

³⁴ Španjolska i Latvija.

³⁵ Prema austrijskim i ciparskim propisima dobrovoljno izvrštenje je moguće tek nakon što je društvo bilo uvršteno na uređenom tržištu minimalno tri godine.

³⁶ U Češkoj dioničari koji su glasali za izvrštenje trebaju od društva proporcionalno otkupiti dionice.

interesa manjinskih dioničara kao kriterij koji je potrebno poštovati da tijelo za nadzor uređenog tržišta dopusti povlačenje dionica.³⁷

3.3. Hrvatsko pravo

3.3.1. Općenito

U hrvatskom pravu temelji za dobrovoljno i prisilno izvršenje su predviđeni ZTK-om³⁸ kao temeljnim zakonom tržišta kapitala. Osim tog zakona, i ZTD sadrži odredbu o izvršenju:, konkretno o većini za donošenje odluke glavne skupštine za dobrovoljno izvršenje. Ipak, sve osnove za izvršenje jedinstveno su pobrojane u Pravilima Zagrebačke burze³⁹ koje je donijela Zagrebačka burza. Imajući na umu da Zagrebačka burza nadzire i upravlja uređenim tržištem i donosi konačnu odluku o izvršenju izdavatelja, nije nelogično što je hrvatski zakonodavac prepustio da se svi slučajevi izvršenja, prisilni i dobrovoljni, pobroje upravo u aktu Zagrebačke burze.

Nije potpuno jasno zašto je zakonodavac izvršenje, osim ZTK-om, djelomično uredio i ZTD-om. Argument se može nalaziti u tome što se izvršenje odvija kroz nekoliko faza od kojih neke spadaju u djelokrug ZTK-a, a neke u djelokrug ZTD-a. Početna faza koja završava odlukom izdavatelja smatra se predmetom ZTD-a budući da se proces donošenja odluke događa unutar izdavatelja, pa se smatra njegovim internim procesom. Faze izvršenja koje se događaju nakon donošenja odluke ne utječu samo na društvo i dioničare nego i na uredno funkcioniranje uređenog tržišta, zbog čega potpadaju u djelokrug ZTK-a.⁴⁰ Ipak, s obzirom da su odredbe za povlačenje dionica s izvršenja uređene ZTK-om, jasno je da je prednost regulaciji ove materije dana ZTK-u i da je izvršenje primarno tretirano kao institut tržišta kapitala.⁴¹

3.3.2. Prisilno izvršenje

Direktive koje uređuju prisilno izvršenje su u hrvatsko zakonodavstvo preuzete kroz članak 340. ZTK koji navodi da je Zagrebačka burza dužna bez odgode privremeno obustaviti trgovanje ili isključiti iz trgovanja financijski instrument kada to zahtijeva zaštita ulagatelja ili

³⁷ Više o primjerima drugih država EU u Zmysłowska M., *op.cit.* u bilj. 15, str. 399.

³⁸ Članci 340. i 341. ZTK. HANFA o svakoj obustavi i isključenju iz trgovanja obavještava i ESMA-u i druga nadležna tijela te odluka o obustavi i isključenju iz trgovanja objavljuje. Time obavještava javnost, odnosno potencijalne i postojeće ulagatelje o neusklađenostima izdavatelja i poručuje im da u njih nije sigurno ulagati.

³⁹ Članak 152. Pravila Zagrebačke burze.

⁴⁰ Više o međuodnosu ovih pravnih grana u Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 23. do 30.

⁴¹ *Ibid.*, str. 29.

kada financijski instrument više ne udovoljava pravilima Zagrebačke burze. Osim Zagrebačke burze, i HANFA ima ovlast nadzora jer može rješenjem zahtijevati od uređenog tržišta da slijedi privremenu obustavu ili isključenje o kojima ju je obavijestilo nadležno tijelo druge države članice, kada su obustava ili isključenje posljedice zlouporabe tržišta, ponude za preuzimanje ili neobjave povlaštenih informacija o izdavatelju.⁴² HANFA kao tijelo koje nadzire tržište kapitala ima bitnu ulogu u osiguravanju urednog funkcioniranja uređenog tržišta jer može izricati opomene, naložiti otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti, i slično, a o svemu tome, uključujući i o svakom isključenju i obustavi financijskih instrumenata, obavještava i ESMA-u. Takva suradnja je nužna kako bi se osigurala zaštita tržišta kapitala drugih država članica na čijim uređenim tržištima sankcionirani izdavatelj može biti nanovo uvršten.

Iako je ZTK u bitnom prepisao tekst europskog zakonodavstva, Pravila Zagrebačke burze su ipak podrobnije uredila razloge za prisilno izvršenje.

3.3.3. Prestanak udovoljavanja uvjetima za uvrštenje

Tako Pravila Zagrebačke burze određuju da do prestanka uvrštenja dolazi ako izdavatelj ili financijski instrument više ne udovoljavaju uvjetima za uvrštenje na određeni segment uređenog tržišta.

Radi razumijevanja ovog razloga za izvršenje potrebno je utvrditi koje uvjete je izdavatelj trebao ispuniti za pristup na neki od segmenata uređenog tržišta, a koji su propisani ZTK-om i Pravilima Zagrebačke burze⁴³. Treba početi od općih uvjeta koje treba ispuniti svaki izdavatelj radi uvrštenja na uređeno tržište. To su, primjerice, da pravni položaj izdavatelja treba biti u skladu s propisima Republike Hrvatske ili države sjedišta izdavatelja. Navedeno podrazumijeva da je izdavatelj valjano osnovan i posluje u skladu s propisima Republike Hrvatske ili druge države svog sjedišta. Činjenicu valjanog osnivanja i postojanja hrvatskog izdavatelja je moguće provjeriti relativno jednostavno, uvidom u podatke sudskog registra. No, to može biti teže za strane izdavatelje jer svaka država ima poseban sustav vođenja osnovnih podataka o izdavatelju koji ne mora biti javno dostupan. Ipak, Zagrebačka burza bi, ako sumnja da izdavatelj nije valjano osnovan ili da više ne postoji, mogla kontaktirati neko od tijela koje nadzire tržište kapitala države u kojoj se nalazi sjedište izdavatelja⁴⁴ i zatražiti ovjereni izvadak iz registra ili od nadležnog tijela koje vodi podatke o izdavatelju. U praksi se izvadak može relativno

⁴² Članak 340. stavak 5. i 7. ZTK.

⁴³ Članci 89. do 106. Pravila Zagrebačke burze.

⁴⁴ Više o uvjetima za uvrštenje na uređeno tržište koji su ujedno opći uvjeti za održavanje uvrštenja u Jakšić T., *op.cit* u bilj. 2.

jednostavno pribaviti, u većini registara i elektroničkim putem, stoga ovu činjenicu u pravilu ne bi bilo teško provjeriti.

Drugi opći uvjet koji svi izdavatelji moraju ispuniti je da su financijski instrumenti slobodno prenosivi. To prije svega podrazumijeva zabranu koja svoju osnovu pronalazi u zakonu (npr. vinkulacija dionice), ali i svako drugo ograničenje koje predstavlja tešku prepreku trgovanju na uređenom tržištu. Ograničenja prijenosa koja su predviđena statutom, a prema kojima je za svaki prijenos potrebna suglasnost uprave ili pojedinih dioničara, bi teško ograničavala prenosivost. To je zato jer bi otežala i usporila kolanje dionica, što je u suprotnosti s biti uvrštenih dionica kojima se treba lako trgovati. Ovo ograničenje bi posebno dobilo na važnosti kod izdavatelja čija je uprava sastavljena od stranih državljana, što nije rijedak slučaj kod uvrštenih društava. Naime, uprava koju čine strani državljani je u pravilu sporija u odlučivanju zbog lokacija na kojima se članovi uprave nalaze. Osim što se nerijetko nalaze u različitim državama, praksa je pokazala da članovi uprave koji su stranci upravljaju i drugim društvima unutar grupe kojoj pripada izdavatelj. Stoga je njihova mogućnost brze reakcije na zahtjeve vezane uz vođenje izdavateljem ograničena. Povrh toga, članovi uprave stranci će suglasnost na prijenos dati na stranom jeziku, pa ako se suglasnost treba dostaviti SKDD-u kao upravitelju tržišta prije nego se prijenos dionica može provesti, takva suglasnost će trebati biti prevedena na hrvatski jezik, što dodatno produljuje proces ishođenja suglasnosti⁴⁵, a SKDD-u će se trebati dostaviti i original takve suglasnosti, ako se suglasnost smatra dokumentom koji je temelj za preknjižbu.⁴⁶ S druge strane, ograničenja privatnopravne naravi poput ugovorne zabrane otuđenja na određeno vrijeme ne bi nužno potpadala pod navedenu zabranu jer se takva ograničenja temelje na obveznopravnom odnosu s učinkom *inter partes*⁴⁷ te se suglasnost može pribaviti relativno jednostavno. Ipak, kod ovog ograničenja bi trebalo postaviti pitanje treba li, i tko, nadzirati ograničenje prijenosa, te trebaju li dionice imati poseban status u sustavu SKDD-u, poput založenih dionica koje su upisane na prenosivoj ili, češće, neprenosivoj založenoj

⁴⁵ Članak 211. stavak 1. točka 1. Uputa SKDD-a: „*Isprave i dokumentacija (ugovori, tabularne izjave, sudske presude, rješenja i druge odluke sudova i nadležnih tijela itd.) koje su temelj za preknjižbu odnosno za odgovarajući upis u depozitorij: Obvezno se prilažu u izvorniku, u obliku elektroničkog dokumenta uz mogućnost provjere vjerodostojnosti (eng. authentication), fotokopiji/prijepisu ovjerenom u skladu sa zakonom i međunarodnim propisima*“

⁴⁶ Članak 211. stavak 1. točka 2. Uputa SKDD-a: „*Isprave i dokumentacija (ugovori, tabularne izjave, sudske presude, rješenja i druge odluke sudova i nadležnih tijela itd.) koje su temelj za preknjižbu odnosno za odgovarajući upis u depozitorij: Moraju biti sastavljeni na hrvatskom jeziku i latiničnom pismu, u suprotnom moraju biti prevedeni po ovlaštenom sudskom tumaču, osim ako radnici SKDD-a mogu i bez prijevoda sa sigurnošću zaključiti o njihovom sadržaju.*“

⁴⁷ Jakšić T., *op.cit* u bilj. 2., str. 201.

poziciji⁴⁸. Posljedica upisa dionice na neprenosivu založenu poziciju je da takvom dionicom nije moguće trgovati bez suglasnosti vjerovnika.⁴⁹ Stoga bi na jednak način za dionice koje, iako nisu založene, imaju ograničenu prenosivost, trebalo predvidjeti da ih se može upisati na posebnu poziciju koja će onemogućiti brokerima trgovanje dionicama za vrijeme trajanja ograničenja prenosivosti. S obzirom da takav sustav već postoji za založene dionice, izmjenom Pravila i uputa SKDD-a bi se to moglo relativno jednostavno omogućiti. i dodijeliti ovu funkciju SKDD-u.⁵⁰ Ako se ovaj sustav ne usvoji, nadzor bi vršila osoba od koje se suglasnost treba pribaviti. Ako se dionica prenese bez suglasnosti, navedena osoba će moći tražiti naknadu štete zbog kršenja zabrane prijenosa.

Kako je slobodna prenosivost dionica uvjet za uvrštenje na uređeno tržište, a Zagrebačka burza može isključiti dionice koje ga ne ispunjavaju, ako postoji zabrana raspolaganja pojedinih dionica, Zagrebačka burza vjerojatno ne bi automatski isključila sve dionice s uvrštenja, već bi ona (ili HANFA) trebale naložiti izdavatelju da otkloni zabranu raspolaganja prije nego dionice isključi iz uvrštenja, što bi bilo i u skladu s načelom saslušanja stranke⁵¹ kao jednim od načela upravnog postupka, a postupak koji Zagrebačka burza pokrene radi isključenja dionica s

⁴⁸ Prema članku 239. Uputa SKDD „*Ako je pravna osnova za upis založnog prava ovršna isprava (javnobilježnički akt, solemnizirana privatna isprava, sudska ili druga odgovarajuća odluka), založno pravo uvijek će biti upisano na neprenosivu založenu poziciju.*“ S obzirom da se kod zasnivanja založnog prava na dionici sporazum o zasnivanju založnog prava gotovo uvijek solemnizira i ima snagu ovršne isprave, prijenos založenih dionica će u pravilu biti onemogućen.

⁴⁹ Članak 156. Uputa SKDD-a.

⁵⁰ Alternativno, no ne kao tako adekvatan scenarij, ovlast bi se mogla dodijeliti Zagrebačkoj burzi koja ima ovlast privremeno obustaviti trgovinu dionicama kada to zahtijeva zaštita ulagatelja ili izdavatelj ne ispunjava obveze nakon uvrštenja. p Pod pretpostavkom da je ograničenje prenosivosti privremeno i lako otklonjivo, izdavatelj bi mogao obavijestiti Zagrebačku burzu da je za trgovinu dionicama potrebno pribaviti suglasnost, na temelju koje obavijesti bi Zagrebačka burza privremeno obustavila trgovinu dok se suglasnost ne pribavi. Treba napomenuti da privremena obustava trgovanjem prema trenutnom tekstu Pravila Zagrebačke burze može trajati do deset radnih dana, zbog čega bi za uvođenje ovakve mogućnosti trebalo izmijeniti Pravila. No, ovakva nova ovlast bi ipak trebala ostati kod SKDD-a koji već poznaje sustav zalaganja dionica. Više o privremenoj obustavi trgovine dionicama vidjeti u člancima 262. i 263. Pravila Zagrebačke burze.

⁵¹ Jedno od načela upravnog postupka koje podrazumijeva pravo stranke da se izjasni o činjenicama i okolnostima koje su bitne za rješavanje upravne stvari. Nije izriječno predviđeno kao načelo, ali sadržano je u članku 30. Zakona o općem upravnom postupku: „(1) U postupku stranci se mora omogućiti izjašnjavanje o svim činjenicama, okolnostima i pravnim pitanjima važnim za rješavanje upravne stvari. (2) Bez prethodnog izjašnjavanja stranke postupak se može provesti samo ako se usvaja zahtjev stranke ili ako odluka u postupku nema negativan učinak na pravne interese stranke ili kad je tako propisano zakonom.“; S obzirom da bi isključenjem dionica s uvrštenja dioničari izgubili prava vezana uz uvrštenje (poput prava na obaviještenost) kao i da bi isključenje moglo dovesti do pada vrijednosti dionica (više u točki 4.6. rada), isključenje bi imalo negativan učinak na pravne interese stranke tog upravnog postupka. Ta stranka je izdavatelj, a isključenje posredno utječe i na njegove dioničare. Stoga bi načelo saslušanja stranke tražilo da HANFA omogući izdavatelju da otkloni razlog za isključenje, odnosno dostavi dokument koji otklanja zabranu raspolaganja. HANFA primjenjuje ovo načelo kod neredovite objave propisanih informacija (više u točki 3.3.4. rada) kada poziva izdavatelja da se izjasni o razlozima neobjave i daje mu mogućnost da otkloni propust u objavi informacija prije isključenja.

uvrštenja je upravo to po svojoj naravi – upravni postupak. Ako je zabrana raspolaganja takva da se za raspolaganje traži suglasnost, a ona se lako isходи⁵², uvjet slobodne prenosivosti praktično nije prekršen i nema prijetnje urednom funkcioniranju tržišta.

Osim općih uvjeta koji se primjenjuju na sve vrijednosne papire, postoje dodatni (posebni) uvjeti za dionice koji se postrožuju ovisno o segmentu tržišta na koje se dionice uvrštavaju. Za uvrštenje na redovito tržište propisan je samo jedan dodatan uvjet, a to je da izdavatelj treba javnosti distribuirati minimalno 15% dionica. Iznimno dionice mogu biti (odnosno ostati) uvrštene i ako ne udovoljavaju uvjetu distribucije javnosti ako, s obzirom na velik broj dionica istog roda i postotak distribucije javnosti, tržište može uredno funkcionirati.⁵³ Zbog ovog pravila Zagrebačka burza u pravilu ne izvrštava dionice izdavatelja čiji su većinski dioničari stekli 85% i više dionica u postupku preuzimanja, nego tek kada uslijed prijenosa dionica manjinskih dioničara društvo ima samo jednog dioničara. Izvrštenje uslijed prijenosa dionica manjinskih dioničara je na našem uređenom tržištu drugi najčešći razlog izvrštenja poslije skupštinske odluke.⁵⁴

Za službeno i vodeće tržište su predviđeni neki dodatni (stroži) uvjeti uvrštenja poput većeg postotka minimalne distribucije dionica javnosti, minimalne tržišne kapitalizacije koja za službeno tržište iznosi 1.000.000,00 EUR⁵⁵, dok je za vodeće tržište, osim više tržišne kapitalizacije i minimalne distribucije dionica javnosti, također uveden kriterij minimalnog broja dioničara koji iznosi 1000 dioničara. Razlog iza uvjeta minimalne distribucije dionica javnosti je da se osigura potrebna likvidnost dionica jer ona utječe na uredno formiranje tržišne cijene dionica. Ako većinu dionica drži jedan većinski dioničar, teško će se osigurati uredno formiranje cijene dionica jer se njima u pravilu uopće neće trgovati na uređenom tržištu. Na vrijednost dionice neće utjecati međudnos ponude i potražnje, a upravo se ona najčešće uzima

⁵² Za potrebe ovog rada pod pojmom „lako ishođenje“ treba podrazumijevati ishođenje suglasnosti u roku za namiru (najkasnije drugog radnog dana nakon trgovanja, T+2), čime se uredno trgovanje vrijednosnim papirima ne ograničava. Primjerice, ako suglasnost izdaje samo jedan član uprave koji je u takvom odnosu s izdavateljem da suglasnost može dati putem e-maila u roku do dva dana, ili ako je internim pravilima izdavatelja predviđeno da se suglasnost mora dati u roku od dva dana, a u protivnom se smatra da je dana, u takvim slučajevima bi trebalo smatrati da nema zapreke za uredno funkcioniranje tržišta iako privremena zabrana prenosivosti postoji.

⁵³ Članak 91. stavci 2. i 3. Pravila Zagrebačke burze. U slučaju da se nakon uvrštenja postotak distribucije smanji, ono neće automatski dovesti do isključenja dionica s uvrštenja, dokle god ono ne remeti uredno trgovanje dionicama. Primjer remećenja je dramatičan i nagli pad distribucije dionica. Njemačko pravo poznaje iznimku u odnosu na relativni kontinuitet distribucije dionica za investicijske fondove za nekretnine (REITs - Real Estate Investment Trusts) za koje uvjet distribucije od 15% dionica mora biti trajno ispunjen. Vidi više Schwark, E., Zimmer, D.: Kapitalmarktrechts- Kommentar, München, 2020., komentar uz članak 9. *Börsenzulassungs-Verordnung – BörsZulV*.

⁵⁴ Vidjeti statistiku izvrštenja pod točkom 2.5. ovog rada.

⁵⁵ Podrazumijeva tržišnu vrijednost dionica. Više o tržišnoj kapitalizaciji u Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 2.

kao mjerilo za procjenu vrijednosti dionica.⁵⁶ Uvjetom tržišne kapitalizacije se isto tako želi osigurati da je na uređenom tržištu uvrštena količina dionica koja omogućuje uredno formiranje cijene te da su uvrštena društva koja su financijski i operativno sposobna udovoljiti operativnim i financijskim uvjetima sudjelovanja na uređenom tržištu.⁵⁷

3.3.4. Prestanak ispunjavanja obveza nakon uvrštenja

Osim prestanka ispunjavanja uvjeta za uvrštenje, Zagrebačka burza može izvršiti izdavatelja kada ne ispunjava obveze nakon uvrštenja. Najčešći oblik neispunjavanja obveza nakon uvrštenja na Zagrebačkoj burzi je neispunjavanje obveza transparentnosti. Navedena obveza podrazumijeva redovitu objavu početnih, stalnih i ad hoc informacija koje su propisane odredbama ZTK-a⁵⁸, Uredbom o zlouporabi tržišta, Pravilima Burze te drugim propisima. Svrha objavljivanja ovih informacija je osigurati javnu dostupnost propisanih informacija o izdavatelju kako bi ulagatelji na osnovi navedenih informacija mogli donijeti informiranu odluku o ulaganju u vrijednosne papire izdavatelja.

Iz odluka Zagrebačke burze vidljivo je da Zagrebačka burza ne isključuje dionice čim izdavatelj ne objavi propisane informacije, već dopušta da uvrštenje traje do dva periodična pregleda. Tijekom tog razdoblja poziva izdavatelja da se izjasni o razlozima neobjave i daje mu mogućnost da otkloni utvrđeni propust objavom potrebnih informacija. Nesporno je da se isključenjem dionica iz trgovanja u osnovi mijenja način trgovanja dionicama, što ne utječe samo na izdavatelja, već i na dioničare. Stoga se kroz poček u isključenju dionica vidi namjera Zagrebačke burze da zaštiti dioničare i omogući im da njihove dionice zadrže jednak (uvršteni) status sa svim pravima i obvezama koje se uz njega vežu (posebno kroz obveze izvještavanja, prava na pristup uređenom tržištu i jednostavniju i bržu prenosivost dionica na tom tržištu).

Osim što Zagrebačka burza može isključiti dionice s uvrštenja zbog kršenja ove obveze, ulagatelji koji bi tim propustom bili oštećeni, mogli bi od izdavatelja, odnosno članova njegovih upravljačkih i nadzornih organa tražiti naknadu štete zbog njihove odgovornosti za propuste u vezi s objavom potrebnih informacija koji su doveli do predmetnog izvrštenja.⁵⁹ Odgovorenost

⁵⁶ Tako i kod pravične naknade kod izvrštenja uzima se u obzir prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunana kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana tijekom posljednja zadnja tri mjeseca, naknada se utvrđuje elaboratom.

⁵⁷ Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 2.

⁵⁸ Vidjeti Glavu II. Poglavlje I. ZTK koja navodi gotovo sve informacije koje izdavatelj treba objaviti, poput financijskih izvješća, informacija o korporativnom upravljanju, promjene u glasačkim pravima i slično.

⁵⁹ Članak 11. Pravilnika o sadržaju, obliku i načinu dostavljanja propisanih informacija Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i u službeni registar propisanih informacija, NN 12/23 i članak 480. ZTK.

za propust prvenstveno teži zaštiti od prijevare iznošenjem netočnih ili nepotpunih informacija koje potencijalnim ili postojećim ulagateljima onemogućuju donošenje odluke o ulaganju.⁶⁰ Šteta bi mogla nastati ulagatelju ako je na temelju netočnih ili nepotpunih informacija koje su bile objavljene ili zbog informacija koje nisu bile objavljene, zaključio da izdavatelj dobro posluje, odnosno da ima takav potencijal, zbog čega je donio odluku o ulaganju odnosno kupnji dionica tog izdavatelja koju inače ne bi donio da mu je pravo stanje bilo poznato. Ako nakon takve kupnje vrijednost dionica znatno padne i ulagatelj izgubi novac kroz kupljene dionice, ulagatelj bi s uspjehom trebao moći ostvariti pravo na naknadu štete.

3.3.5. Stečaj i likvidacija

Jedan od općih uvjeta za uvrštenje dionica na uređeno tržište je da se dionicama trguje korektno, uredno i djelotvorno.⁶¹ Izdavatelj nad kojim je otvoren stečajni postupak je u takvom financijskom položaju da ne može redovno ispunjavati svoje obveze zbog čega se pristupa prodaji njegove imovine i namirenju vjerovnika. Konačan korak u stečaju je prestanak postojanja izdavatelja. Zbog toga otvaranjem stečajnog postupka prestaje i interes tržišta za dionicama izdavatelja⁶² čime se više dionicama ne trguje uredno i djelotvorno. Zbog toga je propisano da stečajni upravitelj mora Zagrebačkoj burzi dostaviti zahtjev za povlačenje dionica s uvrštenja nakon što se nad izdavateljem otvori stečajni postupak.⁶³

Predstečajni postupak još ne predstavlja razlog za izvršenje jer se tim postupkom nastoji restrukturirati poslovanje izdavatelja kako bi izdavatelj namirio vjerovnike. To ne mora automatski značiti da izdavatelj ne ispunjava obveze vezane uz uvrštenje i niti to nužno predstavlja prijetnju urednom funkcioniranju tržišta. No, kako bi se procijenilo utječe li njegov ostanak na uređenom tržištu negativno na funkcioniranje tržišta te kako bi se istovremeno zaštitili interesi ulagatelja Zagrebačka burza može izdavatelja privremeno razvrstati u segment za promatranje. Time će skrenuti pažnju na potrebu pojačanoga praćenja okolnosti važnih za trgovinu dionicama tog izdavatelja.⁶⁴ Okolnost da je nad izdavateljem otvoren predstečajni postupak predstavlja osnovu za odbijanje zahtjeva za uvrštenje financijskih instrumenata na

⁶⁰ Više o odgovornosti za štetu iz prospekta uvrštenja, a koja se na odgovarajući način može primijeniti i na odgovornost za štetu zbog propusta u objavi informacija o izdavatelju više u Jakšić T., Posebna privatnopravna odgovornost za prospekt uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište prema Zakonu o tržištu kapitala, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 2013., str. 419. do 468.

⁶¹ Članak 321. ZTK.

⁶² Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 2., str. 216.

⁶³ Članak 159. Pravila Zagrebačke burze.

⁶⁴ Članak 260. Pravila Zagrebačke burze.

uređeno tržište⁶⁵ i razlog za izvanredan prijelaz dionica u niži segment uređenog tržišta⁶⁶, što upućuje da predstečajni postupak može predstavljati prijetnju urednom funkcioniranju uređenog tržišta. No, cilj predstečajnog postupka je restrukturiranje predstečajnog dužnika s ciljem da nastavi poslovati, bilo kroz oprost pojedinih dugova, promjenu načina ili rokova otplate. Stoga ako predstečajni postupak bude uspješan predstečajni dužnik će nastaviti poslovati. Zbog toga se predstečajni postupak još ne smatra razlogom za prestanak uvrštenja. Ipak, ako Zagrebačka burza utvrdi da je izdavatelj nad kojim je otvoren predstečajni postupak prestao ispunjavati uvjete za uvrštenje (primjerice jer više ne ispunjava uvjet tržišne kapitalizacije zbog pada vrijednosti dionica), Zagrebačka burza bi ga mogla isključiti iz trgovanja pozivom na tu osnovu za prestanak uvrštenja.⁶⁷

U odnosu na likvidaciju, ona se provodi kada je nastao neki od razloga za prestanak društva predviđen zakonom ili statutom.⁶⁸ Likvidacija je predviđena kao osnova za prestanak uvrštenja zbog sličnih razloga kao stečaj, a to je da se nastankom razloga za prestanak društva mijenja cilj društva. Umjesto da je to stjecanje dobiti ili zadovoljenje drugih interesa dioničara, cilj društva postaje privođenje kraju svih poslova u kojima se nalazi, naplata tražbina, prodaja imovine, podmirenje obveza i, ako što preostane, podjela takve imovine dioničarima.⁶⁹ To jest, tada kao i kod stečaja prestaje interes tržišta za ulaganjem u dionice izdavatelja koji će uskoro prestati postojati. Pokretanjem postupka likvidacije, zbog nastanka razloga za prestanak društva, uvjet korektnog, urednog i djelotvornog trgovanja stoga više nije ispunjen.

⁶⁵ Članak 89. stavak 8. Pravila Zagrebačke burze.

⁶⁶ Članak 151. Pravila Zagrebačke burze. U slučaju da stečajni upravitelj ne dostavi navedeni zahtjev Zagrebačkoj burzi, postavlja se pitanje može li (i treba li) Zagrebačka burza isključiti dionice s trgovanja po službenoj dužnosti. Odgovor se može naći u članku 340. stavku 2. ZTK koji predviđa obvezu Zagrebačke burze da isključi dionice iz trgovanja kada to zahtijeva zaštita ulagatelja ili dionica više ne udovoljava pravilima burze. Navedeni članak bi mogao biti temelj za isključenje. Iz aspekta internih pravila Zagrebačke burze, osnova za isključenje bi mogao biti članak 152. točka 5. Pravila Zagrebačke burze koji ne uređuje stečajni postupak, već neispunjenje obveza nakon izvrštenja. Tome je tako jer iz trenutnog izričaja Pravila Zagrebačke burze proizlazi da je preduvjet za izvrštenje u kod stečajnog postupka da stečajni upravitelj dostavi zahtjev za izvrštenje, pa u nedostatku takvog zahtjeva Zagrebačka burza ne bi mogla temeljiti izvrštenje na temelju članka 152. točke 6. koji je osnova za izvrštenje u slučaju otvaranja stečajnog postupka.

⁶⁷ O pojedinim aspektima izvrštenja uslijed otvaranja (pred)stečajnog postupka vidjeti Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 2., str. 216. do 219.

⁶⁸ Vidjeti članak 367. ZTD za razloge prestanka. Primjerice, istek vremena na koje je društvo osnovano, skupštinska odluka, ništetnost društva i sl.

⁶⁹ Barbić J., *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I., Dioničko društvo, Sedmo, izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Organizator, 2020., str. 1749.*

3.3.6. Statusne promjene

Osim gornjih slučajeva izvrštenja, u praksi su česta izvrštenja do kojih je došlo uslijed statusnih promjena. Najčešći su pripajanje, spajanje i preoblikovanje. Statusne promjene dovode do izvrštenja zbog toga što izdavatelj odnosno njegov financijski instrument, nakon što se takve promjene provedu prestane postojati.⁷⁰ To je u skladu s rješenjem ZTD-a prema kojem pripajanje i spajanje, osim što su statusne promjene, predstavljaju i razlog za prestanak društva.⁷¹

Konkretno, o pripajanju je riječ kada dioničko društvo (pripojeno društvo) prenese cijelu svoju imovinu drugom društvu (društvu preuzimatelju) uslijed čega prestaje pripojeno društvo kao pravna osoba i gospodarski se nastavlja u društvu preuzimatelju koje već postoji. S druge strane, dva dionička društva (ili više njih) mogu se spojiti osnivanjem novog dioničkog društva na koje prelazi njihova imovina. Osnivanjem novog društva nastaju pravni učinci kao i kod pripajanja, od kojih je u ovom kontekstu bitan prestanak spojenih društava. Prestankom društava prestaju postojati i njihove dionice, čime nastaje razlog za prestanak uvrštenja iz Pravila Zagrebačke burze, konkretno prestanak postojanja izdavatelja i prestanak postojanja financijskog instrumenta. Ovaj tip izvrštenja inicira Zagrebačka burza po službenoj dužnosti. Treba spomenuti da kod pripajanja i spajanja dioničari u zamjenu dobivaju dionice društva preuzimatelja ili društva koje je nastalo spajanjem, te se može raditi o dionicama koje su također uvrštene na uređenom tržištu. To znači da se njihov položaj ne mora bitno promijeniti zbog čega i dalje imaju pristup brojnim objavljenim informacijama o statusu društva, a nove dionice mogu i dalje jednostavno i brzo prodati na uređenom tržištu.

O preoblikovanju dioničkog društva u neko drugo trgovačko društvo je riječ kad ono svojom odlukom odluči promijeniti pravni oblik. To će se dogoditi onda kad dioničarima više ne odgovara pravno uređenje dioničkog društva, a njihove interese više zadovoljava oblik i način uređenja nekog drugog trgovačkog društva. Iako se ono može preoblikovati u d.o.o., j.t.d., k.d. i GIU, uvršteno dioničko društvo se najčešće preoblikuje u društvo s ograničenom odgovornošću. Članstvo u dioničkom društvu zamjenjuje se članstvom u društvu s ograničenom odgovornošću na način da se dioničarima, kao članovima društva u kojemu je članstvo

⁷⁰ Primjer za pripajanje HOTELI BRELA d.d., HOTELI TUČEPI d.d., HOTELI ZLATNI RAT d.d., HOTELI MAKARSKA d.d., HIDROELEKTRA NISKOGRADNJA, d.d. Primjer za preoblikovanje DUBROVACKO PRIMORJE d.d., PP ORAHOVICA d.d., Regeneracija d.d., TEP d.d.

⁷¹ Članak 367. ZTD.

utjelovljeno u dionicama, u zamjenu za dionice daju poslovni udjeli koji su utjelovljenje članstva u društvu s ograničenom odgovornošću.⁷²

Posljedica preoblikovanja je također prestanak postojanja financijskog instrumenta zato što poslovni udio, kao i gradivna jedinica bilo kojeg drugog društva u koje se dioničko društvo može preoblikovati, nije financijski instrument. Financijski instrumenti su prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca, udjeli u subjektima za zajednička ulaganja ili izvedenice.⁷³ Od gradivnih jedinica svih trgovačkih društava, jedino se dionica smatra prenosivim vrijednosnim papirom, a instrumenti tržišta novca, udjeli u subjektima za zajednička ulaganja ili izvedenice nisu instrumenti prava društava, već tržišta kapitala. Prestankom postojanja financijskog instrumenta prestaje osnovni uvjet za uvrštenje na uređeno tržište propisan ZTK-om, a to je da se na redovito tržište mogu uvrstiti samo financijski instrumenti zbog čega Zagrebačka burza kod preoblikovanja po službenoj dužnosti donosi odluku kojom izvrštava dionice preoblikovanog društva.

3.4. Dobrovoljno izvršenje

Prvo sustavno uređenje dobrovoljnog izvrštenja (povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu temeljem odlukom glavne skupštine) provedeno je Zakonom o tržištu kapitala iz 2008. godine (dalje: ZTK 2008). ZTK 2008 je bio rezultat prilagodbe hrvatskog zakonodavstva europskoj pravnoj stečevini te je tadašnji članak 332., koji je uređio povlačenje dionica s uvrštenja, stupio na snagu pristupanjem Republike Hrvatske EU. Izmjena ZTK 2008 je bila nužna pretpostavka ostvarenja slobode kretanja kapitala i pristupanja RH članstvu u EU.⁷⁴ Usporedbom ZTK 2008 i današnjeg ZTK (koji je zamijenio ZTK 2008) može se zaključiti da se odredbe o prestanku uvrštenja u najbitnijem dijelu nisu bitno promijenile.⁷⁵

Prema članku 341. ZTK-a koji uređuje dobrovoljno izvršenje, izdavalatelj može dobrovoljno odlučiti povući dionice s uvrštenja ako smatra da mu je izvršenje u interesu.⁷⁶ Kako je člankom 341. ZTK predviđeno da o izvrštenju odlučuje glavna skupština društva, postupak izvrštenja

⁷² Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71, str. 1743.

⁷³ Članak 3. stavak 1. točka 24. ZTK.

⁷⁴ Hrvatski zakonodavac je donošenjem ZTK 2008 usvojio rješenja petnaest smjernica i tri uredbe, vidi članak 2. ZTK 2008.

⁷⁵ Vidi članak 332. ZTK 2008 i članak 341. ZTK.

⁷⁶ Više o razlozima dobrovoljnog izvrštenja vidjeti točku 2.4. rada, primjerice ako od konkurenata žele sakriti aspekte poslovanja, ako uvrštenje ne dovodi do veće potražnje za dionicama i pada likvidnosti dionice, kako bi izbjegao regulatorni nadzor ili stekao veću kontrolu nad svojim poslovanjem.

započinje tako da uprava izdavatelja sazove glavnu skupštinu⁷⁷ i u pozivu predloži donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu. Poziv mora, osim općih podataka koji se traže za svaki poziv na glavnu skupštinu uvrštenog dioničkog društva⁷⁸, sadržavati dvije dodatne informacije: neopozivu izjavu izdavatelja kojom se obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, i način utvrđenja takve pravične naknade. Ovakva napomena u pozivu će utjecati na raspoloženje dioničara da glasuju za ili protiv odluke jer pravična naknada ima svrhu kompenzacije dioničarima ako dionice nakon izvrštenja više ne ispunjavaju njihova očekivanja u pogledu prenosivosti dionica, učinka tržišta na određivanje njihove vrijednosti i slično. S obzirom da od saziva do održavanja glavne skupštine treba proći najmanje 30 dana⁷⁹, dioničari će imati dovoljno vremena da procijene (i eventualno se savjetuju) o tome kako će izvrštenje utjecati na vrijednost njihovih dionica. Ipak, kako su dioničari ti koji odlučuju o izvrštenju, potrebno im je dati i minimum informacija o učinku izvrštenja kako bi mogli donijeti informiranu odluku. Ne smije se zanemariti da su, osim institucionalnih ulagatelja, dioničari dijelom individualni ulagatelji, to jest pravne i fizičke osobe koje ulažu u dionice kako bi trgovanjem na burzi ostvarili prihod, odnosno zaradu. Takvi ulagatelji u pravilu nemaju dovoljno znanja za procjenu kako će izvrštenje utjecati na vrijednost dionica⁸⁰, stoga će neki od njih potražiti pomoć financijskih ili pravnih stručnjaka. Za zaštitu dioničara bi bilo korisno da uprava sastavi dokument u kojemu obrazlaže razloge za izvrštenje te učinak na izdavatelja i ulagatelje i eventualno navesti koje obveze izdavatelj više neće imati nakon izvrštenja (primjerice obvezu objave informacija na uređenom tržištu, plaćanje naknada burzi i SKDD-u vezano za uvrštenje i slično). Ipak, kako zakonodavac ne nameće upravi da dioničare obavijesti o tome kako će izvrštenje utjecati na njih te je li im to u interesu (obveza uprave na davanje takve informacije postoji tek indirektno, kroz pravo dioničara na obaviještenost), nije vjerojatno da će uprava to samoinicijativno učiniti.⁸¹ Kako dioničari nemaju dovoljno znanja za samostalnu procjenu kako će izvrštenje utjecati na njihove dionice, upitno je štite li se dioničari dostatno sadržajem poziva kako je trenutno postavljen zakonom.

⁷⁷ Uprava je nadležna za sazivanje glavne skupštine dioničkog društva. Poziv objavljuje na internetskoj stranici sudskog registra i u glasilu društva, a ako su dioničari poimenično poznati, može sazvati preporučenim pismom. Ako izdavatelj nije izdao samo dionice koje glase na ime i poziv nije poslan neposredno dioničarima, poziv se treba dostaviti i medijima za koje se smatra da obavijest mogu prenijeti na cijelo područje EU. Vidi članak 277. ZTD za postupak sazivanja glavne skupštine.

⁷⁸ Članak 277. stavci 3. i 4. ZTD.

⁷⁹ Vidi članak 279. ZTD.

⁸⁰ Sandner D., *op.cit.* u bilj. 18., str. 20.

⁸¹ To potvrđuje i praksa jer većina društava čije su dionice povučene temeljem skupštinske odluke tijekom posljednjih dvanaest godina nisu izradile takav popratni dokument.

Glavna skupština donosi odluku većinom od tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini. U vezi s nadležnosti glavne skupštine da odluči o povlačenju dionica s uvrštenja, napominje se da se radi o glavnoj skupštini hrvatskog društva (onog čije je sjedište u Republici Hrvatskoj). ZTK ne uređuje način povlačenja dionica s uvrštenja za društva koja imaju sjedište u drugim državama jer bi time zadiralo u sferu pravnog poretka čija pravila su mjerodavna za stranog izdavatelja. Ova pravila uređuju unutarnje djelovanje izdavatelja što u kontekstu dobrovoljnog izvrštenja podrazumijeva većinu kojom se odluka donosi, nadležno tijelo za odlučivanje, postupak odlučivanja, prava dioničara s tim u vezi i slično⁸², a što je u pravilu u domeni pravnog sustava (i to pravila prava društava) koje se primjenjuje na području na kojem se nalazi sjedište društva (*lex societatis*). Strani pravni poredak bi mogao donositi pravila koja će se primjenjivati i na društva iz drugog pravnog poretka, no ta pravila će u pravilu biti ona koja su nužna za zaštitu vrijednosti ili temeljnih načela tog pravnog poretka, a način unutarnjeg djelovanja društva to u pravilu nije.⁸³

Dioničari koji glasaju protiv odluke o povlačenju dionica s uvrštenja, pod uvjetom da odluka bude donesena, te dioničari koji nisu sudjelovali u radu glavne skupštine jer je sazvana nepravilno ili nepravodobno⁸⁴, imaju pravo na pravičnu naknadu. Rješenje, prema kojem neuredno pozvani dioničari imaju pravo na pravičnu naknadu, je donekle neobično, jer je neuredan saziv glavne skupštine (osim ako glavnoj skupštini ne pristupe svi dioničari) razlog za nevaljanost odluke.⁸⁵ Takvi dioničari bi mogli podnijeti tužbu za utvrđenje ništetnosti odluke te ako s njom uspiju, ono što je bilo koji dioničar od izdavatelja stekao na temelju ništetne odluke bi trebao vratiti izdavatelju, a izdavatelj bi dioničarima trebao naknaditi nastale

⁸² Primjerice, njemačko zakonodavstvo uopće ne traži odluku glavne skupštine.

⁸³ Pojedina država bi mogla predvidjeti obveze za strane izdavatelje čije su dionice uvrštene na uređeno tržište te države kako bi zaštitio ulagatelje i integritet tržišta kapitala. Primjerice, ako društvo sa sjedištem u Švicarskoj ima dionice uvrštene na burzu u Hrvatskoj, Zagrebačka burza bi mogla predvidjeti da švicarski izdavatelj koji povlači dionice s uvrštenja mora omogućiti obveznu ponudu za otkup dionica manjinskim dioničarima kako bi se zaštitili njihovi interesi. U ovom slučaju, hrvatski pravni poredak bi uveo pravila potrebna za zaštitu ulagatelja i stabilnosti tržišta, iako je izdavatelj švicarsko društvo. S druge strane, Hrvatska ne bi uredila kako švicarsko društvo interno donosi odluku o povlačenju jer bi to ostalo u nadležnosti švicarskog prava (*lex societatis*).

⁸⁴ Glavnu skupštinu se saziva najmanje 30 dana prije održavanja (članak 279. ZTD-a), a poziv na glavnu skupštinu se mora objaviti na internetskoj stranici sudskog registra i u glasilu društva, a ako su dioničari društvu poimenično poznati, može se sazvati preporučenim pismom dioničarima koji su upisani u registru dionica. Društva dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja koja nisu izdala samo dionice koje glase na ime i nisu poziv za glavnu skupštinu poslala neposredno dioničarima moraju poziv dostaviti i medijima za koje se smatra da mogu obavijest prenijeti na cijelo područje EU (članak 277. stavci 6. i 8. ZTD-a).

⁸⁵ Vidjeti članak 357. ZTD-a za propuste u sazivu koji dovode do ništetnosti odluke. Na razloge ništetnosti se nije moguće pozivati po proteku tri godine od upisa odluke u sudski registar, a ako je u vrijeme isticanja toga roka u tijeku spor povodom tužbe za utvrđenje odluke ništetnom, rok se produžuje dok se o tužbi pravomoćno ne odluči ili se spor konačno ne riješi na neki drugi način (članak 356. stavak 2. ZTD-a).

troškove.⁸⁶ Drugim riječima, dioničari koji su primili pravičnu naknadu bi ju trebali vratiti, društvo bi im trebalo vratiti dionice, a dionice bi se ponovno uvrstile na uvršteno tržište.

Opisano rješenje bi u praksi bilo teško provedivo jer bi u pravilu zahtijevalo ponovni postupak uvrštenja pred Zagrebačkom burzom i stavljanje izvan snage odluka Zagrebačke burze o izvrštenju, a i ugovora o kupoprodaji dionica. Upitno je i hoće li u trenutku okončanja sudskog postupka izdavatelj držati otkupljene dionice, a dioničari imati novčana sredstva koja su zaprimili od izdavatelja. Stoga bi trebalo zaključiti da ponovno vraćanje ne bi bilo moguće, već bi trebalo primijeniti rješenje ZOO-a prema kojem se za vraćanja koja nisu moguća ili se narav onoga što je ispunjeno protiv vraćanju ima dati odgovarajuća naknada u novcu.⁸⁷ Također, trebalo bi primijeniti odredbu da je onaj koji je kriv za ništetnost ugovora odgovoran svome suugovaratelju za štetu koju trpi zbog ništetnosti ugovora ako ovaj nije znao ili prema okolnostima nije morao znati za postojanje uzroka ništetnosti. Primjenom ove odredbe na izvrštenje, dioničari koji su zbog ništetne odluke o izvrštenju pretrpjeli štetu, imali bi pravnu osnovu tražiti naknadu štete od izdavatelja, a izdavatelj bi ju mogao regresno potraživati od uprave⁸⁸ koja je bila odgovorna za uredan saziv glavne skupštine⁸⁹

Uzevši sve u obzir, a posebno složenost ponovnog uvrštenja, moglo bi se argumentirati da je zakonodavac imao na umu rješenje ZOO-a te je kao oblik odgovarajuće naknade u novcu predvidio pravičnu naknadu za dionice. Dodatno, kako bi odvratio dioničare od vođenja postupka za utvrđenje ništetnosti odluke glavne skupštine o izvrštenju dionica s uređenog tržišta, predvidio je da se pravična naknada treba dati i dioničarima koji nisu prisustvovali neuredno sazvanoj glavnoj skupštini.

Visinu pravične naknade određuje društvo vodeći se kriterijima koji su propisani zakonom. Ako se dionicama društva trgovalo barem 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada će biti prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu koja će se izračunati kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u posljednja tri mjeseca prije objave poziva na glavnu skupštinu. Ako se dionicama trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada će se utvrditi elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice. Elaborat je složen financijski dokument kojim financijski stručnjaci

⁸⁶ Članak 357. stavak 4. ZTD-a.

⁸⁷ Članak 323. stavak 1. ZOO.

⁸⁸ Članak 252. ZTD: „(1) Članovi uprave moraju voditi poslove društva s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika i čuvati poslovnu tajnu društva. (...) (2) Članovi uprave koji povrijede svoje obveze odgovaraju za štetu društvu kao solidarni dužnici.

⁸⁹ Članak 277. ZTD-a: „Glavnu skupštinu saziva uprava (...)“

utvrđuju vrijednost društva primjenom jedne ili više računovodstvenih metoda koje su s obzirom na stanje društva primjerene. Nakon što se izradi, elaborat još jednom revidira neovisni ovlašteni revizor čime se kontrolira pravilnost u izradi elaborata.

Kao relevantan dan s kojim se utvrđuje vrijednost dionice elaboratom uzima se dan objave poziva na glavnu skupštinu. Razlog tome je to je što već sama objava može dovesti do pada vrijednosti dionice zbog negativnog stava javnosti o izvršenju. U javnosti se stvara inicijalan dojam da se izvršenje pokreće zbog toga što društvo više ne može ispunjavati obveze uređenog tržišta, zbog čega se interes za kupnjom tih dionica smanjuje, a neki dioničari već u tom trenutku mogu odlučiti prodati svoje dionice. Kako bi se minimizirao učinak objave na vrijednost dionica, vrijednost dionice se utvrđuje na dan objave poziva na glavnu skupštinu. Dodatno, kako je visina pravične naknade jedan od najvažnijih elementa za glasanje za ili protiv odluke o izvršenju, ZTK-om je predviđeno da iznos pravične naknade i elaborat (ako je izrađen) moraju biti dostupni dioničarima i objavljeni javnosti najkasnije pet dana prije dana održavanja glavne skupštine.⁹⁰

Iako dioničari stječu pravo na isplatu pravične naknade donošenjem odluke, kako bi im se pravična naknada isplatila, dioničari trebaju u roku od dva mjeseca od upisa odluke u sudski registar postaviti takav zahtjev društvu. Iako zakon o tome ništa ne govori, u zahtjevu bi trebalo navesti osnovne podatke potrebne izdavatelju za sklapanje ugovora o kupnji, prijenosu dionica i isplati pravične naknade. To minimalno podrazumijeva osobne podatke dioničara (ime i prezime ili naziv, adresu ili sjedište i OIB), broj dionica koje dioničar drži i broj računa na koji treba isplatiti pravičnu naknadu. Nakon što dioničari zatraže isplatu, izdavatelj je dužan u narednom razdoblju od mjesec dana⁹¹ s dioničarima sklopiti ugovor o kupoprodaji i prijenosu dionica te im isplatiti pravičnu naknadu za dionice koje je pojedini dioničar držao.

U nastavku rada se detaljnije analizira postupak (dobrovoljnog) povlačenja s uvrštenja na uređenom tržištu na način da se identificiraju dvojbeni rješenja i pravne praznine u uređenju te se predlažu zakonodavna rješenja.

⁹⁰ Ova odredba je uvedena tek izmjenom ZTK iz 2021. godine, NN 83/21.

⁹¹ Društvo je obvezno od dioničara koji glasuju protiv odluke otkupiti dionice najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar.

4. POSTUPAK (DOBROVOLJNOG) POVLAČENJA DIONICA S UVRŠTENJA NA UREĐENOM TRŽIŠTU

4.1. Nadležnost za odlučivanje o povlačenju s uvrštenja

Dobrovoljno povlačenje dionica s uvrštenja na uređenom tržištu je u hrvatskom pravu uređeno malim brojem zakonskih odredaba, i to odredbama ZTK-a i ZTD-a. Nadležnost glavne skupštine za odlučivanje o povlačenju s uvrštenja je istovremeno uređena ZTD-om⁹² i ZTK-om, dok ZTK uz nadležnost glavne skupštine uređuje i postupak povlačenja i uvjete za valjanost odluke o povlačenju. U nomotehničkom smislu treba izbjegavati uređivati isto pitanje kroz različite propise, no hrvatski zakonodavac je ovdje tome ipak pribjegao. Razlog tome može biti u tome što je nadležnost glavne skupštine element koje prvenstveno ulazi u područje prava društava zbog čega bi se trebao urediti ZTD-om kao zakonom koji primarno uređuje tu pravnu materiju.⁹³ Ipak, u postupku povlačenja dionica s uvrštenja se javljaju pojedini elementi koji bi mogli potpasti pod pravo društava, a zakonodavac ih je ipak odlučio urediti ZTK-om.⁹⁴ To je sadržaj odluke o povlačenju s uvrštenja, obveza upisa odluke u sudski registar, trenutak stupanja na snagu odluke, mogućnost pobijanja odluke i pravična naknada na koju dioničari imaju pravo u zamjenu za dionice. Sva navedena pitanja su prvenstveno pitanja prava društava što proizlazi iz članka 1. ZTD-a prema kojem taj zakon uređuje osnivanje, ustroj, prestanak i statusne promjene trgovačkih društava te povezana društva. Glavna skupština, njezina nadležnost te pitanja vezana uz skupštinsku odluku (sadržaj, mogućnost pobijanja, prijava odluke sudskom registru) potpadaju pod pitanje ustroja trgovačkog društva. Pitanje pravične naknade smatra se pitanjem povezanim uz članska (dioničarska) prava. Dionica je skup prava i obveza koji pripadaju imatelju dionice na temelju uplate uloga ili stjecanjem dionice na drugi način. Skup tih prava i obveza iz dionice je prenosiv, pa ako dioničar prenese dionicu drugome po bilo kojoj osnovi, gubi članska prava.⁹⁵ Imovinska prava iz dionice su primjerice pravo na isplatu dividende, pravo na plaćanje naknade za ispunjenje dodatnih obveza prema društvu, prvenstveno pravo upisa novih dionica, i sl. Pravična naknada bi se trebala smatrati pojavnim oblikom imovinskog prava iz dionice jer dioničar na dionicu gleda kao na ulaganje i stječe ju s ciljem ostvarenja prihoda, bilo kroz dividendu od dionice ili kroz prodaju dionice na tržištu po

⁹² Članak 275.

⁹³ Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 24.

⁹⁴ Tako i u njemačkom pravu. Postupak povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja uređuje njemački BörsG čiji se članak 39. u bitnom u sadržaju i strukturi podudara s člankom 341. ZTK pa je možda hrvatski zakonodavac po uzoru na BörsG povlačenje dionica s uređenog tržišta uredio ZTK-om.

⁹⁵ Vidi Barbić J. *op.cit.* u bilj. 71., str. 71. do 73.

većoj cijeni od kupovne. Zbog toga bi se način određivanja pravične naknade i sva prava s njim u vezi mogla urediti ZTD-om.

Dodatan argument u tom smjeru je taj što se povlačenje dionica s uvrštenja može usporediti s prijenosom dionica manjinskih dioničara.⁹⁶ Iz te usporedbe je vidljivo da su gotovo sva pitanja koja je kod izvršenja uredio ZTK, kod prijenosa dionica manjinskih dioničara uređena ZTD-om. ZTD tako određuje da glavni dioničar koji zahtijeva prijenos dionica mora držati 95% temeljnog kapitala društva, određen je način određivanja primjerene otpremnine (glavni dioničar mora uzeti u obzir prilike društva u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine, a revizor treba ispitati primjerenost otpremnine), predviđena je (ne)mogućnost pobijanja primjerene otpremnine i predviđene su obveza društva da registarskom sudu prijavi skupštinsku odluku o prijenosu dionica i trenutak stupanja na snagu odluke (dan upisa odluke u sudski registar). Iako se prijenos dionica manjinskih dioničara ne odvija uvijek na uređenom tržištu,⁹⁷ što može poslužiti kao argument da se taj institut treba urediti ZTD-om, nesporno je da se ista pitanja kod prijenosa dionica manjinskih dioničara uređuju ZTD-om, a kod povlačenja s uvrštenja ZTK-om. Razlog za to nije potpuno jasan jer ZTK navodi⁹⁸ da su objekt njegova uređenja odobrenje za rad sudionika tržišta kapitala, uvjeti za ponudu vrijednosnih papira i njihovo uvrštenje na uređeno tržište, obveze izdavatelja u vezi s objavljivanjem informacija i druga povezana pitanja. Zapravo se radi o pitanjima funkcioniranja tržišta, a ne unutarnjeg ustroja njegovih sudionika.⁹⁹ Zbog toga bi hrvatski zakonodavac iznad opisana pitanja odlučivanja o povlačenju s uvrštenja mogao urediti ZTD-om, a pitanja koja slijede nakon donošenja odluke o povlačenju s uvrštenja i njezinog upisa u sudski registar, poput postupanja burze radi izvršenja dionica, položaja izdavatelja na uređenom tržištu nakon odluke burze, bi mogao urediti ZTK-om. U nomotehničkom smislu, nije idealno rješenje da se pitanja, koja se odnose na isti predmet uređenja, reguliraju kroz različite zakone. Međutim, u ovom konkretnom slučaju bi se takav pristup mogao opravdati jer adresatima normi ne bi bilo neprirodno uvjete donošenja (pa i specifične) skupštinske odluke potražiti u ZTD-u, a postupak pred burzom s tim u vezi, u ZTK-u.

⁹⁶ Uređen člancima 300.f do 300.k ZTD

⁹⁷ Prijenos dionica manjinskih dioničara se može dogoditi kod uvrštenih i neuvrštenih društava.

⁹⁸ Vidi više u članku 1. ZTK.

⁹⁹ Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 27.

4.2. Većina za donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja

Glavna skupština odluku donosi većinom od tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini. Društvo ne bi moglo statutom propisati manji broj glasova potreban za povlačenje jer takva odredba ne bi proizvodila pravni učinak¹⁰⁰, no moglo bi postrožiti uvjete za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta. Stroži uvjeti mogu biti veća većina (primjerice devet desetina temeljnog kapitala na glavnoj skupštini¹⁰¹) ili propisivanje kvoruma za donošenje odluke.

Iako zakonodavac predviđa kvalificiranu većinu za donošenje odluke, kombinira ju uz prisutnost na glavnoj skupštini. Drugim riječima odluka se donosi glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. To znači da bi se odluka o povlačenju s uvrštenja (potencijalno) mogla donijeti i glasom jednog dioničara koji drži 50% (ili manje) temeljnog kapitala, ako od prisutnih na glavnoj skupštini drži tri četvrtine temeljnog kapitala jer na glavnu skupštinu nije pristupio velik broj dioničara. Moć da pojedini dioničar donese odluku u pravilu neće ovisiti o temeljnom kapitalu kojeg dioničar drži, već u želji drugih dioničara da pristupe glavnoj skupštini. Iako će pitanje povlačenja s uvrštenja u pravilu zainteresirati dioničare da dođu na glavnu skupštinu te sudjeluju u donošenju predmetne odluke, ovakav scenarij je moguć u praksi.

Vezano za mogućnost da se statutom predvidi veća većina za donošenje odluke, u slučaju da izdavatelj iskoristi ovu mogućnost, učinci veće glasačke većine bi bili višestruki. Naime, nakon što se odluka o povlačenju s uvrštenja donese, dioničari koji su protiv nje glasali, a više ne žele biti dioničari društva, imaju pravo na pravičnu naknadu za dionice. Pravičnu naknadu prema zakonskom uređenju isplaćuje društvo. S obzirom da pravo na pravičnu naknadu imaju samo dioničari koji su glasali protiv povlačenja s uvrštenja i koji to zatraže u zakonskom roku¹⁰², u slučaju veće većine koja je glasala za odluku postotak dioničara koji bi mogao tražiti pravičnu naknadu bio bi manji, a time i trošak za društvo. Takvom isplatom dionica društvo ne bi pretrpjelo veći odljev financijskih sredstava zbog čega bi odluka o izvršenju mogla dobiti dodatne pristalice u vidu dioničara koji su spremni dati glasati za takvu odluku. S druge strane,

¹⁰⁰ Više u Zubović A., Zubović Jardas I., Povlačenje vrijednosnih papira sa Zagrebačke burze (*delisting*) i potreba izmjene regulatornog okvira, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 68, (3-4), str. 558.

¹⁰¹ Ova ili viša većina je predviđena ciparskim, estonskim, francuskim, grčkim, nizozemskim, portugalskim, švedskim i talijanskim pravom. Finsko pravo čak predviđa da je za odluku o *izvršenju* potrebno držati 100% temeljnog kapitala (do kojeg će u pravilu doći prisilnim otkupom). Vidi više Zmysłowska M., *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej a ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, doktorska disertacija, Sveučilište u Varšavi, Studij prava i administracije, travanj 2017., Prilog 1.

¹⁰² U roku od dva mjeseca od upisa odluke u sudski registar.

veća većina otežava donošenje odluke jer za odluku treba glasati veći postotak dioničara u temeljnom kapitalu. Ako je vlasnička struktura izdavatelja raspršena, do tog postotka bi se u pravilu moglo doći postupkom preuzimanja. Iako je dovoljno da za odluku o povlačenju glasaju dioničari koji drže tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini, većinski dioničar u praksi često koristi postupak preuzimanja kako bi dosegao što veći udio u temeljnom kapitalu čime bi s ciljem stjecanja mogućnosti samostalnog donošenja odluka o gotovo svim pitanjima u društvu, uključujući i o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu. Vodeći se vlastitim planovima za razvoj društva, većinski dioničar bi tako mogao samostalno odlučiti povući dionice s uvrštenja te time utjecati na ostale dioničare da napuste društvo što bi moglo rezultirati povećanjem njegova udjela u temeljnom kapitalu i upravljačkim pravima.

Veća većina za odlučivanje ipak ima još neke pozitivne strane. Kada jedan dioničar drži visok postotak dionica, rizik nastupa eventualnih negativnih posljedica izvrštenja odnosno nezadovoljstva vezanog uz visinu pravične naknade se minimalizira. Manjinski dioničari koji su prije odluke o izvrštenju dionice prodali dionice većinskom dioničaru su najčešće za dionice dobili naknadu koju je u tom trenutku diktiralo tržište ili je ona bila određena u reguliranom i od strane HANFE nadziranom postupku preuzimanja, čime se nezadovoljstvo dioničara u vezi s iznosom pravične naknade minimaliziralo. Također, zbog toga što je trošak naknade za otkup dionica do trenutka povlačenja dionica s uvrštenja snosio većinski dioničar, financijski teret pravične naknade će za društvo biti lakše podnosiv.

4.3. Adresati odredbe o dobrovoljnom izvrštenju

ZTK predviđa da samo izdavatelji koji imaju sjedište u Hrvatskoj mogu povući dionice s hrvatskog uređenog tržišta. S druge strane, ZTK¹⁰³ omogućuje da strani izdavatelji uvrste dionice na naše uređeno tržište. Stoga se u literaturi opravdano kritizira što odredba članka 341. ZTK ne predviđa nikakvo rješenje za povlačenje dionica s uvrštenja za strane izdavatelje. Radi popunjavanja ove pravne praznine mogla bi se primijeniti dva pristupa. Prvi prema kojem se članak 341. ZTK ne primjenjuje na strane izdavatelje (ne traži se donošenje skupštinske odluke odgovarajućom većinom i isplata pravične naknade) i takvi izdavatelji mogu slobodno podnijeti zahtjev Zagrebačkoj burzi radi povlačenja dionica s uvrštenja. Drugi pristup podrazumijeva da se i na strane izdavatelje potpuno primijeni članak 341. ZTK.¹⁰⁴

¹⁰³ Za uvjete uvrštenja na hrvatsko uređeno tržište vidjeti Poglavlje IV. (Financijski instrumenti kojima se trguje na uređenom tržištu) u ZTK.

¹⁰⁴ Više u Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 30.

Radi odgovora na to pitanje pomaže identifikacija dokumenata koje treba prezentirati Zagrebačkoj burzi da bi izvrstila dionice s uređenog tržišta. Prema Pravilima Zagrebačke burze¹⁰⁵, izdavatelj čija je glavna skupština donijela odluku o povlačenju dionica s uređenog tržišta Zagrebačkoj burzi dostavlja (i) zahtjev za povlačenjem dionica s uvrštenja na uređenom tržištu, s (ii) rješenjem o upisu odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar i (iii) zapisnikom s glavne skupštine na kojoj je donesena odluka. Analizom ovih dokumenata zaključuje se da bi Zagrebačka burza mogla i trebala izvrstiti dionice izdavatelja ako joj izdavatelj dostavi odluku glavne skupštine o povlačenju dionica s uređenog tržišta, neovisno o većini kojom je donesena. Većina za valjanost odluke utvrđuje se prema pravu koje je mjerodavno za društvo, a za njegovo određivanje će se primijeniti teorija osnivanja ili teorija sjedišta društva.¹⁰⁶ U nekim kontinentalnim europskim pravnim sustavima je do nedavno dominirala teorija stvarnog sjedišta prema kojoj je za društvo mjerodavno pravo one države iz koje se stvarno upravlja i vode poslovi društva.¹⁰⁷ Sukladno tome, većina za donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja bi se određivala pravom države u kojoj se nalazi uprava društva.¹⁰⁸ Ipak, uslijed globalizacijskih promjena, društvom se sve više upravlja s različitih lokacija, uključujući i iz različitih pravnih sustava.

Slažem se da teorija stvarnog sjedišta može biti nepraktična u današnjem globaliziranom svijetu, posebno za multinacionalne kompanije čije se uprave često sele, rade na više lokacija ili imaju decentraliziranu strukturu. Dokazivanje gdje se stvarno donose ključne odluke može biti složeno i otvoreno za različita tumačenja.

U današnje vrijeme mnogim društvima se upravlja decentralizirano, a uprave rade iz različitih zemalja, nerijetko na daljinu. Također, uslijed promjene vlasništva nad društvom (a i neovisno o tome), uprave se često mijenjaju. Stoga je teško jednoznačno utvrditi gdje se nalazi „stvarno“ sjedište društva, a na društvo bi se, ovisno gdje se uprava nalazi, mogla primjenjivati pravna pravila različitih sustava. U današnjim okolnostima teorija stvarnog sjedišta stvara pravnu nesigurnost i potencira sukob nadležnosti, zbog čega je EU kroz praksu Suda EU¹⁰⁹

¹⁰⁵ Članak 153. stavak 1. Pravila Zagrebačke burze.

¹⁰⁶ Vidi više o mjerodavnom pravu za društvo u Barbić J., *Pravo društava*, Knjiga prva, Opći dio, Treće, izmijenjeno izdanje, Organizator, 2008., pod II. 1., str. 375. do 383.

¹⁰⁷ *Ibid.*

¹⁰⁸ Petrović S., Jakšić T., *Right of Establishment and Corporate Mobility - An Outline of Issues*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 62, (1-2) (2012.), str. 638.

¹⁰⁹ Presuda Suda od 16. prosinca 2008., C-210/06, *Cartesio*, EU:C:2008:723; Presuda Suda od 12. srpnja 2012., C-378/10, *VALE*, EU:C:2003:512, paragraf 96 EU:C:2012:440 i Presuda Suda (Veliko vijeće) od 25. listopada 2017., C-106/16, *Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o.*, EU:C:2017:804. Vidi detaljnije u „*The Polbud judgment and the freedom of establishment for companies in the European Union: problems and perspectives*, Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs, Directorate General for Internal Policies of the Union, PE 608.833,

postupno prihvatila teoriju osnivanja.¹¹⁰ Ključan korak u prelasku na novu teoriju imala je presuda u predmetu *Polbud*.¹¹¹ Presuda je utvrdila da sloboda poslovnog nastana¹¹² obuhvaća i pravo društva na prijenos (isključivo) registriranog sjedišta prilikom prekograničnog preoblikovanja, pri čemu nije nužno da društvo obavlja gospodarsku aktivnost u državi članici u koju prenosi svoje administrativno sjedište. Presuda *Polbud* je također potaknula donošenje direktive o prekograničnim preoblikovanjima, spajanjima i podjelama¹¹³ koji je zakonodavac transponirao u naš ZTD¹¹⁴.

U skladu s navedenom teorijom, Hrvatska je dala primat teoriji administrativnog sjedišta prema kojoj je za društvo mjerodavno pravo one države u kojoj je društvo upisalo svoje sjedište (neovisno nalazi li se tamo njegova uprava).¹¹⁵ „*Ako je uprava trgovačkoga društva u mjestu različitom od mjesta koje je kao sjedište društva upisano u sudski registar (komentar: administrativno sjedište) ili ako društvo trajno obavlja svoju djelatnost u mjestu različitom od mjesta koje je kao sjedište društva upisano u sudski registar (komentar: administrativno sjedište), sjedištem se smatra mjesto upisano u sudskom registru (komentar: administrativno sjedište), ali se treće osobe glede pravnih posljedica ovisnih o sjedištu društva mogu pozivati na mjesto u kojemu je uprava društva i odakle se upravlja poslovima društva ili na mjesto u kojemu društvo obavlja svoju djelatnost.*“.¹¹⁶ Slijedom citirane odredbe, za sva društva upisana u neki od hrvatskih sudskih registara bit će mjerodavno pravo Republike Hrvatske, neovisno posluje li uprava društva iz inozemstva (što je često slučaj kod društava čiji su osnivači strane pravne ili fizičke osobe).

U većini europskih sustava odluka o izvršenju se donosi tročetvrtinskom većinom (prisutnih dioničara ili temeljnog kapitala) ili čak većom većinom. Zapisnik s takve glavne skupštine će se također donijeti primjenom stranog prava koje je mjerodavno za stranog izdavatelja te Zagrebačka burza ne bi smjela prigovarati njegovom sadržaju ili obliku, dok god

listopad 2018., dostupno na [https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/608833/IPOL_STU\(2018\)608833_EN.pdf&ved=2ahUKEwjNzIa67L2LAXU_A9sEHd_gjN_kQFnoECBMQAQ&usg=AOvVaw1zrD51u_kuDvpEUu3syDIo](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/608833/IPOL_STU(2018)608833_EN.pdf&ved=2ahUKEwjNzIa67L2LAXU_A9sEHd_gjN_kQFnoECBMQAQ&usg=AOvVaw1zrD51u_kuDvpEUu3syDIo), pristup 12. veljače 2025.

¹¹⁰ Petrović S., Jakšić T., *op. cit.* u bilj. 111., str. 646.

¹¹¹ Presuda Suda (Veliko vijeće) od 25. listopada 2017., C-106/16, *Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o.*, EU:C:2017:804.

¹¹² Članak 49. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, SL C 326, 26. listopada 2012.

¹¹³ Direktiva (EU) 2019/2121 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive (EU) 2017/1132 u pogledu prekograničnih preoblikovanja, spajanja i podjela.

¹¹⁴ Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o trgovačkim društvima od 20. listopada 2023., NN 130/23.

¹¹⁵ Prema teoriji administrativnog sjedišta na društvo se primjenjuje pravo trgovačkog društva one države prema čijem je zakonu društvo registrirano / osnovano. Petrović S., Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 111.

¹¹⁶ Članak 37. stavak 4. ZTD-a.

iz njega proizlazi da je skupština izdavatelja odgovarajućom većinom odlučila o izvršenju, odnosno dok god joj je dostavljeno rješenje o upisu odluke o izvršenju u strani trgovački ili sudski registar. Jedino je potrebno voditi računa da bi Zagrebačkoj burzi trebalo oba dokumenta dostaviti u ovjerenom prijevodu na hrvatski jezik jer se dokumentacija u okviru upravnih postupaka u pravilu dostavlja na hrvatskom jeziku. U vezi rješenja o upisu odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar, ovaj kriterij najviše upućuje da je moguće izvršiti samo hrvatska društva zato što pojedini strani pravni sustavi ne predviđaju upis izvrštenja u sudski registar¹¹⁷, stoga bi ovaj uvjet bilo nemoguće ispuniti ako izdavatelj dolazi iz pravnog sustava koji uvrštenje ne upisuje u sudski registar. Stoga bi u slučaju stranih izdavatelja Zagrebačka burza trebala odustati od prezentacije predmetnog rješenja i zadovoljiti se zapisnikom s glavne skupštine na kojoj je odlučeno o izvršenju ili odlukom o izvršenju. U utvrđivanju vrste dokumenata koje bi mogla zahtijevati od izdavatelja Zagrebačka burza bi mogla (i trebala) zatražiti pomoć tijela koje nadzire tržište kapitala države koja se primjenjuje na stranog izdavatelja.

Neovisno o tome, propisivanjem da je radi odlučivanja o povlačenju s uvrštenja Zagrebačkoj burzi potrebno dostaviti i rješenje sudskog registra zakonodavac je ostao dosljedan ideji da uredi izvrštenje samo domaćih izdavatelja.¹¹⁸ Sigurno je da takvo uređenje stvara neizvjesnost za strane izdavatelje koji mogu uvrstiti dionice na hrvatsko uređeno tržište, ali ne znaju koju proceduru slijediti radi izvrštenja dionica. Modalitet izvrštenja je sigurno (ili bi barem trebao biti) jedan od elemenata koje će izdavatelj ispitati prije nego donese odluku hoće li uvrstiti dionice na uređeno tržište. Odgovarajuće *de lege ferenda* rješenje treba tražiti u pristupu koji je hrvatski zakonodavac imao prilikom propisivanja uvjeta za uvrštenje koji se primjenjuju na strane izdavatelje. Prema ZTK-u¹¹⁹ vrijednosni papiri koji se uvrstavaju na redovito tržište moraju biti izdani u skladu s propisima koji se na njih odnose i slobodno prenosivi, a pravni položaj izdavatelja treba biti u skladu s propisima Republike Hrvatske ili države sjedišta izdavatelja. Ako je vrijednosni papir već uvršten na uređenom tržištu države članice, može se uvrstiti na hrvatsko uređeno tržište bez suglasnosti izdavatelja. Navedene odredbe su odraz slobode kretanja kapitala kao jedne od četiri temeljne slobode jedinstvenog

¹¹⁷ Primjerice njemačko, talijansko, španjolsko. S druge strane, slovensko, slovačko i austrijsko predviđaju takvu mogućnost. Više u Zmysłowska M., *op.cit.* u bilj. 104., Prilog 1.

¹¹⁸ Informacije radi, niti na jednom segmentu hrvatskog uređenog tržišta u vrijeme izrade ovog rada nije uvršten nijedan strani izdavatelj.

¹¹⁹ Članak 321.

tržišta EU¹²⁰ koje je hrvatski zakonodavac trebao preuzeti prilikom pristupanja EU. Da bi očuvao navedenu slobodu, hrvatski zakonodavac bi trebao stranim izdavateljima nametnuti minimalne dodatne uvjete, i to samo ako je to nužno radi zaštite vrijednosti hrvatskog prava (poput nacionalnih zakona, javnog poretka i javne sigurnosti).¹²¹

S obzirom da se većinom za donošenje odluke i pravičnom naknadom štite manjinski dioničari, a kako će dionice stranih izdavatelja u pravilu držati strani dioničari (fizičke osobe stranci, pravne osobe sa sjedištem u inozemstvu), hrvatski zakonodavac ne bi trebao biti prvi koji će štititi njihova prava, već bi to trebao prepustiti pravu države sjedišta stranog izdavatelja. Zbog toga bi uvjete za povlačenje s hrvatskog tržišta stranih izdavatelja trebalo izjednačiti s uvjetima za dobrovoljno izvršenje prema pravu koji se na njih primjenjuju ili ih općenito minimizirati u našem pravu. Rješenje bi se moglo pronaći u tome da se Zagrebačkoj burzi, uz zahtjev za izvršenje, dostavi odluka tijela koje je prema pravu države sjedišta stranog izdavatelja nadležno za odlučivanje o dobrovoljnom izvršenju, dok bi dioničar svoja prava u vezi s izvršenjem mogao ostvariti prema pravu koje se primjenjuje na izdavatelja.

4.4. Otkup dionica kao preduvjet povlačenja i prisilno ispunjenje obveze na otkup

Prema ZTK-u odluka o povlačenju dionica s uvrštenja je valjana samo ako uključuje i neopozivu izjavu društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu čija je visina određena zakonom, najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar. Pritom je društvo obvezno otkupiti dionice samo od dioničara koji to zatraže u roku od dva mjeseca od upisa odluke o povlačenju s uvrštenja u sudski registar jer dioničari, iako su glasali protiv odluke, mogu odlučiti zadržati dionice ili ih prodati na burzi dok se ne povuku s uređenog tržišta (najkasnije šest mjeseci od upisa odluke u sudski registar). Odluka sadrži sve elemente bitne za nastanak obveze – vjerovnika (dioničar koji je glasao protiv odluke o izvršenju i to je pravovremeno zatražio), dužnika (društvo), tražbinu (sklapanje ugovora o kupoprodaji i prijenosu dionica uz pravičnu naknadu određenu zakonom) i dospelje tražbine (tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar). Treba smatrati da je donošenjem odluke društvo dalo obvezujuću ponudu točno određenom krugu dioničara na sklapanje ugovora o kupoprodaji i

¹²⁰ Više o slobodi kretanja kapitala u EU u Carević, M., Mataija M., Sloboda kretanja kapitala, Pravo unutarnjeg tržišta Europske unije, Zagreb, 2021., str. 181-206 i Vasiljević S., Sloboda kretanja kapitala i izravne investicije u Republici Hrvatskoj, Informator, 6191-6192, Zagreb, 2013., str. 1. do 3.

¹²¹ O ograničenjima slobode kretanja kapitala vidi članke 65. i 73. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, Službeni link: SL C 202, 7. lipnja 2016.

prijenosu dionica s pravičnom naknadom iz odluke o povlačenju s uvrštenja.¹²² Ponuda vrijedi do isteka roka od dva mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar¹²³ u kojem roku se dioničar može obratiti društvu, a smatrat će se da je dioničar prihvatio ponudu kada društvo primi njegov (pravovremeni) zahtjev da društvo otkupi njegove dionice¹²⁴. Treba se smatrati da je dioničar pravovremeno postavio zahtjev ako ga je do isteka roka osobno uručivao društvu ili u tom roku predao pošti (u slučaju slanja preporučenom pošiljkom), neovisno kada ga je društvo primilo.¹²⁵ Kada društvo primi zahtjev dioničara, smatra se da je ponuda prihvaćena, te društvo ima obvezu da u daljnjem razdoblju, koje traje do isteka tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar, otkupi dionice.¹²⁶ Otkup podrazumijeva sklapanje ugovora i isplatu pravične naknade. Obveza društva na otkup dionice dopijeva istekom navedenog roka, pa ako društvo po dopijecu ne bi sklopilo ugovor s dioničarom i isplatilo mu naknadu iz odluke, dioničar bi svoj zahtjev za ispunjenje tražbine (sklapanje ugovora i isplatu) mogao tražiti tužbom.¹²⁷ Riječ je o tražbini kao i svakoj drugoj koju vjerovnik (dioničar) može ostvariti od dužnika (društva) onako kako bi po pravilima obveznog prava ostvario i svoje druge tražbine.¹²⁸ Radi ostvarenja svoje tražbine dioničar bi trebao podnijeti kondemnatornu tužbu protiv društva na ispunjenje

¹²² Gorenc V. i dr., Komentar Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, Zagreb, 2014., str. 387. navodi da većina pravnih sustava zauzima stajalište da ponuda stvara obvezu ponuditelja na sklapanje ugovora prema uvjetima utvrđenima u sadržaju ponude. Tako primjerice austrijski, njemački, švicarski i talijanski pravni sustav. Općenito o ponudi vidjeti članke 253. do 267. ZOO-a.

¹²³ Članak 257. stavak 1. ZOO-a: „*Ponuditelj je vezan ponudom osim ako je svoju obvezu da održi ponudu isključio ili ako to isključenje proizlazi iz okolnosti posla.*“, članak 258. stavak 1. ZOO-a: „*Ponuda u kojoj je određen rok za njezin prihvrat obvezuje ponuditelja do isteka toga roka.*“

¹²⁴ Članak 262. stavak 1. ZOO-a: „*Ponuda je prihvaćena kad ponuditelj primi izjavu ponuđenika da prihvaća ponudu.*“

¹²⁵ Tako sukladno pravilima o dostavi iz ZPP-a koja se primjenjuju na odgovarajući način, članak 113.: „*Kad je podnesak vezan za rok, smatra se da je dan u roku ako je prije nego što rok protekne predan nadležnom sudu. Ako je podnesak upućen preko pošte preporučenom pošiljkom ili telegrafski, dan predaje pošti smatra se danom predaje sudu kojemu je upućen.*“

¹²⁶ Članak 341. stavak 3. ZTK.

¹²⁷ Obvezivanje društva na sklapanje ugovora o kupoprodaji i prijenosu dionica kroz skupštinsku odluku usporedivo je s obvezivanjem na isplatu dividende. U navedenom slučaju za društvo nastaje obveza da u roku određenom odlukom, koji je najčešće 30 dana, isplati dividendu dioničarima u iznosu određenom odlukom. Ako društvo ne bi isplatilo dividendu po dopijecu, dioničari stječu pravo na zatezne kamate te pravo pokrenuti sudski postupak protiv društva radi isplate dividende i kamata. Više o navedenom u Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 686. Upitno je bi li se u praksi rok za otkup dionica mogao produljiti. Naime, iako je zakonska odredba o roku za otkup dionica kogentne naravi, jer valjanost poziva na glavnu skupštinu veže uz otkup dionica u zakonskom roku, nema zapreke da izdavatelj i dioničar ugovorom o otkupu predvide dulji rok za otkup dionica. To je zato što je zakonski rok propisan u interesu dioničara, pa bi dioničari od njega mogli i odustati. Ipak, autorica smatra kako je ta mogućnost ipak teoretska jer dioničar koji će imati pravo na pravičnu naknadu više neće biti dioničar izdavatelja, stoga neće imati interes štititi imovinu izdavatelja; uključujući i na način da odgodi dopijecu isplate naknade za otkupljene dionice.

¹²⁸ *Ibid.*, str. 632.

ugovora.¹²⁹ Društvo bi u postupku zastupala uprava ili druga osoba ovlaštena na zastupanje društva izdavatelja.¹³⁰

Iako je zakonodavac predvidio da je odluka o povlačenju dionica s uvrštenja valjana samo ako uključuje obvezu na otkup dionica čime daje poruku da je otkup dionica preduvjet za izvršenje, nigdje iz zakona ne proizlazi da će, ako do otkupa ne dođe, to spriječiti izvršenje. *De lege lata* nigdje nije predviđen mehanizam provjere je li ovaj preduvjet ispunjen, odnosno nije predviđeno onemogućavanje izvršenja ako do otkupa ne dođe. Da bi Zagrebačka burza povukla dionice s uvrštenja, društvo joj uz zahtjev za prestanak uvrštenja treba dostaviti rješenje o upisu odluke o povlačenju s uvrštenja u sudski registar i zapisnik s glavne skupštine na kojoj je donesena takva odluka¹³¹, no ne i dokaz da su dionice otkupljene. Posljedično, Zagrebačka burza bi bila dužna povući dionice s uvrštenja neovisno jesu li dionice otkupljene, a dioničarima bi preostalo pokrenuti sudski postupak protiv društva na ispunjenje obveze. Ipak, čak i ako protiv društva pokrenu sudski postupak, dioničari *de lege lata* ne bi mogli zaustaviti izvršenje. Ako je zakonodavac predvidio da je skupštinska odluka valjana samo ako sadrži izričitu obvezu društva na otkup dionica, dao je do znanja da je otkup dionica ključan element povlačenja dionica s uvrštenja.

Kako zakonodavac nije predvidio da Zagrebačka burza prije povlačenja dionica treba primiti dokaz da su dionice otkupljene, nastaje rizik da manjinski dioničari ne budu oštećeni, a da se dionice svejedno povuku s uvrštenja. Teoretski govoreći, Zagrebačkoj burzi bi se mogle dodijeliti ovlasti provjere da su dioničari primili naknadu.¹³² Ipak, ne treba zanemariti da dodjeljivanje takve uloge ne bi bilo u skladu s osnovnom funkcijom Zagrebačke burze, a to je administracija uređenog tržišta. Pravilnije stajalište bi bilo ono prema kojem kada postoji odluka većine dioničara o izvršenju, izvršenje ne bi trebalo zaustaviti jer izdavatelj nije ispunio svoju obvezu prema manjinskim dioničarima. To je zato što dioničari radi ostvarenja svojih prava ipak imaju pravni lijek – tužbu na ispunjenje tražbine (sklapanje ugovora i isplatu).

¹²⁹ Na zahtjev za sklapanje ugovora treba primijeniti opći zastarni rok od pet godina.

¹³⁰ Vidi članak 363. stavak 2. ZTD koji se odnosi na tužbu za pobijanje, a koji treba primijeniti na odgovarajući način.

¹³¹ *Ibid.*, članak 155.

¹³² S obzirom da izdavatelj za isplatu pravične naknade može koristiti uslugu SKDD-a kao platnog agenta, koji će preknjižbu dionica provesti tek nakon što mu izdavatelj doznači sredstva za isplatu pravične naknade, u tom slučaju će SKDD preknjižbom potvrditi da je pravična naknada isplaćena dioničarima. Ako se želi razmotriti mehanizam koji bi služio kao potvrda da je do isplate pravične naknade uistinu došlo, u Pravila Zagrebačke burze bi se moglo implementirati da Zagrebačka burza zatraži potvrdu od SKDD-a o preknjižbi dionice onih dioničara koji su zatražili otkup svojih dionica. U situaciji u kojoj SKDD nema ulogu platnog agenta, Zagrebačka burza bi mogla zatražiti ovjerenu izjavu izdavatelja da je proveo otkup dionica.

Kada se odluka o povlačenju s uvrštenja donosi tročtvrtinskom većinom, između donošenja odluke i njezinog upisa u sudski registar, odnosno efektivnog izvrštenja s uređenog tržišta, treba proći šest mjeseci. Šestomjesečni rok za izvrštenje predviđen je kako bi dioničari tijekom njega mogli prodati dionice na uređenom tržištu kada takvu prodaju smatraju adekvatnijom od prodaje dionica društvu.¹³³ Ipak, praksa pokazuje da šestomjesečna odgoda u stupanju na snagu odluke o izvrštenju obično ne osigurava željenu zaštitu, budući da javna objava odluke negativno utječe na tržišnu cijenu i likvidnost dionica.¹³⁴ Ako dioničari ipak odluče prodati dionice društvu (pod uvjetom da su glasali protiv izvrštenja i pravovremeno su se obratili društvu), društvo će biti dužno otkupiti dionice po cijeni koju su dionice imale u posljednja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva.¹³⁵ Kako se cijena dionica može razlikovati ovisno uzima li se kao mjerodavna cijena koju su dionice imale u posljednja tri mjeseca ili cijena koju dionice trenutno imaju na burzi, pojedini dioničari će se voditi navedenim kriterijem kako bi odlučili kojim putem prodati dionice. Ipak, praksa pokazuje da dioničari u pravilu ne razmatraju prodaju dionica putem burze i mimo društva, jer zakonske odredbe nisu sročene na način da dioničari laici mogu zaključiti da se dionice u šestomjesečnom periodu mogu prodati putem burze. Dioničari su u pravilu laici i većina neće interpretirati zakonske odredbe na takav način. Stoga ako je kroz šestomjesečni period zakonodavac želio zaštititi dioničare, *de lege ferenda* bi to trebao jasnije sročiti.

Za većinu dioničara koji dionice odluče prodati društvu, a s obzirom da ne postoji mehanizam sprječavanja izvrštenja ako do otkupa nije došlo, postoji rizik da društvo ne otkupi njihove dionice iako se na to obvezalo odlukom. Ako do toga dođe, dioničari bi imali mogućnost podnijeti tužbu protiv izdavatelja i tražiti ispunjenje obveze na koju se izdavatelj obvezao skupštinskom odlukom..

4.5. Kriteriji za utvrđenje visine pravične naknade

Kriteriji za utvrđenje visine pravične naknade ključni su za osiguranje zaštite manjinskih dioničara prilikom prestanka uvrštenja dionica na hrvatskom uređenom tržištu. Prema članku

¹³³ Vidi više u Zubović A., Zubović Jardas I., *op.cit.* u bilj. 103, str. 558.

¹³⁴ Markovinović H., Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 32.

¹³⁵ Prema članku 341. stavku 9. ZTK pravičnom naknadom smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunana kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, pravična naknada utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.

341. ZTK pravična naknada utvrđuje se na temelju prosječne tržišne cijene dionica ili kroz procjenu vrijednosti društva. Prilikom procjene vrijednosti društva mogu se koristiti različite metode vrednovanja, poput metode diskontiranih tokova (DSF), knjigovodstvene metode, metode komparativne analize, metode prethodnih transakcija i slično.¹³⁶ Kada se pravična naknada utvrđuje na temelju tržišne cijene dionica, kao relevantno se uzima razdoblje trgovanja tijekom posljednja tri mjeseca. Navedeno razdoblje je predviđeno kako bi se smanjio rizik od eventualnih manipulacija cijenom.¹³⁷ Naime, većinski dioničar (ili izdavatelj) može poduzeti radnje koje bi smanjile cijenu dionica prije izvršenja otkupa, čime bi smanjio iznos naknade koju je dužan isplatiti dioničarima. Takve radnje mogu uključivati objavu negativnih informacija o društvu, prodaju većih količina dionica, donošenje odluke o neisplati dividende (što bi smanjilo interes ulagatelja koji očekuju povrat od dionica), ili odgodu ulaganja u razvoj društva. U slučaju da prosječna cijena dionica u posljednja tri mjeseca ne bi bila uzeta u obzir pri otkupu dionica, većinski dioničar mogao bi manipulirati tržištem neposredno pred objavu poziva na glavnu skupštinu na kojoj bi se odlučivalo o izvršenju, s ciljem smanjenja cijene dionica. U tom kontekstu, prosječna cijena tijekom tromjesečnog razdoblja djeluje kao zaštita, jer uključuje i prethodno višu cijenu dionica.

Iako tromjesečni rok može doprinijeti smanjenju utjecaja manipulacija, jer će se za određivanje cijene uzeti u obzir i razdoblje u kojem nije bilo aktivnosti većinskog dioničara (izdavatelja) usmjerenih na smanjenje vrijednosti dionica, postavlja se pitanje je li razdoblje od tri mjeseca dovoljno dugo za adekvatno ublažavanje utjecaja manipulacija. Naime, kako bi se

¹³⁶ Više o metodama vrednovanja poduzeća u Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley; 3rd edition (travanj 2012.).

¹³⁷ Manipuliranje tržištem podrazumijeva bilo koje ponašanje na tržištu koje daje lažne ili obmanjujuće signale o ponudi, potražnji ili cijeni financijskog instrumenta. Manipulacija tržištem i njezina zabrana uređeni su Uredbom o zlouporabi tržišta i njezinim Prilogom I. koji sadrži neiscrpan popis indikatora manipulativnog ponašanja. Većinski dioničar ili društvo mogu koristiti različite zabranjene metode manipuliranja cijenom dionica kako bi spustili njezinu cijenu. To može uključivati širenje lažnih ili pogrešnih informacija, poput glasina o financijskoj nestabilnosti ili pravnim problemima izdavatelja, s ciljem stvaranja negativnog tržišnog raspoloženja; odgodu objave pozitivnih vijesti o izdavatelju, poput dobrih financijskih rezultata, novih partnerstava ili strateških inicijativa, koje bi inače stabilizirale ili povećale cijenu dionice i sl. S druge strane, ako većinski dioničar proda velik broj dionica (poznatije kao „dumping“), takvo ponašanje može smanjiti cijenu dionice jer signalizira nedostatak povjerenja u izdavatelja. Većinski dioničar može odlučiti i ne isplatiti dividendu ili smanjiti iznos za isplatu, čime može narušiti povjerenje potencijalnih ulagatelja u izdavatelja ili potaknuti postojeće dioničare na prodaju dionica. Ostala manipulativna ponašanja uključuju trgovanje povlaštenim informacijama, uskraćivanje kritičnih tržišnih podataka i neuspjeh u rješavanju ili ispravljanju tržišnih glasina, čime se dopušta da se o izdavatelju zadrži negativan glas te da vrijednost dionice padne. Osim Uredbe o zlouporabi tržišta za manipulaciju tržištem vidjeti više u *Issuer Guidelines Module C – Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR)*, u izdanju BaFin-a, 25. ožujka 2020., dostupno na: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C_en.html?jsessionid=D0B5DA652340215BD4DE6B5DD940C53F.internet942?nn=19584146.

prosječna cijena dionica povećala, od izdavatelja se očekuju radnje koje bi dovele do rasta cijene dionica, poput kupnje većeg broja dionica u kraćem vremenskom razdoblju, sklapanja unosnih ugovora, povoljnih makroekonomskih čimbenika i sličnih faktora. Suprotno tromjesečnom razdoblju, kod šestomjesečnog (ili duljeg) razdoblja većinskom dioničaru ili izdavatelju bilo bi teže kontinuirano manipulirati cijenom dionica s ciljem održavanja niže cijene. Ako izdavatelj inače posluje pozitivno, povoljan poslovni okvir u šestomjesečnom razdoblju imao bi pozitivan utjecaj na cijenu dionica, čime bi se smanjio potencijalni utjecaj manipulacija.

U usporedbi s drugim pravnim sustavima koji predviđaju dulja razdoblja za utvrđivanje prosječne cijene¹³⁸, tromjesečni rok u hrvatskom zakonodavstvu može se smatrati nedostatnim za potpuno otklanjanje manipulacija ili utjecaja nedavnih negativnih poslovnih aktivnosti izdavatelja. Ukoliko bi se prihvatio stav da je šestomjesečno razdoblje za utvrđivanje pravične naknade putem prosječne cijene na burzi pouzdanija, stabilnija i dugoročnija metoda procjene vrijednosti dionica, moglo bi se zaključiti da bi dulji rok bolje osigurao zaštitu interesa manjinskih dioničara u postupku izvršenja. S tim ciljem, a prateći pristup Austrije, Njemačke i Švicarske, hrvatsko zakonodavstvo bi moglo *de lege ferenda* razmotriti produljenje razdoblja za utvrđivanje prosječne cijene dionica kako bi se osigurala veća pravednost u postupku izvršenja.¹³⁹

4.6. Trenutak nastupanja učinaka povlačenja dionica s uvrštenja

Odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta upisuje se u sudski registar, a trenutak njezinog stupanja na snagu (povlačenje dionica s uvrštenja) ovisi o većini kojom je donesena. Ako je odluka donesena većinom većom od devet desetina danih glasova, stupa na snagu danom upisa odluke u sudski registar, osim ako je u odluci predviđeno da počinje djelovati protekom

¹³⁸ Njemačko, austrijsko i švicarsko predviđaju razdoblje od šest mjeseci. Za njemačko pravo vidi njemački Zakon o preuzimanju (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, od 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), kako je naknadno izmijenjen (BGBl. 2023 I Nr. 354) i pripadajuću uredbu o sadržaju ponude (*Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots*, od 27. prosinca 2001. (BGBl. I S. 4263), kako je kasnije izmijenjen 11. prosinca 2023. (BGBl. 2023 I Nr. 354).); za austrijsko pravo vidi austrijski Zakon o preuzimanju (Übernahmegesetz, ÜbG); za švicarsko pravo vidi švicarski Savezni zakon o infrastrukturi financijskih tržišta i tržišnom ponašanju u trgovanju vrijednosnim papirima i izvedenicama (*Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés*) i pravila švicarske burze (SIX Swiss Exchange).

¹³⁹ Više s aspekta njemačkog prava u Groß W., *Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung*, 8. auflage, C.H. Beck, München, 2022.

određenog roka od upisa odluke u sudski registar. U svim ostalim slučajevima odluka stupa na snagu protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar.¹⁴⁰

U vezi odgodnog učinka, zastupa se stajalište da se odgodom nastupanja učinka odluke štiti dioničare jer im se daje dodatan period od šest mjeseci u kojem mogu prodati dionice na tržištu kapitala.¹⁴¹ Ipak, upitno je ostvaruje li se time željeni učinak jer javna objava odluke o povlačenju s uvrštenja na internetskim stranicama Zagrebačke burze može negativno utjecati na vrijednost dionice i njezinu likvidnost.¹⁴² Do pada vrijednosti dionice vjerojatno dolazi zbog stava javnosti o negativnim stranama izvrštenja, odnosno da se izvrštenjem ograničava krug potencijalnih kupaca, smanjuje pristup informacijama o izdavatelju, da izdavatelj više nije objekt pažnje medija i sl. Istovjetan zaključak se ne može donijeti u vezi objave putem sudskog registra jer (postojeći ili potencijalni) dioničari društva čije su dionice uvrštene na uređeno tržište u pravilu ne prate objave na sudskom registru¹⁴³, stoga sama objava na stranici sudskog registra u pravilu neće utjecati na kolektivno mišljenje o vrijednosti dionice, za razliku od objave na stranicama Zagrebačke burze.

Ako je odluka o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu donesena većinom većom od devet desetina danih glasova, Zagrebačka burza povlači dionice s uvrštenja sljedeći trgovinski dan nakon što zaprimi odluku o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, odnosno protekom određenog roka od upisa odluke u sudski registar, kada je odlukom o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu tako određeno. U drugim slučajevima, Zagrebačka burza povlači dionice s uvrštenja na uređenom tržištu protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar.¹⁴⁴

Činjenica da odluka u nekom od navedenih slučajeva dobiva učinak tek protekom šestomjesečnog perioda daje dojam da se radi o posebnoj vrsti odluke – odluci bez pravnog učinka.¹⁴⁵ To je odluka koja je u svemu valjana donesena, ali se mora ispuniti neka pretpostavka

¹⁴⁰ Članak 341. stavak 7. ZTK-a. U njemačkom pravu učinak izvrštenja se može odgoditi do dvije godine, vidi članak 39. stavak 5. BörsG.

¹⁴¹ Vidi više u Zubović A., Zubović Jardas I., *op.cit.* u bilj. 103, str. 558.

¹⁴² Vidi više u Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj 17., str. 30.

¹⁴³ Zanimljiv stav zauzimaju Markovinović H. i Jakšić T. da iako objava izvrštenja na stranicama Zagrebačke burze može dovesti do pada vrijednosti dionice, objava na sudskom registru u pravilu neće imati isti učinak. To je zato što dioničari uvrštenih društava u pravilu ne prate objave izdavatelja na sudskom registru jer je sudski registar središnje mjesto za objavu korporativnih informacija o izdavateljima (poput statusnih promjena, promjena članova upravljačkih i nadzornih tijela i sl.), dok su svakodnevne aktivnosti izdavatelja koje mogu utjecati na vrijednost dionice koje interesiraju ulagatelje objavljene na web stranici uređenog tržišta.

¹⁴⁴ Članak 155. Pravila Zagrebačke burze.

¹⁴⁵ Više o odlukama bez pravnog učinka u Barbić J., Ništetnost odluka skupštine/članova društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik 53. Susreta pravnika u Opatiji 2015., Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, Zagreb, 2015., str. 9.; Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17.; Ledić, D., Čulinović-Herc, E., Ništavost i

da stekne pravni učinak.¹⁴⁶ U ZTD-u se može naći više primjera takvih odluka, a odluci o izvršenju je najbližnja odluka o prijenosu dionica manjinskih dionica koja dobiva učinak (dionice se prenose glavnom dioničaru) kad se odluka upiše u sudski registar.¹⁴⁷

Razlika između odluke o izvršenju i odluke o prijenosu dionica manjinskih dioničara je u pretpostavci (pretpostavkama) za pravni učinak. Kod odluke o izvršenju su predviđene dvije pretpostavke, i to upis u sudski registar i protek određenog roka od upisa odluke u sudski registar, dok je kod odluke o prijenosu dionica manjinskih dioničara to samo upis u sudski registar. Odredba prema kojoj, osim upisa u sudski registar za stjecanje pravnog učinka, treba proteći i šestomjesečni rok je krajnje neobična. To je zato što se obično uz upis u sudski registar (kao trenutak kada pojedina aktivnost društva postaje javna) veže pravni učinak¹⁴⁸, pa kako se dionice prenose društvu tek istekom šestomjesečnog roka (u slučaju tročetrtrinske odluke), nije jasno što je zakonodavac želio ostvariti upisom u sudski registar kao međukorakom¹⁴⁹. Upisom se ostvaruje načelo publiciteta¹⁵⁰ i stvara se određeni pravni učinak prema trećima¹⁵¹, a kako u konkretnom slučaju upisom odluke u sudski registar ne nastaje učinak prema trećima, upis u sudski registar nije bio nužan. Ako je zakonodavac upisom u sudski registar želio stvoriti trenutak od kojeg teku neki drugi rokovi za društvo i dioničare (primjerice rok za zahtjev za otkup dionica), zakonodavac je mogao odrediti da taj rok počinje teći od dana donošenja skupštinske odluke. Štoviše, to bi bilo više u skladu s činjenicom da se načelo publiciteta više ostvaruje objavom na stranici Zagrebačke burze, nego na stranici sudskog registra, o čemu je već pisano.¹⁵²

Kako bi otklonio ovaj nedostatak, zakonodavac bi trebao obvezati društvo da odluku o povlačenju s uvrštenja upiše u sudski registar tek protekom šest mjeseci od njezinog donošenja, a sve učinke koje sada veže uz upis u sudski registar (obavješćavanje tržišnog operatera

pobojnost odluka skupštine društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 20., br. 2, 1991., str. 737.

¹⁴⁶ Primjerice ako se s odlukom moraju suglasiti određeni dioničari. Tako se s odlukom kojom se dioničarima stavljaju dodatne obveze moraju usuglasiti svi dioničari na koje se to odnosi, članak 302. ZTD. Više o odlukama bez pravnog učinka u Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1511. do 1513.

¹⁴⁷ Za više primjera odluka vidjeti Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1511. do 1513.

¹⁴⁸ Navedeno je u skladu s načelnom publiciteta sudskog registra.

¹⁴⁹ Zahtjev upisa u sudski registar ne postoji u njemačkom, austrijskom i švicarskom pravu.

¹⁵⁰ Više o načelu publiciteta sudskog registra u Barbić J., *op.cit.* u bilj. 85.

¹⁵¹ Prema Zakonu o sudskom registru (Narodne novine 1/1995, 57/1996, 1/1998, 30/1999, 45/1999, 54/2005, 40/2007, 91/2010, 90/2011, 148/2013, 93/2014, 110/2015, 40/2019, 34/2022, 123/2023) upis ima pravni učinak prema trećima od dana javne objave upisa.

¹⁵² Vidi više u Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 33.

uređenog tržišta, početak tijeka roka za zahtijevanje otkupa dionica) vezati uz dan donošenja skupštinske odluke.

Zakonodavac je na još jedan način pogrešno implementirao koncept pendentne odluke.¹⁵³ ZTK govori da odluka „stupa na snagu“ istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar čime se stvara dojam da se radi upravo o odluci bez pravnog učinka. Međutim, kako odluka o izvršenju stvara pojedine učinke prije stupanja na snagu (primjerice društvo mora obavijestiti tržišnog operatera uređenog tržišta, a dioničarima počinje teći i rok za podnošenje zahtjeva za otkup dionica), navedenu odredbu bi se moglo izmijeniti na način da se dionice „povlače s uvrštenja“ istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar. Takva odredba postoji kod usporedivog prijenosa dionica manjinskih dioničara¹⁵⁴ kod kojeg se navodi da se „upisom odluke o prijenosu dionica u sudski registar sve dionice manjinskih dioničara prenose glavnom dioničaru“. To je u skladu i s Pravilima Zagrebačke burze¹⁵⁵ prema kojima Zagrebačka burza povlači dionice iz uvrštenja protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar.

Vezano za uvrštenje treba skrenuti pozornost da se dionice ne povlače same, već ih u odgovarajućem trenutku operativno povlači Zagrebačka burza odlukom o izvršenju. Zato društvo mora po upisu skupštinske odluke u sudski registar bez odgode izvijestiti tržišnog operatera uređenog tržišta (Zagrebačku burzu) dostavljanjem odluke o povlačenju s uvrštenja.¹⁵⁶ Treba ukazati da su u ovom dijelu ZTK i Pravila Zagrebačke burze neusklađeni. Naime, ZTK u članku 341. stavku 8. navodi da je tržišni operater dužan donijeti odluku o povlačenju dionica s uvrštenja sljedeći radni dan nakon što zaprimi skupštinsku odluku, no to nije u skladu sa stavkom 7. točkom 2. istog članka te člankom 155. stavkom 3. Pravila Burze. ZTK propisuje da je društvo dužno dostaviti skupštinsku odluku tržišnom operateru bez odgode nakon upisa odluke u sudski registar (članak 341. stavak 8.), a odluka stupa na snagu istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar (članak 341. stavak 7. točka 2.). U istom članku predviđeno je da je tržišni operater dužan donijeti (operativnu) odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu sljedeći radni dan nakon što zaprimi odluku o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu. Čitanjem triju odredbi zaključuje se da tržišni operater treba povući dionice čim mu se dostavi skupštinska odluka, a ona bi mu se trebala dostaviti čim se upiše u sudski registar. Kako ZTK potom propisuje da skupštinska odluka stupa

¹⁵³ *Ibid.*, str. 34.

¹⁵⁴ Članak 300.j stavak 3. ZTD.

¹⁵⁵ Članak 155. stavak 3.

¹⁵⁶ Članak 341. stavak 8. Tako i Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj 17. str. 33.

na snagu protekom šest mjeseci od upisa odluke u sudski registar, zaključuje se da bi tržišni operater trebao povući dionice s uvrštenja šest mjeseci prije nego je po ZTK-u skupštinska odluka treba dobiti učinak.¹⁵⁷ Očito se radi o propustu u ZTK-u koji u Pravilima Zagrebačke burze ne postoji. Tamo je propisano će Zagrebačka burza povući dionice s uvrštenja protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar, a sljedeći trgovinski dan nakon što zaprimi odluku o povlačenju s uvrštenja na uređenom samo ako je odluka o povlačenju dionica s uvrštenja donesena većinom većom od devet desetina danih glasova.¹⁵⁸ Stoga bi članak 341. stavak 8. ZTK trebalo *de lege ferenda* izmijeniti na način kako je uređeno Pravilima Zagrebačke burze.

4.7. Povlačenje dionica s uvrštenja kada su dionice uvrštene na više uređenih tržišta

Društvo može dionice istovremeno uvrstiti na više uređenih tržišta (*dual listing*, dvostruko uvrštenje).¹⁵⁹ Glavni razlozi za dvostruko uvrštenje su pristup širem izvoru kapitalu (većoj bazi ulagatelja) i veća likvidnost dionica. Osim prednosti dvostrukog uvrštenja, može se argumentirati da ono poznaje i neke nedostatke, a to je da društvo koje je uvršteno na više uređenih tržišta treba ispunjavati zahtjeve za uvrštenje svih uređenih tržišta, što je svakako dodatan teret društvu.¹⁶⁰ Kada su dionice uvrštene na jedinom uređenom tržištu, društvo nakon izvrštenja gubi status uvrštenog društva. No, kada su dionice uvrštene na više uređenih tržišta, društvo povlačenjem dionica s jednog uređenog tržišta ne gubi status uvrštenog društva. To je zato što se položaj manjinskih dioničara u pravilu ne mijenja. Konkretno, dok god su dionice društva uvrštene na barem neko uređeno tržište, likvidnost dionice je u pravilu stabilna, a dioničari uživaju prava koja se vežu uz uvrštenje (redovito informiranje, mogućnost brze prodaje dionica na uređenom tržištu i sl.).

Iako iz ZTK proizlazi mogućnost uvrštenja na više uređenih tržišta, hrvatski zakonodavac nije predvidio posebna pravila za povlačenje dionica s uvrštenja za navedeni slučaj.¹⁶¹ Navedeno stvara pravnu prazninu u zaštiti ulagatelja, s obzirom da se u stvarnosti mogu pojaviti

¹⁵⁷ Markovinović H, Jakšić T., *op.cit.* u bilj 17., str. 36. do 38.

¹⁵⁸ Članak 155. stavci 2. i 3. Pravila Zagrebačke burze.

¹⁵⁹ Navedeno proizlazi iz članka 324. i 331. ZTK.

¹⁶⁰ Više o dvostrukom uvrštenju u Hauser S., Yankilevitz R., Yosef R., *The Effects of Dual Listing on Share Prices and Liquidity in the Absence of Registration Costs*, *Journal of Service Science and Management*, 2011., No. 4, str. 15. do 21.

¹⁶¹ ZTK poznaje izvrštenje jedino kada glavna skupština društva sa sjedištem u Republici Hrvatskoj čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište u RH ili drugoj državi članici donese odluku o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu.

različite situacije izvrštenja, poput djelomičnog izvrštenja s jednog uređenog tržišta, prelaska iz višeg u niži tržišni segment ili potpunog povlačenja sa svih uređenih tržišta.

Njemačko pravo¹⁶², na koje se hrvatsko pravo u regulaciji često naslanja, je prepoznalo potrebu za posebnim pravilima za izvrštenje kod dvostruko uvrštenih društava na način da se pravila o izvrštenju ne primjenjuju ako dionice ostaju uvrštene na drugom usporedivom uređenom tržištu, domaćem¹⁶³ ili inozemnom. Također je predvidjelo da nakon izvrštenja s jednog uređenog tržišta dioničarima nije potrebno ponuditi pravičnu naknadu za dionice. To je zato što izvrštenje samo s jednog od više uređenih tržišta ne predstavlja značajan rizik za zaštitu ulagatelja. Međutim, prelazak s uređenog tržišta na neuređeno tržište, gdje dionice više nisu uvrštene na tržište koje nadzire regulator, a koje je uređeno strogim zakonskim pravilima, treba okarakterizirati kao potpuno povlačenje s uvrštenja.¹⁶⁴

Iako je njemačko uređeno tržište daleko aktivnije i veće od hrvatskog uređenog tržišta, samom činjenicom da hrvatsko zakonodavstvo predviđa mogućnost uvrštenja na više uređenih tržišta (od kojih će jedno uvijek biti inozemno jer Hrvatska ima samo jedno uređeno tržište podijeljeno na više segmenata), trebalo bi predvidjeti posebna pravila za izvrštenje kada postoji dvostruko ili višestruko uvrštenje. U tom kontekstu je uputno razmotriti nastavlja li se trgovanje na usporedivom inozemnom tržištu, a to je ono koje je glede zahtjeva za uvrštenje vrijednosnih papira, izrade prospekta izdanja ili prospekta uvrštenja vrijednosnih papira i pretpostavki obveza transparentnosti usporedivo onima na hrvatskom uređenom tržištu, da je zajamčena razmjena informacija u svrhu nadzora trgovanja s nadležnim tijelima u toj državi i slično.¹⁶⁵ Na

¹⁶² Člankom 39. njemačkog BörsG-a propisano je da se prekid uvrštenja može odobriti samo ako zahtjev za prestankom uvrštenja uključuje ponudu za otkup dionica ili ako dionice ostaju uvrštene na domaćem uređenom tržištu ili na uređenom tržištu u EU ili EGP, a preduvjeti za prestanak s uvrštenja na tom uređenom tržištu su jednaki uvjetima iz § 39 stavka 2. rečenice 3. 1) BörsG-a.

¹⁶³ U Njemačkoj postoji više uređenih tržišta od kojih su najveća Frankfurt Stock Exchange i Xetra. Postoje još i Berlin Stock Exchange, Stuttgart Stock Exchange, Munich Stock Exchange.

¹⁶⁴ Više o prelasku s uređenog na neuređeno tržište u Fidanza B., Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance, *International Business Research*; Vol. 15, No. 7; 2022, ISSN 1913-9004 E-ISSN 1913-9012.; Leuz C., Triantis A., Wang T., *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC deregistrations*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, Issues 2–3, 2008.; Sanger G. C., Peterson J. D., *An Empirical Analysis of Common Stock Delistings*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, No. 2 (1990.), str. 261. do 272.

¹⁶⁵ Iz pozicije hrvatskih propisa, pod usporedivim uređenim tržištem treba smatrati ono koje ispunjava uvjete iz članka 324. ZTK, a to su da se radi o uređenom tržištu druge države članice ili uređenom tržištu treće zemlje glede kojeg su zakonske odredbe u svezi sa zahtjevom za uvrštenje vrijednosnih papira, izradom prospekta izdanja ili prospekta uvrštenja vrijednosnih papira i pretpostavkama obveza transparentnosti usporedive onima na hrvatskom uređenom tržištu, i da je zajamčena razmjena informacija u svrhu nadzora trgovanja s nadležnim tijelima u toj državi.

razini EU, ovi uvjeti su propisani MiFID II Direktivom i MiFIR Uredbom.¹⁶⁶ Ključnu ulogu u utvrđenju usporedivosti ima Europska komisija koja procjenjuje je li pojedino tržište usporedivo europskom, te o tome donosi odluku.¹⁶⁷ Tržišta koja se smatraju usporedivima europskima su (pojedina) tržišta Australije, Kanade, Japana, Singapura, Sjedinjenih Američkih Država i Švicarske (Švicarska na ograničeno razdoblje).¹⁶⁸

Nesporno je da bi obveze društva prema dioničarima trebale biti drugačije ako društvo ostaje uvršteno na usporedivom uređenom tržištu. To je zato što manjinski dioničari ostaju gotovo jednako zaštićeni kada izdavatelj ostaje uvršten na nekom usporedivom tržištu, a trenutna pravila o izvršenju su prvenstveno usmjerena na zaštitu dioničara. Inspiraciju za regulaciju hrvatski zakonodavac može pronaći u njemačkom zakonodavstvu, uz razliku da ne obuhvaća ostanak dionica na drugom domaćem tržištu jer ono u stvarnosti ne postoji. Isto tako, nova pravila bi trebalo uvesti što skorije kako u nedostatku pravila ne bi ostalo nejasno kako se osigurava zaštita ulagatelja u ovakvim scenarijima.¹⁶⁹

¹⁶⁶ Više o usporedivim tržištima u članku Wymeersch E., *Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit*, Journal of Financial Regulation, Vol. 4, Issue 2, rujan 2018., str. 209. do 275. Članak analizira koncept usporedivosti u financijskoj regulativi, posebno u kontekstu priznavanja financijskih tržišta trećih zemalja kao usporedivih regulatornom okviru EU. Raspravlja se o uvjetima pod kojima EU odobrava usporedivost financijskim tržištima izvan EU-a, uključujući nadzor, provedbu propisa, transparentnost i zaštitu ulagatelja. Razmatra koncept „usporedive usklađenosti“ (*comparable compliance*), koji naglašava način na koji se propisi trećih zemalja mogu uskladiti s EU standardima radi olakšavanja tržišnog pristupa.

¹⁶⁷ Primjerice Europska komisija je donijela Provedbenu odluku Komisije (EU) 2022/552 od 4. travnja 2022. o utvrđivanju da nacionalne burze vrijednosnih papira Sjedinjenih Američkih Država registrirane pri Komisiji za vrijednosne papire ispunjavaju pravno obvezujuće zahtjeve koji su istovrijedni zahtjevima iz glave III. Direktive 2014/65/EU i podliježu djelotvornom nadzoru i izvršenju kojom je odredila američke nacionalne burze koje se smatraju istovrijednima europskim uređenim tržištima. Tu su također Provedbena odluka Komisije (EU) 2016/2272 od 15. prosinca 2016. o istovrijednosti financijskih tržišta u Australiji u skladu s Uredbom (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća i Provedbena odluka Komisije (EU) 2017/2318 od 13. prosinca 2017. o istovrijednosti pravnog i nadzornog okvira u Australiji koji se primjenjuje na financijska tržišta u skladu s Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća, Provedbena odluka Komisije od 30. listopada 2014. o istovrijednosti regulatornog okvira Japana za središnje druge ugovorne strane u odnosu na zahtjeve Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju, i dr.

¹⁶⁸ Više o usporedivim tržištima u članku Wymeersch E., *Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit*, Journal of Financial Regulation, Vol. 4, Issue 2, rujan 2018., str. 209. do 275.

¹⁶⁹ O izvršenju dionica koje su uvrštene na više uređenih tržišta i potrebi izmjene hrvatskog regulatornog okvira vidjeti Markovinović H., Jakšić T., *op.cit.* u bilj. 17., str. 24.

5. O (NE)ADEKVATNOSTI MJERA ZAŠTITE MANJINSKIH DIONIČARA PRILIKOM DOBROVOLJNOG IZVRŠTENJA KOJE SU PRISUTNE U HRVATSKOM PRAVNOM SUSTAVU

5.1. Uvod

Kao što je ranije navedeno, zbog nepostojanja ujednačene regulacije dobrovoljnog izvršenja na razini EU, svaka država članica donosi svoja pravila o dobrovoljnom izvršenju. Pritom vode računa da osiguraju odgovarajuću razinu zaštite onih vrijednosti koje žele zaštititi.

Kod dobrovoljnog izvršenja se sukobljavaju zaštita ekonomskih interesa društva, većinskog dioničara i zaštita manjinskih dioničara, a hrvatski zakonodavac je po uzoru na druge kontinentalno europske zemlje¹⁷⁰ odlučio da zaštita interesa manjinskih dioničara ima prednost pred zaštitom ekonomskih interesa društva i većinskog dioničara. Kao i kod drugih instituta prava društava, hrvatsko pravo je u regulaciji slijedilo načine zaštite prihvaćene u drugim pravnim sustavima. Zaštita se kod nas općenito pruža, primjerice, kroz propisivanje posebne kvalificirane većine za donošenje ključnih odluka za društvo i dioničare, davanjem prava određenoj manjini da blokira donošenje određenih odluka glavne skupštine društva (dioničari koji imaju dionice koje predstavljaju najmanje desetinu temeljnog kapitala mogu spriječiti donošenje odluke kojom se društvo odriče zahtjeva za naknadu štete od članova uprave ili nadzornog odbora odnosno članova upravnog odbora i izvršnih direktora), davanjem prava dioničarima dionice koji predstavljaju najmanje deseti dio temeljnog kapitala da na njoj zahtijevaju podizanje tužbe za naknadu štete od osoba navedenih u članku 273.a stavka 1. ZTD-a, davanjem prava na sazivanje glavne skupštine kada to zatraže dioničari koji raspolažu dionicama na koje se odnosi najmanje pet posto temeljnog kapitala društva, davanje svakom dioničaru pravo na pobijanje odluke glavne skupštine i prava svakom dioničaru da tužbom kod suda traži da mu uprava odnosno izvršni direktori društva dadu obavijesti koje su mu uskraćene.¹⁷¹ Svrha tih mjera je spriječiti većinskog dioničara ili upravu društva da djeluje na način koji šteti interesima manjinskih dioničara ili interesima društva.

U pravnom režimu prijenosa dionica manjinskih dioničara, koje je najbližije izvršenju, posebna pažnja se pridaje zaštiti manjinskih dioničara, no zbog naravi tog instituta ipak u

¹⁷⁰ Komparativnom analizom utvrđeno je da su u EU najčešće korišteni mehanizmi zaštite manjinskih dioničara (i) zahtjev da se dioničarima ponudi stjecanje njihovih dionica, (ii) kvalificirana većina za donošenje odluka vezanih uz izvršenje, i (iii) razdoblje odgode prije izvršenja. Vidi više o zaštiti manjinskih dioničara u različitim europskim državama u Zmysłowska M., *op.cit.* u bilj. 15.

¹⁷¹ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 393.

ograničenom opsegu. Prijenos dionica manjinskih dioničara je radnja na koju manjinski dioničari ne mogu utjecati, stoga se zaštita ne očituje u kvalificiranoj većini ili pravima vezanima uz odlučivanje, već primarno u tome da manjinski dioničari u zamjenu za svoj ulog dobiju odgovarajuću protunaknadu kako bi u potpunosti iskoristili svoje ulaganje kao investiciju. Manjinski dioničari će najčešće kupiti dionice zbog dva razloga. Prvo, kako bi ih prodali kada poraste njihova vrijednost u odnosu na vrijednost koju su imale kada ih je manjinski dioničar kupio, te drugo, kako bi ostvarili dobit od držanja dionica (pod uvjetom da se dobit isplaćuje). Pritom se misli na manjinske dioničare koji nemaju interes u kupnji većeg postotka dionica kako bi u izdavatelju ostvarivali konkretnija upravljačka prava (za to bi trebali steći veći postotak dionica za što su opet potrebna značajnija novčana sredstva). Ta zaštita se očituje u obvezi glavnog dioničara (a podredno solidarnom jamstvu banke) da dioničarima bez odgađanja nakon upisa odluke glavne skupštine o prijenosu dionica isplati otpremninu, ispitivanju primjerenosti ponuđene otpremnine od revizora kojeg na zahtjev glavnog dioničara imenuje sud (članak 300.h st. 2. ZTD), mogućnosti da svaki manjinski dioničar zahtijeva sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine i tako ishodi sudsku odluku o njezinoj visini s učinkom erga omnes (članak 300.k ZTD), mogućnosti da svaki dioničar tužbom na sudu pobija odluku glavne skupštine o prijenosu dionica, ako bi ona bila donesena protivno zakonu ili statutu društva, primjerice zbog toga što otpremnina nije bila utvrđena u skladu sa zakonom¹⁷² (ne i u pogledu njezine primjerenosti, za što je propisan drugi pravni put), i privremenom mjerom spriječi upis takve odluke u sudski registar čime zaustavlja prijenos svih dionica manjinskih dioničara na glavnog dioničara (članak 360. st. 1. ZTD) i u dobivanju svih potrebnih obavijesti prije i za vrijeme održavanja glavne skupštine čime se svakom manjinskom dioničaru olakšava donošenje odluke da se koristi pravima koja mu stoje na raspolaganju radi zaštite njegovih interesa (članak 300.h i 300.i ZTD). Propisane mjere osiguranja protuteža su pravu glavnog dioničara. Cilj im je da se ostvari primjerenost zahvata u interese manjinskih dioničara i spriječi umanjeње njihove imovine.¹⁷³

Institut povlačenja dionica s uvrštenja na uređenom tržištu je također institut kod kojeg manjinski dioničari mogu izgubiti dionice, no za razliku od prijenosa dionica manjinskih

¹⁷² Primjerice ako vještak nije ispitao visinu otpremnine (članak 300.h stavak 3. ZTD). Da se radi o izvrštenju, pravična naknada bi bila utvrđena protivno zakonu kada bi takva naknada počivala na tržišnoj vrijednosti dionica kojima se trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, kada ona ne bi bila utvrđena elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora (članak 341. stavak 9. ZTK) ili kada ona ne bi bila procijenjena na dan objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva (članak 341. stavak 11. ZTK).

¹⁷³ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., vidjeti poglavlje o prijenosu dionica manjinskih dioničara.

dioničara, dioničari imaju pravo glasa prilikom njezinog donošenja. Stoga je i njihova zaštita nešto šire i drugačije uređena nego kod prijenosa dionica. Fokus ovog dijela rada su mjere kojima zakonodavac štiti manjinske dioničare prilikom povlačenja dionica s uvrštenja. U takve mjere ubraja se kvalificirana većina za donošenje odluke, izjava društva kojom se obvezuje od dioničara koji glasuju protiv odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, obvezan minimalan sadržaj prijedloga odluke koja treba pružiti sve potrebne obavijesti o učincima takve odluke i zaštititi interesa dioničara, način utvrđivanja pravične naknade, rok u kojem odluka stupa na snagu, objava informacija o pravičnoj naknadi prije glavne skupštine¹⁷⁴, ispitivanje primjerenosti naknade od revizora kojeg na zahtjev glavnog dioničara imenuje sud i mogućnost da svaki dioničar tužbom na sudu pobija skupštinsku odluku ako bi ona bila donesena protivno zakonu ili statutu društva. O većini ovih mjera se već pisalo u četvrtom poglavlju rada, dok će se u ovom poglavlju pozornost dati upravo mjerama zaštite manjinskih dioničara koje kod nas ne postoje ili su, po stavu autorice, neadekvatno zakonski uređene što negativno utječe na razinu zaštite manjinskih dioničara.

5.2. Većina za donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu

Činjenica je da je namjera odredbe o većini koju je potrebno postići da se donese odluka o povlačenju dionica s uvrštenja zaštititi manjinske dioničare potvrđuje da je načelo zaštite manjinskih dioničara predmet zaštite od strane hrvatskog zakonodavca. Ipak, treba se zapitati je li taj cilj ostvaren kada se u obzir uzme većina koju je hrvatski zakonodavac previdio, kao i može li se zaštita manjinskih dioničara unaprijediti. Hrvatski zakonodavac predviđa da se odluka o povlačenju s uvrštenja donosi glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Zakonodavac se vjerojatno odlučio za ovu većinu jer se tom većinom donosi većina bitnih odluka u dioničkim društvima, poput izmjene statuta, povećanja i smanjenja temeljnog kapitala i prestanka društva. Ipak, opravdana kritika treba se uputiti upravo većini kojom se odluka donosi zato što bi se *de lege lata* ova odluka mogla donijeti i da za nju glasaju dioničari koji drže manje od polovice temeljnog kapitala, ako dioničari koji drže preostalih 50% temeljnog kapitala nisu pristupili skupštini. Kako bi se to izbjeglo, mogla bi se promijeniti većina za donošenje odluke koja se veže uz postotak držanja ukupnog temeljnog kapitala, a ne temeljnog kapitala prisutnog na konkretnoj glavnoj skupštini. Alternativno, zakonodavac bi mogao zadržati postojeću kvalificiranu većinu i odrediti kvorum tako da se odluka može donijeti samo ako je na glavnoj

¹⁷⁴ Vidjeti članak 341. stavak 12. ZTK-a.

skupštini prisutno 75% ukupnog temeljnog kapitala. Ipak, ZTD u većini slučajeva kao kvalificiranu većinu propisuje tročtvrtinsku većinu temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini, dok samo na jednom mjestu (odobrenje ugovora kojim se u prve dvije godine od osnivanja stječu stvari i prava od osnivača ili dioničara na čije dionice otpada više od desetine iznosa temeljnog kapitala, kada se odluka o odobrenju donosi u roku od godine dana od upisa društva u sudski registar¹⁷⁵) većinu veže uz ukupni temeljni kapital. Razlog tome je kako bi se izbjeglo da nezainteresirani dioničari koji nisu pristupili glavnoj skupštini iako su uredno pozvani onemoguće donošenje bitnih odluka za društvo.¹⁷⁶ Ako postoji bojazan da je propisana većina za donošenje odluke preniska, bilo bi oportuno zadržati navedenu većinu, no uz propisivanje kvoruma od 50% ukupnog temeljnog kapitala, što je dovoljno nizak postotak koji neće blokirati donošenje odluke, a ipak će omogućiti da o odluci glasaju barem oni dioničari koji drže polovicu glasova u izdavatelju. Kako se povlačenjem dionica s uvrštenja suštinski mijenja karakter dionica koje nakon toga više nisu likvidne, a čija vrijednost redovito pada zbog same objave odluke o povlačenju, načelo zaštite manjinskih dioničara treba biti posebno izraženo kod povlačenja dionica s uvrštenja, stoga je upravo to temeljni razlog da se uz propisanu većinu predvidi kvorum od primjerice dvije trećine ukupnog temeljnog kapitala kako bi se dioničari zaštitili od opasnosti da manji broj njih može odlučivati i kada njihov veći broj ne sudjeluje u radu glavne skupštine. U slučaju da na glavnoj skupštini uvjet kvoruma ne bude ispunjen, sljedeća glavna skupština bi se ipak mogla valjano održati i odluka bi se mogla valjano donijeti bez obzira na broj dioničara koji su na njoj zastupljeni, jer bi u suprotnom uvjet (vrlo visokog) kvoruma mogao dovesti do opstruiranja donošenja odluke.¹⁷⁷

5.3. Sadržaj odluke o povlačenju dionica s uvrštenja u kontekstu prava na obaviještenost

Jedno od upravljačkih prava dioničara je i pravo na obaviještenost, odnosno pravo da se svakom dioničaru na njegov zahtjev daju obavještenja o poslovima društva ako je to potrebno za prosudbu pitanja koja su na dnevnome redu glavne skupštine.¹⁷⁸ Da bi mogao sudjelovati u

¹⁷⁵ Članak 194.a ZTD-a.

¹⁷⁶ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71. navodi da je „u dioničkom društvu riječ o odnosima privatnopravne naravi i svakome od zainteresiranih ostaje da sam odluči hoće li se koristiti sredstvom koje mu je stavljeno na raspolaganje ili ne, a s druge strane izbjegnuta je opasnost da se u nekim slučajevima posebno kvalificiranim većinama blokira donošenje odluka. Time što dioničar ne glasuje o nekoj odluci ne može spriječiti njezino donošenje. Ne odluči li se dioničar sudjelovati u radu glavne skupštine ili sudjeluje li na njoj, ali se ne upusti u glasovanje, mora snositi posljedice takvog postupka, što znači i dopustiti da se donese odluka koja, da je glasovao, možda i ne bi bila donesena. Takvu odluku ne bi mogao pobijati, ako njezinim donošenjem nije postupljeno protivno zakonu ili statutu društva.“

¹⁷⁷ Članak 289. ZTD. Više o svrsi kvoruma u Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1378. do 1383.

¹⁷⁸ Vidi članak 287. ZTD.

donošenju odluka u glavnoj skupštini, a i da bi sam mogao prosuditi hoće li raspolagati dionicom koju ima ili se upustiti u stjecanje novih, za dioničara je bitno da ima valjane informacije o stanju društva i njegovim izgledima. Dioničar prilikom glasovanja o pojedinoj točki dnevnog reda mora prethodno biti upoznat sa svim činjenicama koje po njegovu mišljenju imaju utjecaja na donošenje odluke glavne skupštine tako da se ovisno o tim činjenicama može odlučiti kako će glasovati.¹⁷⁹ Oblik prava na obaviještenost je i omogućavanje dioničarima uvida u isprave koje su potrebne za informirano odlučivanje na glavnoj skupštini.¹⁸⁰

U kontekstu izvršenja, hrvatski zakonodavac je predvidio da odluka o povlačenju dionica s uvrštenja treba sadržavati podatke o tvrtki, sjedištu, vrijednosnom papiru, načinu utvrđenja pravične naknade te druge podatke nužne za provedbu te odluke¹⁸¹ te da se iznos pravične naknade i, ako je primjenjivo, elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice koji je revidirao neovisni ovlašteni revizor, moraju u cijelosti učiniti dostupnim svim dioničarima i objaviti javnosti najkasnije pet dana prije dana održavanja glavne skupštine na kojoj se odlučuje o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu.¹⁸² Razlog tome je što se fer vrijednost dionice određuje na dan objave poziva na glavnu skupštinu¹⁸³ pa je potrebno neko vrijeme da se procjena izradi, te je to razlog zašto se konkretan iznos pravične naknade redovito ne navodi u prijedlogu odluke.

Uzimajući u obzir da za delisting mogu postojati razni razlozi, primjerice, da društvo više ne planira pribavljati novi kapital emisijom dionica jer tržište ne pokazuje interes za otkupom dionica, odnosno jer tržišna vrijednost dionica nije dovoljna da bi društvo prikupilo željenu količinu kapitala, ili jer društvo više ne želi snositi visoke troškove uvrštenja¹⁸⁴ i sl., dioničari bi trebali biti informirani o razlozima za prijedlog izvršenja jer su oni bitan aspekt za donošenje informirane odluke o povlačenju. *De lege lata* uređenje se stoga čini nedovoljnim jer se dioničare ne informira o razlozima, već samo o načinu utvrđivanja pravične naknade, koja se u praksi također pokazala dosta štura jer se svodi na citiranje zakonske odredbe o tome što se smatra pravičnom naknadom kada se dionicama trguje na tržištu manje ili više od jedne trećine trgovinskih dana. Kako bi se dioničarima dala potpuna informacija, *de lege ferenda* bi u obvezan sadržaj odluke trebalo uključiti navođenje i analizu razloga za izvršenje, cost-benefit

¹⁷⁹ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 615. i 616.

¹⁸⁰ *Ibid.*

¹⁸¹ Članak 341. stavak 4. ZTK.

¹⁸² Članak 341. stavak 12. ZTK.

¹⁸³ Članak 341. stavak 11. ZTK.

¹⁸⁴ Više o razlozima za delisting u Sandner D., *op.cit.* u bilj. 18.

analizu uvrštenja, ali i potencijalan financijski utjecaj izvrštenja na društvo i dioničare.¹⁸⁵ Zakonodavac bi inspiraciju za sadržaj takve odluke mogao pronaći kod podjele kod koje uprava izrađuje izvješće o podjeli koje, osim financijskih aspekata podjele, sadrži i razloge za podjelu.¹⁸⁶ Uzimajući u obzir posljedice koje izvrštenje može imati za dioničare, *de lege ferenda* bi se, kao preduvjet za odluku, moglo uvesti izvješće o izvrštenju koje bi izradila uprava, u kojem bi se dioničarima transparentno prikazale sve posljedice izvrštenja.

5.4. Otkupljene dionice kao vlastite dionice

Prema *de lege lata* rješenju, društvo otkupljuje dionice od dioničara i postaje njihov novi imatelj.¹⁸⁷ Iako se na prvu tako ne čini, predviđeno rješenje otvara određena pitanja usklađenosti s pravilima o stjecanju vlastitih dionica. Naime, odluka o povlačenju s uvrštenja se donosi većinom od najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini. Navedeno znači da protiv odluke o povlačenju s uvrštenja može glasati (u pravilu) do jedne četvrtine svih dioničara, osim ako je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno, kada to pravo imaju i dioničari koji joj nisu prisustvovali. Isplatom pravične naknade i stjecanjem tih dionica društvo (izdavatelj) postaje njihov imatelj, a dionice postaju vlastite dionice.

Vlastite dionice su dionice koje drži samo društvo. Prava iz vlastitih dionica miruju. To znači da društvo ne može koristiti prava iz tih dionica, odnosno da mu se temeljem njih ne može isplatiti dividenda niti da temeljem njih može ostvariti pravo glasa kod donošenja odluka. Stjecanje vlastitih dionica posebno se uređuje zbog potrebe da se poštuju dva načela dioničkog prava; načelo da se u društvo mora unijeti kapital i načelo da se taj kapital mora očuvati. Točnije, sprječava se da se pretjeranim odljevom kapitala za stjecanje vlastitih dionica naruši financijska stabilnost društva.¹⁸⁸ Kako vlastite dionice uživaju poseban režim, nužno ga je

¹⁸⁵ Cipriotska pravila o izvrštenju predviđaju da izdavatelj u vezi s izvrštenjem treba objaviti detaljnu analizu razloga zbog kojih se izvrštenje vrijednosnih papira predlaže, detaljnu analizu koristi i/ili rizika koji mogu proizaći iz izvrštenja, druge informacije koje su nužne kako bi imatelj vrijednosnog papira mogao odlučiti o izvrštenju i podatak o namjerama izdavatelja nakon izvrštenja i/ili poslovni plan. Vidjeti članak 5. c) do f) CSE Direktive o povlačenju vrijednosnih papira sa ciparske burze na zahtjev izdavanja, broj Ap. 4905, od 13. studenog 2015. (dostupno na <https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=1940046d-7587-4756-99a6-db85b4fe0cf6>, pristup 1. studenog 2024.)

¹⁸⁶ Članak 550.d ZTD-a.

¹⁸⁷ Poredbenopravni sustavi poznaju drugačija rješenja. Primjerice, njemački zakonodavac u BörsG-u nije predvidio tko može dati ponudu za otkup dionica prilikom izvrštenja, ali s obzirom da u njemačkom zakonodavstvu postoji ograničenje stjecanja vlastitih dionica, ponudu u pravilu uvijek daje većinski dioničar. Vidi više u Sandner D., *op.cit.* u bilj. 18.

¹⁸⁸ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 57, str. 666. Tako i Sandner D., *op.cit.* u bilj. 18., str. 14.

analizirati radi razumijevanja obveza koje izdavatelj ima nakon njihova stjecanja u postupku dobrovoljnog izvršenja. Pritom treba započeti s uvjetima koji se trebaju ispuniti da bi društvo moglo steći vlastite dionice.

Iako u pravilu društvo može stjecati vlastite dionice samo ako postoji ovlast glavne skupštine za njihovo stjecanje¹⁸⁹, ZTD-om je predviđena iznimka upravo za stjecanje vlastitih dionica kada se stječu da bi se obeštetilo dioničare društva.¹⁹⁰ Za navedene vlastite dionice je predviđeno ograničenje tako da na njih, zajedno s vlastitim dionicama koje društvo već ima, ne smije otpasti više od deset posto temeljnog kapitala društva. Predviđa se i preduvjet stjecanja, a to je da ako društvo u poslovnoj godini stekne vlastite dionice, mora u rezerve za te dionice u toj godini unijeti iznose koji odgovaraju iznosima plaćenim za stjecanje vlastitih dionica. U te rezerve može unijeti i iznose iz statutarne rezervi¹⁹¹, ako je statutom određeno da ih se može koristiti za tu namjenu, kao i iz drugih rezervi iz dobiti koji prelaze iznose prenesenog gubitka koje nije bilo moguće pokriti iz neto dobiti poslovne godine.¹⁹² Članak ZTD-a o vlastitim dionicama dodatno konkretizira zahtjev za rezervama navodeći da je ono dopušteno samo ako neto aktiva društva iskazana u financijskim izvješćima za posljednju poslovnu godinu zbog stjecanja dionica ne postane manja od iznosa temeljnog kapitala i rezervi koje po zakonu ili po statutu ono mora imati, a koje se ne smiju koristiti za isplate dioničarima. U tu svrhu treba iznos

¹⁸⁹ Vidjeti uvjete za navedeno stjecanje u članku 233. ZTD.

¹⁹⁰ Članak 233. stavak 3. točka 3. ZTD. Iako se iz izričaja „*da bi se obeštetilo dioničare društva*“ može zaključiti da se radi o naknadi štete dioničarima, treba zaključiti da se pod obeštećenjem smatra davanje otpremnine ili druge naknade koja se daje dioničarima kada sukladno ZTD-u prestaju biti dioničari društva. Ovaj zaključak proizlazi iz činjenice što je hrvatski zakonodavac sadržaj članka 233. ZTD-a preuzeo iz njemačkog Zakona o dionicama (*Aktiengesetz*) koji sadrži gotovo jednake odredbe u § 71, no naš zakonodavac je nedosljedno implementirao § 71 *Aktiengesetz*-a u članak 233. stavak 3. točku 3. ZTD-a jer nije kao *Aktiengesetz* naveo da se obeštećenje daje dioničarima kada je zakonom propisano davanje takvog obeštećenja kod preoblikovanja i sličnih slučajeva. Tako tumači i Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 708., koji navodi da obeštećenje iz članka 233. stavka 3. točke 3. ZTD-a predstavlja naknadu vanjskim dioničarima (članak 492. ZTD-a), dioničarima društva koje se priključuje drugome društvu koji istupaju iz društva (članak 504.a stavak 2. ZTD-a) te dioničarima koji zatraže otkup jer su glasovali protiv preoblikovanja društva (članak 562. stavak 1. i članak 570. stavak 1. ZTD-a). Takav razlog, osim *Aktiengesetz*-a predviđaju i članak 65. stavak 1. točka 5. austrijskog Zakona o dionicama (također *Aktiengesetz*) i članak 247. stavak 1. podstavak 3. slovenskog Zakona o gospodarskim društvima (*Zakon o gospodarskih družbah* (ZGD-1)). Kako zakonodavac nije izričito uputio na situacije iz ZTD-a kada se obeštećenje može dati, treba zaključiti da broj takvih situacija nije zatvoren, te bi izdavanje vlastitih dionica trebalo dati u bilo kojoj situaciji kada društvo dioničarima treba dati naknadu zbog toga što prestaju biti dioničari društva uslijed statusnih ili sličnih promjena.

¹⁹¹ Društvo u zakonske rezerve unosi dvadeseti dio dobiti tekuće godine umanjene za iznos gubitka iz prethodne godine sve dok rezerve zajedno s rezervama kapitala ne dosegnu visinu od pet posto (5 %) temeljnoga kapitala društva ili statutom određen veći dio kapitala, članak 222. ZTD.

¹⁹² Članak 222.a.

temelnog kapitala računski umanjiti za iznos za koji taj kapital još nije uplaćen ako taj iznos nije iskazan na aktivnoj strani izvještaja o financijskom položaju.¹⁹³

Propisivanjem posebnog izvora za stjecanje vlastitih dionica društvo se prisiljava da ne stječe vlastite dionice na račun sredstava čija je upotreba propisana za potrebe poslovanje društva, nego da za to koriste samo sredstva koja preteču povrhu tih sredstava, ali ne i sredstva zakonskih rezervi i rezervi kapitala. Cilj je takvog pravnog uređenja da se ne poremeti financijska stabilnost društva.¹⁹⁴

Kod uvrštenih društava u svakom trenutku postoji mogućnost da će se dionice izvršiti s uvrštenja, stoga bi svako uvršteno društvo trebalo pravovremeno razmišljati o rezervama za vlastite dionice te dovoljno rano početi unositi dio neto dobiti u takve rezerve. S obzirom da pojedina društva izvrštavaju dionice s uređenog tržišta upravo zbog toga što ne mogu snositi financijski i operativni teret uvrštenja, a što ponekad može također značiti da društvo financijski loše stoji, u praksi se mogu pojaviti situacije da pojedina društva neće imati dovoljno sredstava da ih unesu u rezerve za ovu namjenu. S obzirom na postotak manjinskih dioničara koji mogu ostvariti pravo na isplatu pravične naknade (u pravilu najviše jedna četvrtina temeljnog kapitala, osim ako je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno, kada to pravo imaju i dioničari koji joj nisu prisustvovali), kada se on pomnoži s pravičnom naknadom koja se daje za dionice, može se raditi o pozamašnom iznosu. U slučaju da društvo ne bi imalo dovoljno rezervi za vlastite dionice, to još ne predstavlja zapreku stjecanju dionica u postupku izvršenja, ali bi društvo u toj godini trebalo u rezerve za vlastite dionice unijeti iznose koji odgovaraju iznosu koji je plaćen za njihovo stjecanje. Ako društvo to ne bi učinilo do kraja godine, pravni posao stjecanja dionica bi sukladno članku 233. stavku 6. ZTD-a biti ništetan. Kada se dionice steknu ne poštujući zakonska pravila o stjecanju (uključujući unos sredstava u rezerve), društvo ih mora otuđiti u roku od godine dana¹⁹⁵, a ako ih u tom roku ne otuđi, treba ih povući. Ovo pravilo je odraz načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala te se relativno kratkim jednogodišnjim rokom u kojem društvo treba otuđiti takve dionice čime se teži otkloniti učinak povrede tog načela. Člankom 630. ZTD-a je predviđena i prekršajna novčana kazna za društvo ako ih ono ne otuđi u tom roku.

ZTD predviđa duži rok za otuđenje ako je društvo za dionice stvorilo dovoljne rezerve, ali je steklo više dionica nego je zakonom dopušteno. S obzirom na to da društvo može

¹⁹³ Drugim riječima, ako kapital koji do tog trenutka nije uplaćen nije iskazan kao potraživanje društva prema članovima (tj. na aktivnoj strani bilance), tada se taj iznos treba oduzeti od ukupnog temeljnog kapitala u bilanci društva.

¹⁹⁴ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 666.

¹⁹⁵ Članak 236. stavak 1.

povlačenjem s uvrštenja steći dionice koje predstavljaju više od 10% temeljnog kapitala, ono bi višak dionica trebalo otuđiti u roku od tri godine od stjecanja. Kao i kod rezervi, ako ih ne bi otuđilo u tom roku, trebalo bi ih povući.¹⁹⁶

S tim u vezi postavlja se pitanje kome će društvo prodati dionice nakon što ih povuče s uvrštenja, odnosno može li ih nekome prenijeti besplatno.

Za društvo bi bilo najjednostavnije kada bi dodijelilo dionice zaposlenicima (uključujući članove uprave) u okviru ESOP¹⁹⁷ programa. U tom slučaju bi uprava trebala donijeti odluku kojom bi uredila uvjete koje radnici trebaju ostvariti radi stjecanja dionica. Ipak, ako društvo uslijed izvrštenja stekne viši postotak vlastitih dionica (iznad 15%) postavlja se pitanje želi li besplatno dodijeliti radnicima više od 5% dionica, a onda i hoće li kroz besplatnu dodjelu dionica radnicima uspjeti otuđiti sav višak dionica. Navedeno ovisi o poslovnoj politici društva. Ako mu to nije u interesu, društvo bi moglo besplatnu dodjelu dionica kombinirati s prodajom dionica. S tim u vezi treba spomenuti da će interes za stjecanje takvih dionica biti malen s obzirom da likvidnost dionica uslijed izvrštenja pada. Uprava bi stoga trebala poduzeti odgovarajuće korake da pronađe kupca, uz napomenu da se radi o kupcima izvan uređenog tržišta, a to može uključiti i angažman poslovnih i financijskih savjetnika koji će upravu (odnosno društvo) dovesti u vezu s potencijalnim kupcima. S obzirom da se može raditi o dionicama s pravom glasa na koje otpada 25% temeljnog kapitala, potencijalni kupac bi njihovim stjecanjem automatski bio obavezan dati ponudu za preuzimanje, što mu ne mora biti u interesu. Također, ako samo jedan dioničar stekne 25% dionica s pravom glasa u izdavatelju, držat će dovoljno dionica da može onemogućiti donošenje bitnih odluka u društvu, poput odluke o povećanju temeljnog kapitala i slično. Kako bi se izbjegla eventualna ponuda za preuzimanje, a i da društvo ne stekne novog dioničara sa značajnim postotkom udjela u temeljnom kapitalu, što ne mora biti u interesu postojećih dioničara, bilo bi adekvatno da dionice otkupi više različitih dioničara.

Društvo bi potencijalne kupce moglo pronaći u postojećim dioničarima koji bi za to ujedno bili najadekvatniji jer su pristankom na izvrštenje već pristali na manju likvidnost dionice. *De lege ferenda* bi se moglo propisati da postojeći dioničari, slično kao kod povećanja temeljnog kapitala¹⁹⁸, imaju pravo prvenstva pri otkupu dionica, uz otkup po istoj cijeni po kojoj je dionice otkupilo društvo. U slučaju da ne otkupe i preuzmu dionice u određenom roku (primjerice tri mjeseca) od povlačenja dionica s uvrštenja otkupiti dionice od društva, društvo bi moglo tražiti

¹⁹⁶ Članak 236. stavci 2. i 3. ZTD.

¹⁹⁷ *Employee stock ownership plan*, plan dodjele dionica zaposlenicima.

¹⁹⁸ Vidjeti članak 308. ZTD.

druge zainteresirane osobe za otkup dionica, uključivo postojeće dioničare koji su već pristali otkupiti razmjernan udio, ali i treće osobe izvan društva. S obzirom da obveza otkupa postoji samo glede viška iznad 10%, ne bi se radilo o velikom postotku, a pretpostavlja se da bi velik dio (ako ne sve) otkupili postojeći dioničari.

5.5. Povreda interesa manjinskih dioničara kao razlog za sprječavanje prestanka uvrštenja

Ovlasti Zagrebačke burze u vezi s dobrovoljnim izvrštenjem su minimalne i svode se na povlačenje dionica s uvrštenja protekom zakonom određenog vremena ako su joj prezentirane odgovarajuće isprave (u bitnom skupštinska odluka).¹⁹⁹ Zagrebačka burza nema ovlast ispitivati utječe li izvrštenje negativno na manjinske dioničare i s te osnove ne može spriječiti izvrštenje. Za razliku od izvrštenja, kod preuzimanja dioničkog društva uređenog ZPDD-om HANFA kao nadzorno tijelo ima brojne ovlasti kojima može provjeriti zakonitost tog postupka i spriječiti ga ako je nezakonit, odnosno naložiti većinskom dioničaru da ga uskladi sa zakonom. Primjerice, ponuditelj HANFA-i podnosi zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponudu za preuzimanje i druge isprave koje HANFA pregledava i odobrava. Pritom provjerava jesu li joj dostavljeni svi dokumenti, jesu li podaci iz ponude potpuni, vjerodostojni i u skladu sa zakonom, a posebno je li cijena određena u skladu sa zakonom. U tom smislu, ako je zahtjev nepotpun ili nerazumljiv ili nisu dostavljene sve isprave, HANFA od ponuditelja traži da ga uredi.²⁰⁰ Na jednak način bi se HANFA-i moglo dati ovlaštenje da provjeri je li ponuđena pravična naknada kod dobrovoljnog izvrštenja izrađena u skladu sa zakonom jer trenutno ne postoji mehanizam kojim se navedeno provjerava. Takvo rješenje predviđa njemačko zakonodavstvo prema kojem se ponuda za otkup dionica treba dostaviti BaFin-u koja potom provjerava je li ponuda izrađena u skladu sa zakonskim odredbama, uključujući i jesu li poštivane odredbe o načinu utvrđenja pravične naknade.²⁰¹

¹⁹⁹ Članak 153. stavak 2. Pravila Zagrebačke burze: „Ako zahtjev za prestanak uvrštenja nije podnijela ovlaštena osoba ili ako zahtjev nije potpisan od strane ovlaštene osobe ili ako uz zahtjev nisu dostavljene sve propisane i od strane Burze zatražene isprave i/ili informacije potrebne za odlučivanje, Burza će zahtjev za prestanak uvrštenja na uređenom tržištu odbaciti.“

²⁰⁰ Članci 24. i 25. ZPDD.

²⁰¹ Članak 30., stavak 2. točka 1. BörsG-a: „(...) Izvrštenje je dopušteno samo ako je prilikom podnošenja zahtjeva objavljen dokument s ponudom za stjecanje svih vrijednosnih papira koji su predmet zahtjeva za izvrštenje sukladno odredbama Zakona o stjecanju i preuzimanju vrijednosnih papira (WpÜG) (...).“ Članak 14., stavak 1. WpÜG-a: „Ponuditelj mora u roku od četiri tjedna od objave odluke o podnošenju ponude dostaviti ponudu BaFin-u“. Tako i Sandner D., *op.cit.* u bilj. 18., str. 15. Pojedina zakonodavstva izrijeком predviđaju da tijelo koje vodi uređeno tržište ima pravo odbiti povući dionice s uvrštenja ako povlačenje nije u interesu manjinskih dioničara. Praksa pokazuje da se povlačenje odbija uz obrazloženje da nije u interesu manjinskih dioničara ako dioničarima im nije dana adekvatna naknada za otkup ili čak ako većinski dioničar ne drži barem 90% udjela u društvu. Tako je primjerice u Danskoj, Estoniji, Finskoj i Švedskoj. Vidjeti više u u Zmysłowska M., *op.cit.* u bilj. 104, Prilog 1.

5.6. Nevaljanost i pobijanje odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu

Mogućnost osporavanja skupštinske odluke o povlačenju dionica s uvrštenja nije izričito predviđeno zakonom ili pravilima Zagrebačke burze. Štoviše, ZTK²⁰² izričito zabranjuje dioničarima da pobijaju odluku glavne skupštine ako smatraju da novčana naknada nije pravično određena. No, kako bi se utvrdilo imaju li dioničari bilo kakvu mogućnost pobijanja navedene odluke, potrebno je razmotriti opća pravila ZTD-a o nevaljanosti skupštinskih odluka.

ZTD razlikuje dvije vrste nevaljanosti odluka glavne skupštine, ništetnost i poboynost, pri čemu je ništetnost odluke iznimka, a poboynost pravilo.²⁰³ Ništetna je ona odluka koju pravni poredak ne priznaje jer ima teški pravni nedostatak zbog čega izostaje pravi učinak koji se njome želio postići.²⁰⁴ Povrede koje uzrokuju ništetnost su propisane ZTD-om i predstavljaju *numerus clausus*: (1) ako je odluka donesena na glavnoj skupštini koja nije uredno sazvana, osim ako su na njoj sudjelovali svi dioničari²⁰⁵, (2) ako nije unesena u zapisnik na zakonom propisan način²⁰⁶, (3) ako nije u skladu s biti društva ili ako se njezinim sadržajem čini povreda propisa kojima se isključivo ili pretežno štite interesi vjerovnika društva ili su doneseni radi zaštite javnog interesa, (4) ako je suprotna moralu društva i (5) ako je pravomoćnom presudom donesenom povodom tužbe za pobijanje odluke proglašena ništetnom.²⁰⁷ Ništetna odluka nema pravni učinak, te ono što se stekne na temelju nje se mora vratiti.²⁰⁸

²⁰² Članak 341. stavak 6.: „Odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nije moguće pobijati zbog toga što novčana naknada za dionice nije pravična“.

²⁰³ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1514. Barbić govori još o dva vida nevaljanosti, prividnim odlukama i odlukama bez pravnog učinka. Prividne odluke su one kod kojih postoji privid da postoji odluka, iako ih zapravo nema. Primjer: predsjednik glavne skupštine proglasi odluku donesenom, iako nije donesena jer je rezultate glasovanja pogrešno utvrdio zbog pogreške u brojenju glasova. Odluke bez pravnog učinka su odluke koje su uredno donesene, ali se za to da budu s pravnim učinkom još mora ispuniti neka dodatna pretpostavka. Odluka nije protivna zakonu, ali je njezino valjano donošenje samo dio onoga što se zakonom traži da bi imala pravni učinak. Primjer: za učinak odluke se s njom trebaju suglasiti određeni dioničari (pr. za stavljanje dioničarima dodatnih obveza traži se da se s time suglase dioničari na koje se to odnosi).

²⁰⁴ *Ibid.*

²⁰⁵ Na razloge pod 1), 3) i 4) se nije moguće pozivati po proteku tri godine od upisa odluke u sudski registar, a ako je u vrijeme isticanja toga roka u tijeku spor povodom tužbe za utvrđenje odluke ništetnom, rok se produžuje dok se o tužbi pravomoćno ne odluči ili se spor konačno ne riješi na neki drugi način. Članak 356. stavak 2. ZTD-a.

²⁰⁶ Na ovaj razlog se nije moguće pozivati nakon što se odluka upiše u sudski registar. Članak 356. stavak 1. ZTD.

²⁰⁷ Članak 355. ZTD-a. Također i odluka koja je suprotna odluci o uvjetnom povećanju kapitala društva, odluka o upotrebi dobiti i o povećanju temeljnog kapitala kada nove dionice sudjeluju u dobiti prije isteka poslovne godine, ako se odluka o povećanju temeljnoga kapitala ne upiše u sudski registar u roku od tri mjeseca od kada je donesena, odluke o smanjenju i o povećanju temeljnoga kapitala ako se povećanje temeljnoga kapitala ne upiše u sudski registar u roku od šest mjeseci od donošenja odluke o povećanju i odluka o utvrđenju financijskog izvješća i odluka o upotrebi dobiti ako revizor ne podnese izvješće u roku od dva tjedna od dana njihova donošenja

²⁰⁸ Članak 357. ZTD-a.

U odnosu na poboynost, prema općoj klauzuli moguće je pobijati sve odluke skupštine koje su donesene protivno zakonu ili statutu.²⁰⁹ Izuzev opće klauzule, ZTD-om su još posebno istaknuti sljedeći razlozi za pobijanje odluke: povreda obveze obavješćavanja (ako su dioničaru dane netočne, nepotpune obavijesti ili je davanje obavijesti uskraćeno, a dioničar objektivno smatra davanje obavijesti bitnom pretpostavkom za očuvanje prava sudjelovanja na glavnoj skupštini i drugih članskih prava)²¹⁰, pobijanje odluke o upotrebi dobiti ako se odluči da se dobit ne dijeli dioničarima, a prosudbom razumnog gospodarstvenika bi se trebala dijeliti²¹¹ i pobijanje odluke o povećanju temeljnog kapitala ulozima ako je pravo dioničara da stječu dionice isključeno, a iznos za koji se one izdaju ili najniži iznos ispod kojega se one neće izdavati je neprimjereno nizak.²¹²

U kontekstu povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu, skupštinska odluka bi se mogla utvrđivati nišetnom zbog tri razloga: (1) ako je odluka donesena na glavnoj skupštini koja nije uredno sazvana, (2) ako nije unesena u zapisnik na zakonom propisan način ili (5) ako je pravomoćnom presudom donesenom povodom tužbe za pobijanje odluke proglašena nišetnom. Nije vjerojatno da bi odluka bila nišetna (3) jer nije u skladu s biti društva ili se njezinim sadržajem čini povreda propisa kojima se isključivo ili pretežno štite interesi vjerovnika društva ili su doneseni radi zaštite javnog interesa jer je zakonom propisana mogućnost donošenja takve odluke i većina kojom se donosi. Glede razloga (4) suprotnosti moralu društva, odluka bi mogla biti suprotna moralu ako je donesena iz motiva koji su suprotni moralu, usmjerena je cilju koji je protivan moralu ili predstavlja nesavjesno ili neodgovorno postupanje ili svjesno nanošenje štete društvu ili vjerovnicima društva.²¹³ Iako bi se uslijed

²⁰⁹ Članak 360. stavak 1. ZTD-a.

²¹⁰ Članak 360. stavak 4. ZTD-a.

²¹¹ Članak 365. ZTD-a.

²¹² Članak 366. ZTD-a. Također i odluka koja je suprotna odluci o uvjetnom povećanju kapitala društva, odluka o upotrebi dobiti i o povećanju temeljnog kapitala kada nove dionice sudjeluju u dobiti prije isteka poslovne godine, ako se odluka o povećanju temeljnoga kapitala ne upiše u sudski registar u roku od tri mjeseca od kada je donesena, odluke o smanjenju i o povećanju temeljnoga kapitala ako se povećanje temeljnoga kapitala ne upiše u sudski registar u roku od šest mjeseci od donošenja odluke o povećanju, te odluka o utvrđenju financijskog izvješća i odluka o upotrebi dobiti ako revizor ne podnese izvješće u roku od dva tjedna od dana njihova donošenja.

²¹³ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1527. Iako su postupci radi poništenja skupštinskih odluka zbog povrede morala u praksi rijetki, TSZG je u presudi i rješenju od 3. svibnja 2022., P-1468/2021 zaključio da odluka koja je donesena odgovarajućom većinom nije protivna moralu društva: „*Pojam moral iz članka 355. stavak 4. ZTD-a ne odnosi samo na javni moral već i na prošireno tumačenje poslovnog morala, kao dužnosti savjesnog i odgovornog postupanja i zabrane svjesnog nanošenja štete kako društvu tako i vjerovnicima društva. Sud smatra kako odluka o povećanju temeljnog kapitala uplatom uloga u gotovini kao i odluka o izmjeni Društvenog ugovora ne predstavljaju nesavjesno ili neodgovorno postupanje niti se radi o svjesnom nanošenju štete društvu ili vjerovnicima društva. Navedena odluka je izraz volje članova društva. U ovom slučaju prisutan član društva Z. P. na uredno sazvanoj skupštini je sa potrebnom većinom donio navedene odluke.*“

izvrštenja mogla smanjiti likvidnost dionice i tako nanijeti šteta društvu, ipak bi bilo teško dokazati da je većinski dioničar glasao za izvršenje kako bi uništio društvo jer je teško (ili nemoguće) predvidjeti kako će uređeno tržište reagirati na izvršenje..

U odnosu na razloge poboynosti, mogućnost pobijanja je šira. U obzir dolazi opća klauzula prema kojoj je moguće pobijati odluku za koju se opravdano i osnovano pretpostavlja da je protivna zakonu ili statutu, te odredba prema kojoj je moguće pobijati odluku ako je prilikom njenog donošenja povrijeđena obveza obavješćavanja. To znači da je odluka donesena u postupku protivnom zakonu i statutu ili je njezin sadržaj protivan zakonu i statutu. U odnosu na izostanak ili nepotpuno davanje zakonom propisanih priopćenja dioničarima, ZTD navodi da se tužba za pobijanje odluke glavne skupštine ne može temeljiti na tome da su dane netočne, nepotpune ili nedovoljne obavijesti o utvrđivanju visine ili primjerenosti naknade, otpremnine, dodatnih plaćanja ili drugih oblika naknade, ako je zakonom propisano da se prigovori u vezi s time ostvaruju u izvanparničnom postupku.²¹⁴ Razlog za to je što kada zakon propisuje točno određeni pravni put zaštite dioničarevih prava i interesa (npr. radi određivanja primjerene otpremnine), drukčiji način ostvarenja pravne zaštite ne bi bio dopušten. Tužbu koja bi se podigla na toj osnovi bi trebalo odbaciti.²¹⁵

Iako ZTD-om i ZTK-om nije omogućeno prigovaranje visini pravične naknade u izvanparničnom postupku, kada se uspoređi pozicija koju manjinski dioničari imaju u izvrštenju i *squeeze out*-u, za razmotriti je bi li sud mogao odbaciti tužbu kojom bi dioničar pobijao odluku o izvrštenju jer mu nisu dane odgovarajuće obavijesti o pravičnoj naknadi.²¹⁶ Strogo formalno i prema *de lege lata* uređenju – s obzirom da zakonom nije predviđena mogućnost prigovora pravičnoj naknadi u izvanparničnom postupku – tužba dioničara se ne bi mogla odbaciti pozivom na ovu odredbu. Druga je stvar bi li konkretan sud primijenio pravnu analogiju²¹⁷ i odbacio tužbu pozivom na ovaj članak, s obzirom da zdravorazumski postoje argumenti za odbacivanje s obzirom na sličnosti instituta. Kako bi se izbjegle dvojbe oko primjene navedene odredbe, bilo bi poželjno *de lege ferenda* zakonom predvidjeti mogućnost prigovora pravičnoj naknadi u izvanparničnom postupku jer upravo takav alternativni pravni vid zaštite kroz

²¹⁴ Članak 360. ZTD-a.

²¹⁵ Barbić J., *op.cit.* u bilj. 71., str. 1558.

²¹⁶ Primjerice kod izvrštenja izdavatelj treba najmanje pet dana prije glavne skupštine dioničarima dati uvid u elaborat o fer vrijednosti dionice (članak 341. stavak 12. ZTK), a taj elaborat može biti nepotpun, neadekvatan ako ne sadrži sve informacije o tome kako je izračunata vrijednost dionice.

²¹⁷ Jer se radi o institutima koji su srodni po činjenici da se kod njih pojavljuje pitanje određivanja visine i isplate pravične naknade.

izvanparnični postupak opravdava mogućnost isključenja tužbe na pobijanje odluke glavne skupštine.

5.7. Način određivanja pravične naknade

Glavni instrument koji je hrvatski zakonodavac predvidio za zaštitu manjinskih dioničara je obvezna pravična naknada za dionice. Prema odredbama ZTK-a²¹⁸, pravičnom naknadom se smatra prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu izračunata kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Međutim, ako se dionicama trgovalo u manje od jedne trećine trgovinskih dana u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.²¹⁹

Kako bi elaborat bio vjerodostojan i transparentan dokument, u njemu treba detaljno opisati kako je utvrđena fer vrijednost dionice. To podrazumijeva da se navedu metoda, ili više njih, koje su primijenjene za određivanje fer vrijednosti, da se obrazlože usvojene metode i važne pretpostavke koje su korištene u njihovoj primjeni, da se navede iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena, a ako je primijenjeno više metoda, do koje bi se fer vrijednosti dionice došlo primjenom pojedine metode, koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene fer vrijednosti dionice, i posebne teškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice.²²⁰

²¹⁸ Članak 341. stavak 9.

²¹⁹ Njemačko zakonodavstvo za određivanje pravične naknade uzima u obzir i neke elemente koji postoje kod preuzimanja, vidi članak 39. stavak 3. BörsG-a: *Naknada mora odgovarati najmanje ponderiranoj prosječnoj domaćoj burzovnoj cijeni vrijednosnih papira tijekom posljednjih šest mjeseci prije objave. Ako tijekom ovog razdoblja 1. izdavatelj, suprotno članku 17. stavku 1. Uredbe (EU) br. 596/2014 ili odgovarajućoj odredbi primjenjivog stranog prava, ne objavi u najkraćem mogućem roku povlaštene informacije koje ga se izravno tiču ili objavi neistinite povlaštene informacije koje izravno ga se tiče u obavijesti u skladu s člankom 17. stavkom 1. ove Uredbe ili odgovarajućom odredbom primjenjivog stranog prava, ili 2. izdavatelj ili ponuditelj krši zabranu manipulacije tržištem iz članka 15. Uredbe (EU) br. 596/2014 u odnosu na vrijednosne papire koji su predmet zahtjeva, ponuditelj je dužan platiti razliku između naknade navedene u ponudi i naknade koja odgovara vrijednosti društva utvrđenoj na temelju procjene izdavatelja; to se ne primjenjuje ako su povrede iz brojeva 1. i 2. imale samo neznatan utjecaj na prosječnu cijenu izračunatu u skladu s rečenicom 2. Ako su burzovne cijene utvrđene za vrijednosne papire izdavatelja na koje se odnosi ponuda na manje od jednog trećine dana trgovanja tijekom zadnjih šest mjeseci prije objave sukladno članku 10. stavak 1. rečenica 1. ili članak 35. stavak 1. rečenica 1. Zakona o stjecanju i preuzimanju vrijednosnih papira, te ako se više burzovnih cijena utvrđenih jedna za drugom razlikuje od međusobno veće od 5 posto, ponuditelj je dužan platiti naknadu koja odgovara vrijednosti društva utvrđenoj na temelju procjene izdavatelja.*

²²⁰ Članak 341. stavak 10. ZTK-a.

S obzirom da do izvršenja nerijetko dolazi nakon preuzimanja ciljnog društva, moguće je povući određene paralele između određivanja cijene u ponudi za preuzimanje i pravične naknade prilikom dobrovoljnog izvršenja. Važnost mehanizma određivanja cijene u ponudi za preuzimanje pokazuje se kao osobito važna u odnosu ponuditelja i dioničara ciljnog društva zbog toga što je ponuditelj bolje informiran o vrijednosti dionica koje su predmet ponude za preuzimanje.²²¹ Slično kao kod preuzimanja, mehanizam određivanja pravične naknade kod dobrovoljnog izvršenja je važan jer donošenje odluke o izvršenju može inicirati i većinski dioničar koji ima više informacija o poslovanju društva kroz sudjelovanje u upravljačkim organima društva, a time i vrijednosti dionica, a isto tako prilikom donošenja odluke o izvršenju, manjinski dioničari su izloženi svojevrsnom „pritisku prodaje“.²²² To je zato što odluka dioničara da proda dionice ne počiva jedino na procjeni njihove stvarne vrijednosti, već bojazni da ih nakon završetka postupka izvršenja (jednako i preuzimanja) više neće moći prodati ili pak da će njihova cijena biti niža od one koja je bila ponuđena u okviru odluke o izvršenju.²²³ Ipak, glavni razlog zbog kojeg je potrebno adekvatno urediti mehanizam utvrđenja pravične naknade da se štite manjinski dioničari je što dionice od dioničara otkupljuje društvo, a društvu je u interesu da za dionice ponudi što manji iznos kako time ne bi umanjilo vlastita financijska sredstva.

5.8. Osporavanje visine pravične naknade kod izvršenja uz usporedbu s usporedivim institutima ZTD-a i ZPDD-a

Nije sporno da je hrvatski zakonodavac, načelno slijedeći kontinentalno europsku pravnu filozofiju, prednost dao zaštiti manjinskih dioničara.²²⁴ No, iako je namjera zakonodavca u

²²¹ Tepeš, N., Cijena u ponudi za preuzimanje, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 72, (1-2), 2022., str. 426. To je zato što je ponuditelj vezan pravilima ZPDD-a o cijeni koju treba ponuditi za dionice. Sukladno članku 16. ZPPD-a cijena dijelom ovisi o okolnostima u kojima se ponuditelj (i osobe koje s njim djeluju) nalazio prije davanja ponude, te dijelom cijeni koju dionice imaju na uređenom tržištu. Ponuditelj stoga treba analizirati okolnosti navedene u članku 16. jer, u slučaju da u ponudi navede prenisku cijenu, postoji rizik da HANFA neće odobriti njegovu ponudu za preuzimanje s obzirom da HANFA, sukladno članku 24. ZPPD-a, prilikom odobravanja objavljivanja ponude za preuzimanje provjerava je li cijena u ponudi za preuzimanje određena u skladu sa ZPPD-om.

²²² „*Tender to pressure*“. Više o posebnim utjecajima koji otežavaju odluku dioničara da prihvati ponudu za preuzimanje, vidi: Bebchuk, L. A., *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion paper No. 24, 1987, str. 10-20, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480301 (22. 12. 2021.); Weidemann, *op.cit.* u bilj. 21, str. 132 i dalje.

²²³ Tepeš N., *op.cit.* u bilj. 226., str. 426. i 427., kako je navedeno u Beurskens & Oechsler, u: Beurskens, M.; Ehrlicke, U.; Ekkenga, J.; Oechsler, J.; Schirmacher, C., Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, C.H. Beck, München, 2021, WpÜG § 31 Gegenleistung, Rbr. 4.; i dr.

²²⁴ Tepeš N., *op.cit.* u bilj. 226., str. 449.

definiranju pravične naknade bila zaštititi manjinske dioničare kroz propisivanje mjerila za izračun pravične naknade²²⁵, kroz odredbu da odluka o povlačenju stupa na snagu istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar (čime se dioničarima daje dodatan period od šest mjeseci u kojem mogu prodati dionice) i propisivanjem obvezne revizije elaborata putem neovisnog ovlaštenog revizora²²⁶, potpunija zaštita dioničara ipak nije ostvarena jer dioničarima nije dan pravni put za pobijanje visine ponuđene naknade koja nije pravična.²²⁷

Prema izričitoj odredbi zakona²²⁸, ako bi dioničari smatrali da novčana naknada nije pravično određena, ne bi iz tog razloga mogli pobijati odluku glavne skupštine. Ova odredba nije neuobičajena i postoji kod više instituta ZTD-a²²⁹, a njezin *ratio* je u tome što bi zaustavljanje izvršenja moglo nanijeti znatnu štetu društvu, pogotovo ako je do odluke o izvršenju došlo zbog financijskih razloga. Zbog toga nije dopušteno pobijati odluku glavne

²²⁵ U pravnoj teoriji se zauzima stav da je *ratio* pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje zaštita manjinskih dioničara, odnosi da pravična cijena, u mjeri u kojoj omogućuje prodaju dionica po fer uvjetima i izlazak iz društva, doprinosi adekvatnoj zaštiti manjinskih dioničara. Zaključak se može primijeniti i na određivanje cijene prilikom dobrovoljnog izvršenja. Više o cijeni u ponudi za preuzimanje u članku Tepeš N., *op.cit.* u bilj. 226., str. 421. do 453.

²²⁶ Prema VTS-u kod prijenosa dionica manjinskih dioničara postoji više mehanizama zaštite dioničara: „*Zakon o trgovačkim društvima manjinske dioničare, u postupku prijenosa dionica, a glede primjerenosti otpremnine koju mora isplatiti u novcu glavni dioničar, štiti od moguće zlouporabe od strane glavnog dioničara određenim zakonskim mehanizmima: solidarnim jamstvom banke, ispitivanjem primjerenosti otpremnine od strane vještaka, mogućnošću sudskog ispitivanja primjerenosti prema članku 300.k, dobivanju svih potrebnih obavijesti prije i za vrijeme održavanja skupštine*“ presuda PŽ-1453/07 od 16. lipnja 2008.

²²⁷ Njemačko zakonodavstvo dioničarima daje pravo osporavati pravičnu naknadu u sudskom postupku. Iako je ovo pravo tijekom godina ukidano i vraćano, konačno je zauzet stav da se dioničarima ono mora dati kako bi bili zaštićeni u odnosima prema moćnijem društvu, odnosno većinskom dioničaru. U odluci Macrotron 2002. zauzet je stav da se dioničarima treba isplatiti pravična naknada za otkup njihovih dionica, a da dioničari moraju imati mogućnost pokrenuti postupak za preispitivanje pravičnosti te naknade u posebnom postupku (*Spruchverfahren*) koji je u njemačkom pravu uređen odredbama *Spruchverfahrensgesetz-a* – *SpruchG*. Odluka Macrotron se temeljila na članku 14. njemačkog Ustava iz kojeg je proizlazilo da je pravo dioničara da prodaju svoje dionice na uređenom tržištu sastavni dio vlasništva nad dionicama, a da povlačenje s uvrštenja nepovoljno utječe na njihovo pravo vlasništva nad dionicama. Kako je presuda Macrotron kritizirana zbog troškova koji su nastajali za društvo te su društva pokušavala izbjeći takav način izvršenja, revidirana je. U predmetu Frosta zauzet je novi stav prema kojem društvo nema obvezu otkupiti dionice uz pravičnu naknadu jer povlačenjem dionica s uređenog tržišta dioničari ne gube prava koja proizlaze iz dionica. Ipak, s obzirom da je navedena odluka dovela do znatnog povećanja broja postupka izvršenja. Oko 40 društava je povuklo dionice s uvrštenja ili ih prebacilo s višeg u niži segment uvrštenja. Kako je to za posljedicu imalo negativne učinke na tržište kapitala i zaštitu položaja manjinskih dioničara, njemački zakonodavac je u konačnici izmijenio *BörsG* i propisao da društvo za dionice treba ponuditi pravičnu naknadu, a ako dioničari smatraju da je iznos naknade prenisko određen, imaju pravo podnijeti zahtjev za njezino preispitivanje u postupku koji mogu pokrenuti na temelju § 31 *WpÜG-a*. Više u Stohlmeier T., *German Public Takeover Law, Third Edition, Wolters Kluwer, Law&Business, Kluwer Law International*, 2015.

²²⁸ Članak 341. stavak 6. ZTK: „*Odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nije moguće pobijati zbog toga što novčana naknada za dionice nije pravična*“.

²²⁹ Podjele, preoblikovanja, priključenja i prijenosa dionica manjinskih dioničara, a slična odredba postoji i kod pripajanja, članci 532. i 547. ZTD-a: „*Odluka kojom je (glavna) skupština pripojenoga društva odobrila ugovor o pripajanju ne može se pobijati zbog toga što je omjer zamjene dionica(udjela) prenisko odmjeren*.“

skupštine samo zbog tog razloga. No, to ne znači da dioničari ne bi trebali imati nikakav pravni put kojim će osporavati visinu pravične naknade ako ju društvo nije pravilno utvrdilo.

S obzirom da društvo pravičnu naknadu za dionice plaća iz vlastitih sredstava, nesporno je da će za društvo biti povoljno ako taj iznos bude što manji. Ipak, ako je vrijednost dionice visoka, a broj manjinskih dioničara koji su ostvarili uvjete za isplatu pravične naknade velik, može se raditi o pozamašnom iznosu. Zato je za pretpostaviti da bi društvo, ako bi imalo tu mogućnost, za dionice težilo ponuditi što manji iznos.

Interesu društva za plaćanjem što manjeg iznosa suprotstavlja se interes manjinskih dioničara koji za dionice žele biti adekvatno oštećeni i žele spriječiti društvo da manipulira protuvrijednošću dionica. Taj interes je zakonodavac prepoznao kod više instituta ZTD-a i dioničarima je dao pravo da se obrate sudu sa zahtjevom da sud propita primjerenost ponuđene pravične naknade/otpremnine. To je pravo priznato dioničarima kod isplate primjerene novčane naknade prilikom preoblikovanja društva, isplate primjerene otpremnine kod podjele društva, isplate primjerene otpremnine dioničarima priključenog društva, isplate primjerene otpremnine vanjskim dioničarima kod ugovora o vođenju poslova i ugovora o prijenosu dobiti, i isplate primjerene otpremnine kod prijenosa dionica manjinskih dioničara. Kod navedenih instituta je otpremnina/novčana naknada uređena na sličan način – propisuje se (i) tko ima pravo na otkup dionica/udjela, (ii) kako se izračunava otpremnina/naknada, propisana je (iii) zabrana pobijanja odluke skupštine zbog toga što iznos otpremnine/naknade nije pravičan, a i (iv) dano je pravo dioničarima da u zasebnom postupku osporavaju otpremninu/naknadu. Ovaj princip nije slijeđen jedino kod izvrštenja.

5.8.1. Primjerena otpremnina kod prijenosa dionica manjinskih dioničara iz ZTD-a i ZPPD-a i prava prodaje dionica manjinskih dioničara iz ZPPD-a

Kod prijenosa dionica manjinskih dioničara iz ZTD-a dioničar koji drži najmanje 95% temeljnog kapitala društva (glavni dioničar) može podnijeti zahtjev društvu da mu se prenesu dionice manjinskih dioničara, uz uvjet plaćanja primjerene otpremnine dioničarima. Kod prijenosa dionica manjinskih dioničara prema ZPDD-u ponuditelj koji nakon ponude za preuzimanje drži najmanje 95% dionica s pravom glasa ciljnog društva²³⁰ ima pravo da mu se

²³⁰ Prema članku 2. ZPDD-a: ponuditelj je fizička ili pravna osoba koja je sukladno odredbama ZPDD-a obvezna objaviti ponudu za preuzimanje ili je objavila namjeru objavljivanja ponude za preuzimanje; ponuda za preuzimanje je javno objavljena ponuda, obvezna ili dobrovoljna, upućena svim dioničarima ciljnog društva za stjecanje svih dionica s pravom glasa; ciljno društvo je (a) dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, ili su uvrštene na uređeno tržište države članice, a nisu uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, (b) dioničko društvo sa sjedištem u drugoj

prenesu dionice s pravom glasa manjinskih dioničara, uz pravičnu naknadu. Kod prodaje dionica manjinskih dioničara prema ZPDD-u, ako ponuditelj nakon ponude za preuzimanje drži najmanje 95% dionica s pravom glasa ciljnog društva, manjinski dioničari imaju pravo prodati svoje dionice s pravom glasa ponuditelju, uz obvezu ponuditelja da ih otkupi uz pravičnu naknadu.

Sličnost ovih instituta s izvrštenjem je u tome što manjinski dioničari prestaju biti dioničari društva zbog razloga na koje nisu mogli utjecati, a štiti ih se tako da za svoje dionice dobivaju odgovarajuću naknadu. Kod svih spomenutih instituta većinski dioničar je dužan manjinskim dioničarima isplatiti pravičnu naknadu kako bi preuzeo njihove dionice, što je slučaj i kod izvrštenja.

Ono što je različito od izvrštenja, ali je zajedničko svim trima institutima, je da postoji vanjski mehanizam provjere primjerenosti naknade/otpremnine. Kod *squeeze out*-a manjinski dioničari imaju pravo podnijeti zahtjev sudu da odredi visinu otpremnine, ako smatraju da njezin iznos nije primjeren.²³¹ Zahtjev se podnosi trgovačkom sudu na čijem se području nalazi sjedište društva.²³² Kod prijenosa dionica manjinskih dioničara iz ZPDD-a nema mogućnosti sudskog ispitivanja primjerenosti otpremnine, već se cijena određuje sukladno zakonu, no ZPDD kao preduvjet za odobrenje zahtjeva za objavljivanja ponude za preuzimanje propisuje obvezu HANFE da provjeri je li visina otpremnine utvrđena u skladu sa zakonom.²³³ Kod prava prodaje dionica manjinskih dioničara iz ZPDD-a također postoji mogućnost provjere primjerenosti naknade jer manjinski dioničari imaju pravo zahtijevati od suda da obveže glavnog dioničara na isplatu pravične naknade, ako glavni dioničar to ne učini. U posljednjem slučaju zakonom nije izričito propisano da manjinski dioničari mogu od suda tražiti provjeru primjerenosti naknade, no iz zakonskog izričaja „ako ponuditelj ne izvrši obvezu iz stavka 1. ovoga članka (isplatu pravične naknade koja je i ovdje određena zakonom i podliježe provjeri HANFE), manjinski dioničari imaju pravo zahtijevati ispunjenje obveze putem mjesno nadležnoga trgovačkog suda“, moglo bi se zaključiti da ako glavni dioničar nije ponudio naknadu u visini određenoj zakonom, time nije ispunio svoju obvezu isplate naknade u

državi članici čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u državi članici u smislu Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata o izmjeni direktiva 85/611/EEZ i 93/6/EEZ Vijeća i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o ukidanju Direktive 93/22/EEZ Vijeća (SL EU br. L 145 str. 1.) (zamijenjena MiFiD Direktivom).

²³¹ „Ako iznos otpremnine nije primjeren, odredit će ga na zahtjev manjinskog dioničara sud iz članka 40. ovoga Zakona“, članak 300.k stavak 1. ZTD-a.

²³² Članak 40. ZTD-a.

²³³ „U smislu ovoga Zakona, zahtjev ponuditelja smatrat će se urednim kada Agencija utvrdi: (...) 3. da je cijena u ponudi za preuzimanje određena u skladu s odredbama ovoga Zakona.“, članak 24. stavak 4. točka 3. ZPDD-a.

pravičnom iznosu, pa manjinski dioničari stječu pravo obratiti se sudu i tražiti ispunjenje obveze.

Činjenica je da su kod prijenosa dionica manjinskih dioničara dioničari obvezni istupiti iz društva, a kod izvršenja mogu zadržati dionice, no kod pojedinih drugih instituta kod kojih dioničari mogu birati žele li izaći iz društva (preoblikovanje, podjela, priključenje i u slučaju vanjskih dioničara kod ugovora o vođenju poslova i ugovora o prijenosu dobiti), daje im se pravo da pred sudom propituju naknadu.

5.8.2. Primjerena otpremnina/naknada²³⁴ kod podjele, preoblikovanja i priključenja društva te ugovora o vođenju poslova društva i ugovora o prijenosu dobiti

S ciljem usporedbe s uređenjem pravične naknade kod izvršenja, u sljedećoj tablici se izlaže uređenje pravične naknade/otpremnine kod podjele, preoblikovanja, priključenja i ugovora o vođenju poslova i ugovora o prijenosu dobiti. Prikazano je tko ima pravo na otkup dionica/udjela, kako se izračunava otpremnina/naknada, postoji li zabrana pobijanja odluke skupštine zbog toga što iznos otpremnine/naknade nije pravičan, i imaju li dioničari pravo da u zasebnom postupku osporavaju otpremninu/naknadu.

	Podjela društva ²³⁵	Preoblikovanje društva ²³⁶	Priključenje društva ²³⁷	Ugovor o vođenju poslova društva i ugovor o prijenosu dobiti ²³⁸
Tko ima pravo na otkup dionica/udjela	Član društva koji je na zapisnik izjavio protivljenje	Dioničar koji je glasovao protiv odluke o preoblikovanju d.d.-a u d.o.o. i	Imatelji udjela koji istupaju iz društva, u roku od dva mjeseca od objave upisa	Vanjski dioničari ²⁴⁰ društva koje drugome prepušta da vodi njegove

²³⁴ ZTD za različite institute koristi različite termine; pravična naknada, primjerena otpremnina, primjerena novčana naknada, primjerena naknada.

²³⁵ Članci 550.j i 550.k ZTD-a.

²³⁶ Članak 562. ZTD-a.

²³⁷ Članci 503. do 510. ZTD-a.

²³⁸ Članci 491. i 492. ZTD-a.

²⁴⁰ Vanjski dioničari su svi dioničari/članovi ovisnoga društva osim onih koji na temelju pravno ili gospodarski utemeljene veze s vladajućim društvom neposredno ili posredno imaju od ugovora koristi na sličan način kao i to društvo, članak 478.a ZTD-a.

	odluci o podjeli ²³⁹	to zatraži u roku od dva mjeseca od objave upisa preoblikovanja u sudski registar	priključenja u sudski registar	poslove, odnosno koje prenosi dobit
Kako se izračunava otpremnina /naknada	Vodeći računa o procjeni vrijednosti društva koje se dijeli sadržanog u reviziji podjele na temelju koje je ocijenjena primjerenost omjera zamjene i rasporeda udjela	Dioničar i društvo sporazumno	Mora se uzeti u obzir imovinsko i financijsko stanje društva u trenutku donošenja odluke o priključenju	Moraju se uzeti u obzir imovinsko stanje i kretanje dobiti u društvu u vrijeme kada glavna skupština donosi odluku o ugovoru
Zabrana pobijanja odluke ako naknada nije pravična	Da ²⁴¹	Da ²⁴²	Da ²⁴³	Nije primjenjivo jer nema odluke

²³⁹ Osim ako taj član u svim novim društvima uzetima ukupno stječe udjele u istom omjeru kao što su mu pripadali i u društvu koje se dijeli, članak 550.j stavak 1. ZTD-a.

²⁴¹ Odluka o podjeli se ne može pobijati samo zbog toga što iznos otpremnine nije primjeren ili zbog toga što otpremnina nije bila ponuđena ili nije bila pravilno ponuđena.

²⁴² Odluka o preoblikovanju se ne može pobijati zbog toga što naknada nije plaćena ili nije primjerena.

²⁴³ Odluka o priključenju se ne može pobijati jer naknada nije primjerena/ glavno društvo ju nije ponudilo na pravi način/ otpremninu nije ju uopće ponudilo.

Pravo dioničara da u zasebnom postupku osporavaju otpremninu/naknadu	Da ²⁴⁴	Da ²⁴⁵	Da ²⁴⁶	Da ²⁴⁷
--	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

5.8.3. Pravična naknada kod izvrštenja

Usporedbe radi, odredbama ZTK-a o pravičnoj naknadi prilikom povlačenja dionica s uređenog tržišta određeno je (i) tko ima pravo na otkup dionica/udjela, (ii) kako se izračunava pravična naknada/primjerena otpremnina, a propisana je i (iii) zabrana pobijanja odluke skupštine zbog toga što iznos naknade/otpremnine nije pravičan. Za razliku od ranije spomenutih instituta, kod povlačenja dionica s uređenog tržišta dioničarima nije dano (iv) pravo dioničarima da u zasebnom postupku osporavaju pravičnu naknadu. Članak 341. ZTK-a navodi: „(5) Svaki dioničar društva koji je glasovao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu može zahtijevati od društva da društvo otkupi njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Ovo pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosne glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno. Zahtjev za otkup dionica dioničar je dužan podnijeti društvu najkasnije u roku od dva mjeseca od dana upisa odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar. Društvo nije dužno postupiti po zahtjevima dioničara koji podnesu zahtjeve za otkup prema društvu nakon isteka tog roka. (6) Odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nije moguće pobijati zbog toga što novčana naknada za dionice nije pravična. (...) (9) Pravičnom naknadom iz stavka 5. ovoga članka, smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunana kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana

²⁴⁴ Član društva koji je pravodobno postavio odgovarajući zahtjev, ali mu u propisanom roku nije ponuđena primjerena otpremnina ili ponuđena otpremnina nije primjerena, može do isteka roka koji je u članku 550.i stavak 7. ovoga Zakona propisan za prihvrat ponude od suda nadležnog prema mjestu sjedišta društva koje se dijeli, zatražiti da utvrdi iznos primjerene otpremnine.

²⁴⁵ Ako društvo i dioničar ne postignu sporazum, na prijedlog dioničara ili društva naknadu određuje sud.

²⁴⁶ Svaki dioničar/član priključenoga društva koji istupa može zahtijevati da sud odredi otpremninu, ako smatra da nije primjerena/ glavno društvo nije ponudilo na pravi način/ otpremninu nije uopće ponudilo.

²⁴⁷ Ako ugovor ne sadržava odredbe o otpremnini ili ako se ona ne smatra primjerenom, svaki vanjski dioničar može u roku od tri mjeseca od objave upisa ugovora u sudski registar zahtijevati od suda da donese odluku o primjerenoj otpremnini.

objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, pravična naknada iz stavka 5. ovoga članka utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora. (...) (11) Fer vrijednost dionice procjenjuje se na dan objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva.(...)“

Iako su odredbe o načinu utvrđivanja pravične novčane naknade/otpremnine kod svih navedenih instituta slične ili jednake, samo ZTK-om (to jest u slučaju izvrštenja) nije izrijekom propisana mogućnost propitivanja pravične naknade u odvojenom sudskom postupku, što ne znači da ta mogućnost dioničarima ne bi trebala biti dana. Pravo manjinskih dioničara da pred sudom osporavaju pravičnu naknadu/otpremninu nužno je za njihovu zaštitu od moguće zlouporabe većinskog dioničara/društva. Kako je već ranije pisano, društvo iznos pravične naknade isplaćuje iz vlastitih sredstava, pa mu je u interesu da iznos pravične naknade bude što manji. Stoga se ne može isključiti scenarij u kojem bi društvo manipuliralo vrijednošću dionice na uređenom tržištu, o čemu je već pisano ranije. Upravo zbog toga bi manjinskim dioničarima trebalo dati pravo da pred sudom osporavaju visinu pravične naknade utvrđenu po nalogu društva. Odredba ZTK bi trebala biti dopunjena na način da se takvo pravo dioničara izričito propiše, bilo da se u ZTK unese nova odredba ili da ZTK uputi na odgovarajuću primjenu odredaba ZTD-a o propitivanju primjerene otpremnine/novčane naknade kod nekog od ranije opisanih srodnih instituta. Ako se u (trenutnom) nedostatku odgovarajućih odredaba u ZTK-u o sudskom propisivanju pravične naknade analogno ne primijene odredbe ZTD-a, propustit će se popunjavanje pravne praznine koja postoji u uređenju instituta povlačenja dionica s uređenog tržišta i propustit će se osiguranje odgovarajuće i potpune zaštite dioničara koji su zbog toga što su se protivili povlačenju dionica s uređenog tržišta ostvarili pravo na pravičnu naknadu za svoje dionice.

6. Osporavanje pravične naknade kod izvrštenja u hrvatskoj sudskoj praksi

6.1. Uvod

U sudskoj praksi se pojavio predmet²⁴⁸ u kojem su manjinski dioničari društva koje je povuklo dionice s uređenog tržišta pokrenuli parnični, odnosno izvanparnični postupak²⁴⁹ u kojem su pokušali osporiti ponuđenu pravičnu naknadu. Iako je VTS prvo potvrdio odluku prvostupanjskog suda da dioničari imaju pravo o ovom pitanju voditi izvanparnični postupak, naposljetku je odlučio da dioničari ipak nemaju to pravo, u bitnom zbog toga što im to pravo nije dano zakonom, te je odbacio njihov zahtjev. U nastavku se daje sažetak postupka.

Glavna skupština društva²⁵⁰ je 29. kolovoza 2016. godine donijela odluku o povlačenju dionica s uređenog tržišta obvezujući se da će od svih dioničara koji glasuju protiv odluke otkupiti dionice uz pravičnu naknadu na način kako je određeno člankom 332. tada važećeg Zakona o tržištu kapitala. Odluka je donesena potrebnom većinom glasova (tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke). U odnosu na otkup dionica, društvo je u odluci samo paušalno navelo da ima obvezu otkupiti dionice manjinskih dioničara uz pravičnu naknadu, no odluka nije specificirala iznos pravične naknade. S obzirom da se dionicama društva trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije objave poziva na glavnu skupštinu, pravična naknada je utvrđena elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice koji je revidirao ovlašteni revizor. Iznos pravične naknade je društvo objavilo na svojim web stranicama u obliku obavijesti o izračunu²⁵¹, no obavijest nije bila dio odluke o povlačenju dionica s uređenog tržišta.

²⁴⁸ Rješenje TSZG P-3155/2016 od 20. kolovoza 2018., rješenje VTS-a Pž 5880/2018-2 od 10. listopada 2018., rješenje TSZG R1-86/2019 od 3. veljače 2021., rješenje VTS-a Pž 1351/2021-3 od 2. travnja 2021., rješenje TSZG R1-95/2021 od 3. rujna 2021. i rješenje VTS-a Pž-4482/2021-4 od 8. listopada 2021. Izvrštenje je provedeno 2016. godine prema odredbama članka 332. Zakona o tržištu kapitala iz 2009. godine (Narodne novine 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16, 131/17, 65/18). Iste odredbe su sada (uz manje izmjene) sadržane u članku 341. ZTK-a.

²⁴⁹ Tužitelji su pokrenuli parnični postupak radi donošenja odluke o pravu na uvid u imovinu, prava i obveze tuženika te u njegovu sveobuhvatnu poslovnu dokumentaciju radi provođenja financijskog vještačenja u svrhu utvrđivanja fer vrijednosti dionica tuženika, te radi sudskog utvrđenja fer vrijednosti dionice tuženika. Prvostupanjski sud je odlučio da tužbeni zahtjev predstavlja vrstu pravne zaštite o kojoj sud odlučuje u izvanparničnom postupku, u smislu odredbe članka 40. ZTD-a, te je obustavio parnični postupak i odlučio da će se postupak nastaviti prema pravilima izvanparničnog postupka; rješenje VTS-a Pž 5880/2018-2, od 10. listopada 2018.

²⁵⁰ Usporedbom podataka iz sudskih odluka, sudskog registra, novinskih napisa i web stranica društva može se utvrditi da se radi o društvu ELEKTROPROJEKT projektiranje, konzalting i inženjering d.d. sa sjedištem u Zagrebu, Ulica Alexandra von Humboldta 4, OIB 48197173493.

²⁵¹ https://www.elektroprojekt.hr/UserDocsImages/Dionice/Iznos%20pravične%20naknade%2007_2016.pdf (10. listopada 2023.).

Dioničari koji su glasali protiv odluke o povlačenju su smatrali da naknada za dionicu nije pravilno izračunata te su podnijeli tužbu protiv društva tražeći da sud utvrdi pravičnu naknadu za dionicu i naloži društvu da sa svakim tužiteljem sklopi ugovor o prijenosu dionica uz tako određenu pravičnu naknadu.

Razmatrajući tužbeni zahtjev, prvostupanjski sud je zauzeo stav da nedostatak odredaba o osporavanju pravične naknade u ZTK-u predstavlja pravnu prazninu, s obzirom da dioničari imaju pravo osporavati pravičnu naknadu/otpremninu pred sudom kod više instituta ZTD-a kod kojih im se u zamjenu za dionice isplaćuje pravična naknada. Stoga je sud odlučio popuniti pravnu prazninu analogijom te je na postupak izvrštenja primijenio odredbe ZTD-a o prijenosu dionica manjinskih dioničara prema kojima manjinski dioničari imaju pravo propitivati pravičnu naknadu u izvanparničnom postupku. VTS²⁵² je inicijalno potvrdio taj stav navevši da: u nedostatku odredaba ZTK-a koje bi detaljnije uređivale modalitet zaštite prava manjinskih dioničara sud može i ima pravo primjene analogije pojedinih zakonskih propisa; je prvostupanjski sud pravilno usporedio postupak izvrštenja (uređenog ZTK-om) s postupkom prijenosa dionica manjinskih dioničara (uređenog ZTD-om); se radi o institutima koji su srodni po činjenici da se kod njih pojavljuje pitanje određivanja visine i isplate pravične naknade; ZTD manjinske dioničare, u postupku prijenosa dionica, a glede primjerenosti otpremnine, štiti od moguće zlouporabe određenim zakonskim mehanizmima među kojima je i sudsko ispitivanje primjerenosti; te dioničari mogu predložiti provjeru ispravnosti obračuna, odnosno ispravnosti korištenja parametara propisanih zakonom, i to upravo na temelju njihovog prava zahtijevati preuzimanje odnosno otkup.

Glede vrste postupka u kojem se propituje pravična naknada, VTS je zaključio sljedeće: odredba članka 40. stavka 2. ZTD-a određuje da u stvarima iz članka 300.k stavka 1. ZTD-a (sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine kod prijenosa dionica manjinskih dioničara) sud odlučuje u izvanparničnom postupku²⁵³; u situaciji nedostatka propisa koji uređuju povlačenje dionica s uvrštenjem na uređenom tržištu, glede utvrđivanja ispravnosti procjene vrijednosti sačinjene od strane ovlaštenih vještaka, pravilno je prvostupanjski sud odredio da se imaju primijeniti pravila izvanparničnog postupka; i da je prvostupanjski sud u svrhu popunjavanja

²⁵² Rješenje VTS-a Pž-5880/2018-2 od 10. listopada 2018.

²⁵³ Tako i VTS u presudi Pž 843/2016-6 od 3. listopada 2017. „Odluka o prijenosu dionica manjinskih dioničara ne može se u parničnom postupku pobijati tužbom zbog neprimjerenosti iznosa otpremnine kojeg je odredio glavni dioničar, već manjinski dioničari mogu u izvanparničnom postupku zatražiti od suda sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine i takva odluka djeluje prema svim manjinskim dioničarima neovisno o tome jesu li sudjelovali u postupku u kojem je određena“.

pravne praznine pravilno analogijom primijenio pravila koja vrijede za postupke iz odredbe članka 40. ZTD-a i provođenje izvanparničnog postupka.

Potaknut potvrdom drugog stupnja, prvostupanjski sud je nastavio postupak po pravilima izvanparničnog postupka te je nakon financijskog vještačenja utvrdio da naknada koju je društvo inicijalno ponudilo treba biti gotovo pet puta viša.

Kako su obje strane podnijele žalbe na odluku suda, VTS se ponovno našao u poziciji odlučivati o pravu dioničara na osporavanje pravične naknade, no ovaj put je odlučio potpuno suprotno rekavši da se postupak izvrštenja iz ZTK-a ne može usporediti s postupkom istiskivanja manjinskih dioničara iz ZTD-a i da nije moguće u odvojenom izvanparničnom postupku propitati pravičnu naknadu jer odredbama ZTK-a i ZTD-a nije propisana mogućnost sudskog preispitivanja pravične novčane naknade u slučaju izvrštenja.²⁵⁴ VTS je u bitnom zaključio da je prvostupanjski sud zbog pogrešnog pravnog pristupa i pogrešnog pravnog shvaćanja u izvanparničnom postupku odlučivao o iznosu pravične naknade pozivajući se na analognu primjenu članaka 40. i 300.k ZTD-a; odredba članka 300.k ZTD-a uređuje način utvrđivanja iznosa otpremnine za manjinske dioničare kada ih se prisilnim prijenosom dionica manjinskih dioničara na većinskog dioničara na zahtjev većinskog dioničara istiskuje iz društva pri čemu većinski dioničar određuje iznos otpremnine. Radi se o zaštiti manjinskih dioničara da, zbog toga što ne mogu utjecati na to da ih se prisilno istisne iz društva, sud umjesto većinskog dioničara odredi primjerenu otpremninu. Za razliku od prisilnog istiskivanja manjinskih dioničara, kod povlačenja dionica s uređenog tržišta se ne radi o istiskivanju dioničara, nego o dobrovoljnom izlasku dioničara (ne samo manjinskih, nego svih koji su glasovali protiv odluke²⁵⁵); je obveza društva preuzeti dionice samo po cijeni na koju se društvo obvezalo u odluci (prosječnoj cijeni dionica ostvarenoj na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca, odnosno cijeni iz elaborata), a ne po drugoj za koju dioničari smatraju da je pravična. U protivnom, nakon što se okonča proces povlačenja dionica s uređenog tržišta s već utvrđenim pravima i obvezama društva s kojima se ušlo u postupak povlačenja, uključujući cijenu s kojom su bili upoznati svi dioničari, ako bi sud utvrdio neki drugi iznos, to bi dovelo društvo u drugu situaciju od one zbog koje se ušlo u postupak povlačenja dionica i moglo bi dovesti u pitanje opstanak društva; da je upitno bi li odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta bila donesena

²⁵⁴ Presuda VTS-a Pž 1351/2021-3 od 2. travnja 2021.

²⁵⁵ Autorica smatra pogrešnim stav VTS-a da dioničari koji glasaju protiv odluke o povlačenju vrijednosnih papira nisu manjinski dioničari jer se odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta donosi većinom od najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Ako je odluka usvojena, a neki dioničari su glasali protiv, nužno se radi o manjinskim dioničarima jer mogu držati najviše jednu četvrtinu temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini.

da je obveza društva bila platiti iznose koje traže tužitelji; i ako elaborat (na kojem je utemeljena odluka o povlačenju dionica) nije bio izrađen sukladno zakonu i pravilima struke, to je mogao biti razlog za pobijanje odluke glavne skupštine.

Postupak je pravomoćno okončan rješenjem VTS-a Pž 4482/2021-4 od 8. listopada 2021. gdje je VTS u bitnom iznio jednake argumente kao u presudi Pž 1351/2021-3 čiji su argumenti ovdje sumirani.

U nastavku rada se analizira argumentacija VTS-a iz presude te iznose razlozi zašto bi dioničarima ipak trebalo dati pravo na osporavanje pravične naknade pred sudom.

6.2. Analiza presude

Prva kritika presude odnosi se na činjenicu da je VTS prilikom odlučivanja nedovoljno uzeo u obzir načelo zaštite manjinskih dioničara. Manjinski dioničar je dioničar koji drži dionice koje mu ne omogućavaju kontrolu nad društvom. U biti, dioničar s dionicama na koje otpada manje od 50% temeljnog kapitala. Kako bi se manjinski dioničari zaštitili od postupanja većinskog dioničara, konkretno od toga da donese odluku ili poduzme radnju koja koristi samo njemu, u pravu društava su se razvili mehanizmi kojima se štite manjinski dioničari. Zaštita manjinskih dioničara očituje se, u bitnom, u propisivanju kvalificirane većine za donošenje važnih odluka u društvu, i pravu dioničara koji zajedno drže određeni postotak temeljnog kapitala da poduzimaju određene radnje, primjerice da sazovu glavnu skupštinu, traže dopunu dnevnog reda, postave zahtjev za imenovanje posebnog revizora društva, postave zahtjev sudu za opoziv članova nadzornog ili upravnog odbora i sl. Manjinski dioničari se štite i u slučaju kada prestaju biti dioničari društva, a za dionice dobivaju naknadu/otpremninu od društva/većinskog dioničara, kroz odredbe o visini pravične naknade/otpremnine i mogućnost da u sudskom postupku propituju visinu naknade/otpremnine. *Ratio* tih odredaba je da se spriječi umanj enje i očuva vrijednost njihove imovine, to jest dionica.

Na tom tragu je bio i VTS koji je u jednoj od svojih odluka istaknuo važnost sudskog propitivanja pravične naknade u zaštiti imovinskih prava manjinskih dioničara: „*Budući da primjerena otpremnina u novcu znači naknadu čiju primjerenost glavni dioničar mora obrazložiti te potom takvu primjerenost mora ispitati jedan ili više vještaka imenovanih od nadležnog (trgovačkog) suda, od kojeg manjinski dioničar može zatražiti da odredi naknadu ako smatra da iznos naknade nije primjeren, zakonom je zajamčena pravna sigurnost manjinskih dioničara i njihova zaštita u odnosu na moguća postupanja glavnog dioničara koja bi, iako zakonita, ipak mogla štetiti i umanjiti ili potpuno poništiti imovinska prava manjinskih*

dioničara. Znači, kod manjinskih dioničara radi se isključivo o riziku u svezi s imovinskim pravom koje ostvaruju kroz posjed svojih dionica (...).“²⁵⁶

Iako se VTS u odluci dotiče prijenosa dionica manjinskih dioničara, imovinska prava manjinskih dioničara bi mogla biti „oštećena, umanjena ili potpuno poništena“ i kod povlačenja dionica s uređenog tržišta gdje društvo određuje visinu pravične naknade. Interes je većinskog dioničara i društva, jer naknadu isplaćuju iz vlastitih sredstava, da naknada bude što niža. Stoga, ako je kod prijenosa dionica manjinskih dioničara zakonodavac predvidio da bi većinski dioničar, iako ga vežu odredbe o izračunu otpremnine²⁵⁷, mogao ponuditi otpremninu koja nije primjerena, trebalo bi zaključiti da se isto može dogoditi i kod povlačenja dionica s uređenog tržišta, te bi dioničarima kod povlačenja dionica s uvrštenog tržišta trebalo također dati mogućnost da putem suda propitaju pravičnu naknadu.

Druga kritika odnosi se na argument suda da dioničari ne mogu osporavati pravičnu naknadu pred sudom jer kod prijenosa dionica manjinski dioničari imaju obvezu istupiti iz društva, a kod povlačenja dionica s uređenog tržišta mogu odlučiti o ostati dioničari društva. Ovaj argument suda je pogrešan jer ZTD propisuje pravo na osporavanje pravične naknade/otpremnine pred sudom i kod instituta iz prava društava kod kojih se dioničarima omogućava dobrovoljan izlazak iz društva. To je slučaj kod statusnih promjena podjele i preoblikovanja društva o čemu je već pisano ranije.

Daljnja kritika odnosi na argument suda da su dioničari mogli pobijati skupštinsku odluku ako elaborat nije bio izrađen sukladno zakonu i pravilima struke. Kako je već pisano u ranijem dijelu rada, ZTD razlikuje dvije vrste nevaljanosti odluka glavne skupštine, ništetnost i pobožnost. Povrede koje uzrokuju ništetnost su *numerus clausus*²⁵⁸, dok konkretni razlozi pobožnosti ZTD-om nisu propisani, nego je prema općoj klauzuli moguće pobijati sve odluke skupštine za koje se opravdano i osnovano pretpostavlja da su protivne zakonu ili statutu.²⁵⁹ Izuzev opće klauzule, ZTD-om su još posebno istaknuti sljedeći razlozi za pobijanje: uskrata davanja obavijesti²⁶⁰, pobijanje odluke o uporabi dobiti²⁶¹ i pobijanje odluke o povećanju temeljnog kapitala²⁶². Glede povlačenja dionica s uređenog tržišta, ZTK izrijekom propisuje da se odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta ne može pobijati jer pravična naknada za

²⁵⁶ Presuda VTS-a PŽ-1453/07 od 16. lipnja 2008.

²⁵⁷ Prilikom izračuna otpremnine u novcu većinski dioničar u obzir treba uzeti prilike društva u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine te vještak dodatno treba ispitati primjerenost otpremnine.

²⁵⁸ Članak 355. ZTD-a.

²⁵⁹ Članak 360. stavak 1. ZTD-a.

²⁶⁰ Članak 360. stavak 4. ZTD-a.

²⁶¹ Članak 365. ZTD-a.

²⁶² Članak 366. ZTD-a.

dionice nije pravična (jednaka odredba postoji kod drugih srodnih instituta).²⁶³ Neovisno o tome, VTS je naveo da je pravilan put propitivanja pravične naknade pobijanje skupštinske odluke, na način da dioničari pobijaju zakonitost i točnost elaborata. Osim što zakon izrijekom zabranjuje pobijanje odluke jer novčana naknada nije pravična, u konkretnom slučaju nije postojala sadržajna veza između odluke i elaborata. To jest, odluka je paušalno prepisala zakonsku odredbu o visini pravične naknade, a nije navela konkretan iznos pravične naknade, niti je tekst elaborata bio prepisan ili parafraziran u odluci. S druge strane, elaborat nije bio samostalna odluka društva o kojoj su dioničari mogli glasati. Sudska praksa je dala smjernice za odgovor na pitanje kada je skupštinska odluka pobojna ako je protivna zakonu:

„Sukladno citiranoj odredbi, odluka glavne skupštine može biti pobojna zbog toga što je protivna odredbama zakona ili statuta kojim se uređuje postupak ili zbog toga što je njome došlo do povreda materijalnopравnih odredaba zakona i statuta. Povreda postupka postoji ako su povrijeđene odredbe o sazivanju i drugim pripremnim radnjama za glavnu skupštinu, o održavanju glavne skupštine, o donošenju odluke i utvrđenju da je odluka donesena. Povreda mora biti takva da je utjecala na donošenje odluke.”²⁶⁴ Između povrede i odluke mora postojati uzročna veza (...). S druge strane, sadržajna suprotnost odluke zakonu ili statutu (povreda

²⁶³ Srodnih po tome što se kod njih pojavljuje pitanje određivanja visine i isplate pravične naknade/otpremnine. Navedena odredba se pojavljuje i kod podjele (*Odluka o podjeli se ne može pobijati samo zbog toga što iznos otpremnine nije primjeren ili zbog toga što otpremnina nije bila ponuđena ili nije bila pravilno ponuđena*), preoblikovanja (*Odluka o preoblikovanju se ne može pobijati zbog toga što naknada nije plaćena ili nije primjerena*) i priključenja (*Odluka o priključenju se ne može pobijati jer naknada nije primjerena/ glavno društvo ju nije ponudilo na pravi način/ otpremninu nije ju uopće ponudilo*).

²⁶⁴ Prema Barbić J., *op. cit.* u bilj. 71., str. 1554.. u svim slučajevima valja potvrditi da postoji relevantnost pa prema tome i poboynost odluke ako je učinjena povreda utjecala na donošenje odluke. Relevantnost bi otpala i povreda ne bi bila razlogom za pobijanje odluke samo onda kad bi se dokazalo da učinjena povreda prema okolnostima slučaja nije mogla utjecati na sudjelovanje u glavnoj skupštini (primjerice jer neki manjinski dioničar ionako ne dolazi na glavnu skupštinu) ili da je sprječavanje sudjelovanja na glavnoj skupštini bilo bez utjecaja na donošenje odluke. Ako je povreda učinjena, ali nije utjecala na donošenje odluke, neće – za razliku od razloga ništetnosti, ni kad je riječ o sadržajnoj suprotnosti odluke sa zakonom odnosno statutom, kod kojih nije potrebna uzročnost između razloga za ništetnost odnosno poboynost i donesene odluke – biti osnova za pobijanje odluke. Iako ZTD o tome ne sadržava izričitu odredbu, potreba uzročnosti proizlazi iz naravi stvari. Tako i Schmidt, K., Gadow, W., Heinichen, E. i dr., *GroBkommentar Aktiengesetz*, Berlin, New York, Lfg. 6, 1996., str. 7. str. 1254 - 1255. Vidjeti u tom smislu i presudu VTS-a od 19. lipnja 2013., poslovni broj PŽ-1330/09, objavljen u "Izboru odluka VTS-a", br. 18/2014, str. 71, odluka pod br. 33. U odluci se navodi da bi povreda mogla biti takva ako je utjecala na donošenje odluke. Pri odlučivanju o tome je li ispunjen razlog poboynosti odluke mora se najprije utvrditi postoji li uzročna veza između povrede odredbe postupka i donošenja odluke, odnosno bi li bila donesena sadržajno ista odluka da su poštovane sve zakonske i statutarne odredbe. Primjenom na konkretan slučaj, moglo bi se tvrditi da je elaborat koji je bio izrađen protivno zakonu i struci mogao utjecati na donošenje odluke o izvršenju, zbog toga što je prenisno određena pravična naknada mogla odvratiti dioničare od glasanja za izvršenje. Iznos pravične naknade je ključan podatak prilikom odlučivanja o izvršenju, što je prepoznao i zakonodavac, te je izmjenom ZTK 2018. godine u članku 341. stavku 12. uveo obvezu izdatelja da elaborat, u slučajevima kada se izrađuje, učini dostupnim dioničarima i objavi javnosti barem pet dana prije održavanje glavne skupštine.

*materijalnopravnih propisa) razlog je za njeno pobijanje ako se ne radi o razlogu koji je čini ništavom i u tom slučaju nije potrebna uzročnost. Dovoljno je da je sadržaj odluke suprotan zakonu ili statutu.*²⁶⁵

S obzirom da konkretna odluka nije navela konkretan iznos pravične naknade, što je slučaj kod većine društava koja su skupštinskom odlukom povukla dionice s uređenog tržišta²⁶⁶, odluka sadržajno nije bila protivna zakonu. S druge strane, elaborat se ne smatra skupštinskom odlukom jer o njemu glavna skupština ne odlučuje, pa ga nije moguće niti pobijati jer je sadržajno protivan zakonu. Dodatno, čak i kada bi se razmatralo da se odluka pobija s osnove protivnosti zakonu – jer je elaborat izrađen protivno zakonu, i u tom slučaju bi osnova za pobijanje bila upravo nepravičnost novčane naknade jer je elaborat u kontekstu skupštinske odluke bio koristan samo jer se njime utvrđivao iznos takve naknade.

Kao dodatan komentar na ovaj argument napominje se da se fer vrijednost dionice procjenjuje na dan objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva.²⁶⁷ Ako se radi o dionicama kojima se trgovalo više od 1/3 trgovinskih dana tijekom tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu, i pravična naknada se izračunava kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca, teoretski, izračun bi se mogao napraviti pravovremeno kako bi se iznos pravične naknade mogao unijeti u skupštinsku odluku. Teoretski bi se isto moglo napraviti i ako se pravična naknada utvrđuje elaboratom jer se dionicama trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana u posljednja tri mjeseca, pogotovo ako se s izradom elaborata krene unaprijed. No, neovisno o tome, čak i da se iznos pravične naknade unese u skupštinsku odluku, ZTK-om je izričito zabranjeno pobijati skupštinsku odluku zbog toga što novčana naknada nije pravična.

Zbog svih opisanih razloga, čak i da je elaborat bio izrađen protivno zakonu, prema trenutnom zakonodavnom uređenju ne bi bilo moguće pobijati skupštinsku odluku zbog tog razloga.

Posljednja kritika presude odnosi se na argument da je upitno bi li odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta bila donesena da je obveza društva bila platiti iznose koje traže tužitelji. Iako je argument suda donekle točan, istim argumentom bi se mogao poslužiti i (i) većinski dioničar kada isplaćuje primjerenu otpremninu tijekom prijenosa dionica manjinskih dioničara, (ii) društvo kada isplaćuje primjerenu otpremninu prilikom ugovora o vođenju

²⁶⁵ Rješenje VTS-a PŽ-1330/2009-6 od 19. lipnja 2013.

²⁶⁶ TERMES GRUPA d.d., AGROMEĐIMURJE d.d. Čakovec, ELEKTROPROJEKT d.d., VODOPRIVREDA ZAGREB d.d., J&T banka d.d., i dr.

²⁶⁷ Članak 341. stavak 11. ZTK-a.

poslova društva i ugovora o prijenosu dobiti, (iii) glavno društvo kada isplaćuje primjerenu otpremninu prilikom priključenja društava, (iv) društva sudionici podjele kada isplaćuju primjerenu otpremninu prilikom podjele društva i (v) društvo kada isplaćuje primjerenu novčanu naknadu prilikom preoblikovanja, jer su svi oni prilikom odlučivanja o tome hoće li sudjelovati u nekoj od navedenih transakcija/radnji uzimali u obzir njezine financijske elemente.

Bez obzira na to, zakon je u svim slučajevima dao dioničarima pravo da pred sudom osporavaju primjerenu otpremninu/novčanu naknadu.²⁶⁸

²⁶⁸ Za propitivanje pravične naknade kod prijenosa dionica manjinskih dioničara vidi sljedeće odluke: rješenje VTS-a Pž 210/2022-2 od 14. veljače 2022., rješenje VTS-a Pž 6884/2019-3 od 7. siječnja 2020., presuda VTS-a Pž 8019/2015-7 od 2. studenog 2017., presuda i rješenje VTS-a Pž 3737/08-3 od 17. lipnja 2008.

7. ZAKLJUČAK

Prilikom povlačenja dionica s uređenog tržišta društvo, odnosno većinski dioničar, teži tome da se dionice društva povuku što brže, jednostavnije i po nižoj cijeni, dok manjinski dioničar, osim što teži tome da dionice proda što brže i jednostavnije, primarno je usmjeren tome da za dionice dobije odgovarajuće obeštećenje (pravičnu naknadu) kako bi ih u potpunosti iskoristio kao investiciju.²⁶⁹ Kod dobrovoljnog izvršenja se sukobljavaju zaštita ekonomskih interesa društva ili većinskog dioničara i zaštita manjinskih dioničara.

Hrvatski zakonodavac je po uzoru na druge kontinentalno europske zemlje odlučio da zaštita interesa manjinskih dioničara ima prednost pred zaštitom ekonomskih interesa društva i većinskog dioničara te primjenjuje više mjera kojima želi spriječiti većinskog dioničara ili upravu da djeluje na način koji šteti interesima manjinskih dioničara. Elementi kojima se to ostvaruje su kvalificirana većina za donošenje odluke o izvršenju, izjava društva kojom se obvezuje od dioničara koji glasuju protiv odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, obvezan minimalan sadržaj prijedloga odluke, način utvrđivanja pravične naknade, rok u kojem odluka stupa na snagu, objava informacija o pravičnoj naknadi prije glavne skupštine, ispitivanje primjerenosti naknade od revizora koje na zahtjev glavnog dioničara imenuje sud i mogućnost da svaki dioničar tužbom na sudu pobija skupštinsku odluku ako bi ona bila donesena protivno zakonu ili statutu društva. Ipak, pojedini elementi koji bi trebali postojati kod izvršenja, a postoje kod usporednog instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara, ipak ne postoje. Radi se o elementima poput dobivanja svih potrebnih obavijesti prije i za vrijeme održavanja glavne skupštine i mogućnosti da svaki manjinski dioničar zahtijeva sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine. Ovaj rad je pokazao da nedostatak upravo tih elemenata znatno smanjuje razinu zaštite manjinskih dioničara. Pravo osporavanja pravične naknade u izvanparničnom postupku je nužno za zaštitu manjinskih dioničara od moguće zlouporabe društva. U tom kontekstu je bitno spomenuti da se takva zaštita već pruža dioničarima kod drugih instituta koji su srodni izvršenju. Radi se o prijenosu dionica manjinskih dioničara, pravu prodaje dionica manjinskih dioničara, podjeli, preoblikovanju i priključenju društva i ugovoru o vođenju poslova društva te ugovoru o prijenosu dobiti. Kod svih navedenih instituta je otpremnina/novčana naknada uređena na sličan način jer se propisuje (i) tko ima pravo na otkup dionica/udjela, (ii) kako se izračunava otpremnina/naknada, propisana je (iii) zabrana pobijanja odluke skupštine zbog toga što iznos otpremnine/naknade nije pravičan, a i (iv) dano

²⁶⁹ Lutz Zimmer i Julian v. Imhoff, *Die Neuregelung des Delisting in § 39 BörsG* (Nova pravila za *delisting* u § 39 BörsG), *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (2016), str. 1056.

je pravo dioničarima da u zasebnom postupku osporavaju otpremninu/naknadu. Iako su odredbe o načinu utvrđivanja pravične novčane naknade/otpremnine kod svih navedenih instituta slične ili jednake, samo ZTK-om (to jest u slučaju izvršenja) nije izrijekom propisana mogućnost propitivanja pravične naknade u odvojenom sudskom postupku. No, to ne znači da ta mogućnost dioničarima ne bi trebala biti dana. Pravo manjinskih dioničara da pred sudom osporavaju pravičnu naknadu/otpremninu nužno je za njihovu zaštitu od moguće zlouporabe većinskog dioničara/društva jer društvo iznos pravične naknade isplaćuje iz vlastitih sredstava pa mu je u interesu da iznos pravične naknade bude što manji. Ne može se isključiti scenarij u kojem bi društvo manipuliralo protuvrijednošću dionice. Upravo zbog toga bi manjinskim dioničarima trebalo dati pravo da pred sudom osporavaju visinu pravične naknade utvrđenu po nalogu društva. Dodatno, adekvatnim uređenjem postupka sudskog utvrđenja/propitivanja pravične naknade kod izvršenja bi se zaštitio širi, odnosno kolektivni interes dioničara svih dioničkih društava čije će se dionice u budućnosti povući s uređenog tržišta, te bi zakonodavac trebao izmijeniti uređenje povlačenja dionica s uređenog tržišta i izričito predvidjeti pravo dioničara da osporavaju pravičnu naknadu u sudskom postupku.

8. LITERATURA

8.1. Knjige i radovi

1. Barbić J., Ništetnost odluka skupštine/članova društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik 53. Susreta pravnika u Opatiji 2015., Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, Zagreb, 2015.
2. Barbić J., Pravo društava, Knjiga prva, Opći dio, Treće, izmijenjeno izdanje, Organizator, 2008.
3. Barbić J., Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I., Dioničko društvo, Sedmo, izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Organizator, 2020.
4. Bebchuk, L. A., The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion paper No. 24, 1987.
5. Carević, M., Mataija M., Sloboda kretanja kapitala, Pravo unutarnjeg tržišta Europske unije, Zagreb, 2021.
6. Čulinović-Herc, E., Zubović, A., Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja, PRAVNI ASPEKTI KORPORATIVNIH AKVIZICIJA I RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA UTEMELJENIH NA ZNANJU, rad u pripremi br. 2, HRZZ PROJEKT 9366/2015.
7. Damodaran A., Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Wiley; 3rd edition, travanj 2012.
8. Fidanza B., Common Stock Delisting: An Empirical Analysis of Firms Performance, International Business Research; Vol. 15, No. 7; 2022, ISSN 1913-9004 E-ISSN 1913-9012.
9. Gorenc V. i dr., Komentar Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, Zagreb, 2014.
10. Groß W., Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung, 8. auflage, C.H. Beck, München, 2022.
11. Hauser S., Yankilevitz R., Yosef R., The Effects of Dual Listing on Share Prices and Liquidity in the Absence of Registration Costs, Journal of Service Science and Management, 2011., No. 4.
12. Jakšić T., Posebna privatnopravna odgovornost za prospekt uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište prema Zakonu o tržištu kapitala, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 2013.
13. Jakšić T., Uvjeti uvrštenja dionica na uređeno tržište, Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet, Zagreb, 2013.

14. Ledić, D., Čulinović-Herc, E., Ništavost i pobožnost odluka skupštine društva s ograničenom odgovornošću, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 20., br. 2, 1991.
15. Leuz C., Triantis A., Wang T., Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC deregistrations, Journal of Accounting and Economics, Vol. 45, Issues 2–3, 2008.
16. Lutz Zimmer i Julian v. Imhoff, Die Neuregelung des Delisting in § 39 BörsG, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2016.
17. Macey J., O'Hara M, Pompilio D., Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process, The Journal of Law & Economics , Vol. 51, No. 4, studeni 2008.
18. Markovinović H., Jakšić T., Complete removal of shares from trading on the regulated market at the issuer's request under Croatian law (delisting), Intereulaweast, Vol. X (2) 2023.
19. Petrović S., Jakšić T., Right of Establishment and Corporate Mobility - An Outline of Issues, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 62, (1-2), 2012.
20. Sandner D., The protection of minority shareholders during delisting in Germany and in the U.K., RGSL Research Paper, No. 24, 2021.
21. Sanger G. C., Peterson J. D., An Empirical Analysis of Common Stock Delistings, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 25, No. 2 , 1990.
22. Schmidt, K., Gadow, W., Heinichen, E. i dr., Großkommentar Aktiengesetz, Berlin, New York, Lfg. 6, 1996.
23. Schwark, E., Zimmer, D.: Kapitalmarktrechts- Kommentar, München, 2020.
24. Stohlmeier T., German Public Takeover Law, Third Edition, Wolters Kluwer, Law&Business, Kluwer Law International, 2015.
25. Tepeš, N., Cijena u ponudi za preuzimanje, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 72, (1-2), 2022.
26. Vasiljević S., Sloboda kretanja kapitala i izravne investicije u Republici Hrvatskoj, Informator, 6191-6192, Zagreb, 2013.
27. Wymeersch E., Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit, Journal of Financial Regulation, Vol. 4, Issue 2, rujan 2018.
28. Zetzsche D., Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting, [S.l.] : SSRN.
29. Zmysłowska M., Protection of interests of minority shareholders in the case of the delisting of a company in the light of regulations binding in Europe, Capital Markets Law Journal, 2023, Vol. 18, No. 3.

30. Zmysłowska M., Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej a ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, doktorska disertacja, Sveučilište u Varšavi, Studij prava i administracije, travanj 2017.
31. Zubović A., Zubović Jardas I., Povlačenje vrijednosnih papira sa Zagrebačke burze (delisting) i potreba izmjene regulatornog okvira, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 68, (3-4), 2018.

8.2. Pravni akti

8.2.1. Europska unija

1. Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/569 od 24. svibnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za suspenziju i isključenje financijskih instrumenata iz trgovanja (SL L 87, 31. 3. 2017.)
2. Direktiva 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. svibnja 2001. o uvrštenju vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima (SL L 184, 6.7.2001.)
3. Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinaka) (SL L 173, 12.6.2014.)
4. Direktiva (EU) 2019/2121 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive (EU) 2017/1132 u pogledu prekograničnih preoblikovanja, spajanja i podjela (SL L 321, 12.12.2019.)
5. Provedbena uredba Komisije (EU) 2017/1005 od 15. lipnja 2017. o utvrđivanju provedbenih tehničkih standarda koji se odnose na oblik i vrijeme priopćenja i objava o suspenziji i isključenju financijskih instrumenata u skladu s Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištu financijskih instrumenata (SL L 153, 16.6.2017.)
6. Provedbena odluka Komisije (EU) 2022/552 od 4. travnja 2022. o utvrđivanju da nacionalne burze vrijednosnih papira Sjedinjenih Američkih Država registrirane pri Komisiji za vrijednosne papire ispunjavaju pravno obvezujuće zahtjeve koji su istovrijedni zahtjevima iz glave III. Direktive 2014/65/EU i podliježu djelotvornom nadzoru i izvršenju kojom je odredila američke nacionalne burze koje se smatraju istovrijednima europskim uređenim tržištima (SL L 107, 6.4.2022.)

7. Provedbena odluka Komisije (EU) 2016/2272 od 15. prosinca 2016. o istovrijednosti financijskih tržišta u Australiji u skladu s Uredbom (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća (SL L 342, 16.12.2016.)
8. Provedbena odluka Komisije (EU) 2017/2318 od 13. prosinca 2017. o istovrijednosti pravnog i nadzornog okvira u Australiji koji se primjenjuje na financijska tržišta u skladu s Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća (SL L 331, 14.12.2017.).
9. Provedbena odluka Komisije od 30. listopada 2014. o istovrijednosti regulatornog okvira Japana za središnje druge ugovorne strane u odnosu na zahtjeve Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (SL L 311, 31.10.2014.)
10. Ugovor o funkcioniranju Europske unije (SL C 202, 7.6.2016.)
11. Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i /72/EZ (SL L 173, 12.6.2014.)
12. Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (SL L 173, 12/06/2014.)
13. Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (SL L 201, 27/07/2012.)

8.2.2. Republika Hrvatska

1. Pravila SKDD-a od 17. prosinca 2021., s izmjenama i dopunama.
2. Pravila Zagrebačke burze od 20. studenog 2019., s izmjenama i dopunama.
3. Pravilnik o sadržaju, obliku i načinu dostavljanja propisanih informacija Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i u službeni registar propisanih informacija (NN 12/23).
4. Uputa SKDD-a od 17. prosinca 2021., s izmjenama i dopunama.
5. Zakon o obveznim odnosima (Narodne novine 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21, 114/22, 156/2022, 145/23, 155/23).
6. Zakon o parničnom postupku (Narodne novine 53/91, 91/92, 112/99, 129/00, 88/01, 117/03, 88/05, 2/07, 96/08, 84/08, 123/08, 57/11, 25/13, 89/14, 70/19, 80/22, 114/22, 155/23).
7. Zakon o preuzimanju dioničkih društava (Narodne novine 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13).

8. Zakonu o sudskom registru (Narodne novine 1/1995, 57/1996, 1/1998, 30/1999, 45/1999, 54/2005, 40/2007, 91/2010, 90/2011, 148/2013, 93/2014, 110/2015, 40/2019, 34/2022, 123/2023).
9. Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23, 130/23, 136/24).
10. Zakon o tržištu kapitala iz 2009. godine (Narodne novine 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16, 131/17, 65/18).
11. Zakon o tržištu kapitala (Narodne novine 65/18, 17/20, 83/21, 151/22, 85/24).

8.2.3. Ostalo

1. Njemački Zakon o dionicama; Aktiengesetz (AktG) od 6. rujna 1965. (BGBl. I S. 1089); kako je posljednje izmijenjen 23. listopada 2024. (BGBl. 2024 I Nr. 323).
2. Njemački Zakon o burzi; Börsengesetz (BörsG) od 16. srpnja 2007. (BGBl. I S. 1330, 1351), kako je posljednje izmijenjen 27. prosinca 2024. (BGBl. 2024 I Nr. 438).
3. Austrijski Zakon o preuzimanju; Übernahmegesetz, ÜbG) od 14. kolovoza 1998. (BGBl. I Nr. 127/1998), kako je posljednje izmijenjen 20. srpnja 2023. (BGBl. I Nr. 78/2023).
4. Švicarski Savezni zakon o infrastrukturi financijskih tržišta i tržišnom ponašanju u trgovanju vrijednosnim papirima i izvedenicama; Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (RO 2015 5339).
5. Pravila švicarske burze (SIX Swiss Exchange) od 2. travnja 2023.
6. Njemačka Uredba Uredba o sadržaju ponudbene dokumentacije, protučinidbi kod ponuda za preuzimanje i obveznih ponuda te izuzeću od obveze objave i davanja ponude; Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots, od 27. prosinca 2001. (BGBl. I S. 4263), kako je posljednje izmijenjena 11. prosinca 2023. (BGBl. 2023 I Nr. 354).
7. Njemački Zakon o stjecanju vrijednosnih papira i preuzimanju; Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, od 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), kako je posljednje izmijenjen 11. prosinca 2023. (BGBl. 2023 I Nr. 354).
8. CSE Direktiva o povlačenju vrijednosnih papira sa ciparske burze na zahtjev izdavatelja, od 13. studenog 2015. (Ap. 4905).

8.3. Sudska praksa

8.3.1. Europska unija

1. Presuda Suda od 16. prosinca 2008., C-210/06, Cartesio, EU:C:2008:723.
2. Presuda Suda od 12. srpnja 2012., C-378/10, VALE, EU:C:2003:512.
3. Presuda Suda (Veliko vijeće) od 25. listopada 2017., C-106/16, Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o., EU:C:2017:804.

8.3.2. Trgovački sud u Zagrebu

1. Rješenje TSZG-a posl. br. P-3155/2016 od 20. kolovoza 2018.
2. Rješenje TSZG-a posl. br. R1-86/2019 od 3. veljače 2021.
3. Rješenje TSZG-a posl. br. R1-95/2021 od 3. rujna 2021.
4. Presuda i rješenje TSZG-a posl. br. P-1468/2021. od 3. svibnja 2022.

8.3.3. Visoki trgovački sud Republike Hrvatske

1. Presuda i rješenje VTS-a posl. br. Pž 3737/08-3 od 17. lipnja 2008.
2. Presuda VTS-a posl. br. Pž-1330/09 od 19. lipnja 2013.
3. Presuda VTS-a posl. br. Pž 843/2016-6 od 3. listopada 2017.
4. Presuda VTS-a posl. br. Pž 8019/2015-7 od 2. studenog 2017.
5. Rješenje VTS-a posl. br. Pž 5880/2018-2 od 10. listopada 2018.
6. Rješenje VTS-a posl. br. Pž 6884/2019-3 od 7. siječnja 2020.
7. Rješenje VTS-a posl. br. Pž 1351/2021-3 od 2. travnja 2021.
8. Rješenje VTS-a posl. br. Pž-4482/2021-4 od 8. listopada 2021.
9. Rješenje VTS-a posl. br. Pž 210/2022-2 od 14. veljače 2022.

8.4. Mrežni izvori

1. Issuer Guidelines Module C – Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR),
u izdanju BaFin-a,
https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C_en.html?jsessionid=D0B5DA652340215BD4DE6B5DD940C53F.internet942?n=19584146 .
2. The Polbud judgment and the freedom of establishment for companies in the European Union: problems and perspectives, Policy Department for Citizens' Rights and

Constitutional Affairs, Directorate General for Internal Policies of the Union, PE 608.833,
listopad 2018.,

[https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/608833/IPOL_STU\(2018\)608833_EN.pdf&ved=2ahUKEwjNzIa67L2LAxU_A9sEHdgjN_kQFnoECBMQAQ&usg=AOvVaw1zrD51u_kuDvpEUu3syDlo](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/608833/IPOL_STU(2018)608833_EN.pdf&ved=2ahUKEwjNzIa67L2LAxU_A9sEHdgjN_kQFnoECBMQAQ&usg=AOvVaw1zrD51u_kuDvpEUu3syDlo) .

3. Objave Zagrebačke burze za različite izdavatelje; <https://eho.zse.hr/obavijesti-izdavatelja/filter/XZAG> .
4. Objave Zagrebačke burze za VIRO tvornica šećera d.d.; <https://eho.zse.hr/obavijesti-izdavatelja/view/50452> .
5. Iznos pravične naknade društva Elektroprojekt d.d.; https://www.elektroprojekt.hr/UserDocsImages/Dionice/Iznos%20pravične%20naknade%2007_2016.pdf (10. listopada 2023.).