

PRAVO PRVENSTVA UPISA NOVIH DIONICA

*Prof. dr. sc. Petar Miladin **

UDK 347.728.2

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: ožujak 2011.

Pravo prvenstva upisa novih dionica zauzima središnji dio imovinskog pola dioničareva članstva kao posebnog, složenog korporacijsko-imovinskog prava. Imovinski pol članstva općenito trpi bitno veća ograničenja u pravnom prometu nego što je to slučaj s upravljačkim polom članstva, odnosno kolopletom upravljačkih članskih prava. Otvorena zakonska mogućnost isključenja i ograničenja prava prvenstva snažno sužuje pravnu zaštitu prava prvenstva. Dionička društva često imaju interese koji se ne podudaraju s interesima dioničara na potpunu zaštitu prava prvenstva. U pravima SAD zakonsko pravo prvenstva zamijenilo je "right not to purchase". Emisijski poslovi američkih javnih dioničkih društava u pravilu ne trpe pravo prvenstva. Taj trend odrazio se po zakonu spojenih posuda i na prava društava njemačkog pravnog kruga, kojemu pripada i hrvatsko pravo. U radu se raspravlja o američkim stajalištima i njemačkim reakcijama te se postavlja teza da pravo prvenstva treba usavršavati u važećim okvirima hrvatskog prava društava. Zakonsko pravo prvenstva ne treba de lege ferenda učiniti dispozitivnim. Tzv. pojednostavnjeno povećanje temeljnog kapitala iz § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a u hrvatskom pravu treba primijeniti kao oborivu predmnjevu, a ne kao kruto pravilo.

Ključne riječi: pravo prvenstva, isključenje i ograničenje prava prvenstva, povećanje temeljnog kapitala ulozima, odobreno povećanje temeljnog kapitala

I. Uvod

Domaće pravo društava tumači pravo prvenstva kao neizostavan sastavni dio članstva svakog pojedinog dioničara u društvu.¹ Pri povećanju temeljnog

* Dr. sc. Petar Miladin, profesor Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg maršala Tita 14, Zagreb

¹ O pravu prvenstva i o isključenju prava prvenstva vidi Barbić, J., *Pravo društava*,

kapitala svaki dioničar ima imovinsko člansko pravo prvenstva upisa novih dionica društva razmjerno svojem dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva. Pravo prvenstva ima zadaću spriječiti slabljenje glasačke moći tzv. starih dioničara u društvu te zaštititi stare dioničare od klasičnog imovinskog razvodnjavanja vrijednosti njihovih udjela u društvu, ali i od korporacijsko-imovinskog pada njihova sudjelovanja u dobiti društva, odnosno u ostatku likvidacijske mase.

Jednostavnim primjerom dadu se vjerno predočiti obje te tegobe koje se nadovezuju na isključenje prava prvenstva.² Uzmimo da dioničko društvo X ima temeljni kapital 20 milijuna kuna i da je on podijeljen na 200.000 dionica. Tržišna vrijednost dionica iznosi 400 kuna. Dioničar A ima 20.000 dionica. Zatim dioničko društvo X donosi odluku o povećanju svojeg temeljnog kapita-

Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I., Dioničko društvo, 5. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Zagreb, 2010., str. 1222 i dalje. Vidi i Barbić, J., *Pravo društava*, Knjiga prva, Opći dio, 3. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Zagreb, 2008.

Za s nama usporedivo njemačko pravo vidi: *Handelsrechtsausschluss des DAV: Gesetzgebungsvorschlag zum Spruchverfahren bei Umwandlung und Sachkapitalerhöhung und zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs durch Aktien*, NZG 13/2007, str. 497; Hirte, H., *Einige Gedanken zur Entwicklung des Bezugsrecht der Vereinigten Staaten*, AG, 1991., str. 167; Hüffer, U., *Aktiengesetz*, 9. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, München 2010., § 186 Rbr. 20 i dalje, § 255; Hüffer, U., *Ausgleichsanspruch und Spruchverfahren statt Anfechtungsklage beim Verschmelzungs- oder Kapitalerhöhungsbeschluss des erwerbenden Rechtsträgers*, ZHR 172 (2008), str. 8; Hüffer, U., *Unternehmenszusammenschlüsse; Bewertungsfragen, Anfechtungsprobleme und Integrationsschranken*, ZHR 172 (2008), str. 572; Krause, R., *Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss*, u: Habersack, M.; Müllbert, P. O.; Schlitt, M., *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Köln, 2008., § 5; Kübler, F., *Sind zwingende Bezugsrechte sinnvoll?*, ZBB 1/93, str. 1; Lutter, M., u: *Kölner Kommentar zum AktG*, 3. izdanje, Köln, § 186; Schlitt, M.; Schäfer, F. A., *Alte und neue Fragen im Zusammenhang zum 10% Kapitalerhöhungen*, AG 2005, str. 67; Schlitt, M.; Seiler, O., *Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen*, WM 2003, str. 2715; Martens, K.-P., *Richterliche und gesetzliche Konkretisierungen des Bezugsrechtsausschlusses*, ZIP, 1994., 669; Bayer, W., *Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss und Vermögensschutz der Aktionäre nach § 255 st. 2 AktG*, ZHR 163 (1999), str. 507; Bezenberger, H., *Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss*, ZIP 2002, 1917; Rodloff, D., *Zum Kontrollmassstab des Bezugsrechtsausschluss*, ZIP 2003, 1076; Peifer, K. N., u: Kropff, B.; Semler, J. (ured.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6 §§ 179 – 221, 2. izdanje, München, 2005., § 186; Schäcker, H. A.; Brehm, J., *Aktienemissionen aus Sicht der Investmentbank*, u: Habersack, M.; Müllbert, P. O.; Schlitt, M., *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Köln, 2008., § 2; Tettinger, P. W., *Materielle Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluss*, Baden-Baden, 2002.; Vetter, J., *Ausweitung des Spruchverfahrens Überlegungen de lege lata und de lege ferenda*, ZHR 168 (2004), str. 8.

² Primjer daje Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1.

la s iznosa od 20 milijuna kuna za 10 milijuna kuna – na iznos od 30 milijuna kuna. Pri tome će se nove dionice izdavati za iznos od 300 kuna. Dioničar A pretrpjet će dvostruku štetu ako mu društvo isključi pravo prvenstva upisa novih dionica. Njegovo sudjelovanje u temeljnom kapitalu društva past će s 10 % na 6,67 %, pa će dioničar A izgubiti prava propisana ZTD-om uz čije se ostvarivanje vezuje 10%-tno sudjelovanje u temeljnom kapitalu društva. Taj učinak srodan je faktičnom isključenju dioničara A iz društva.³ Dioničar A ujedno je izgubio i na vrijednosti svojih dionica. Ona je pala s 400 kuna na 366,67 kuna jer je društvo izdalo nove dionice ispod njihove dotadašnje burzovne vrijednosti.⁴

Kako bi stare dioničare zaštitio od spomenutih zadiranja u njihovo članstvo, odnosno u njihovu imovinu, čl. 308. ZTD-a pribavlja starim dioničarima pravo prvenstva upisa novih dionica pri povećanju temeljnog kapitala društva ulozima, i to razmjerno njegovu udjelu u dotadašnjem temeljnom kapitalu društva. Ostvari li dioničar svoje pravo prvenstva, potpiše li valjano popunjevu upisnicu (čl. 307. ZTD-a) – on prema društvu pribavlja ovršiv zahtjev za sklapanjem ugovora o upisu novih dionica pod uvjetima koji su utanačeni odlukom o povećanju temeljnog kapitala.

Odredba čl. 308. ZTD-a primjenjuje se na odgovarajući način i kod odobrenog povećanja temeljnog kapitala (čl. 324. st. 1. i st. 2. ZTD-a). Prednosti sadržane u pravu prvenstva stari dioničari koriste ili upisom novih dionica ili otuđenjem konkretne tražbine s naslova svojeg prava prvenstva. Posrijedi je prisilno zakonsko pravo jer se pravo prvenstva ne smije generalno isključiti statutom. Statut može sadržavati odredbe koje odstupaju od odredbi ZTD-a samo kad je to u ZTD-u izričito određeno, a to nije slučaj s isključenjem prava prvenstva.⁵ Pravo prvenstva moguće je isključiti samo u pojedinim slučajevima na temelju konkretne odluke glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala.⁶ Za to je potrebna tročetvrtinska većina glasova zastupljenog temeljnog kapitala pri donošenju te odluke. Statutom se može odrediti da je za to potrebna veća većina, a može se zahtijevati i ispunjenje dodatnih pretpostavki. Čl. 29. st. 1. Druge Smjernice o pravu društava (Smjernica o kapitalu) od 13. prosinca

³ U tom smislu vidi Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 55.

⁴ Formulu kojom se dolazi do spomenutog iznosa navodi Hax, H., *Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen*, ZfbF 23 (1971), str. 157. Formula glasi: $((20.000 \times 400) + (10.000 \times 300)) : 30.000.000 = 366,67$.

⁵ Vidi čl. 173. st. 4. ZTD-a.

⁶ Vidi čl. 308. st. 4. ZTD-a.

1976. pravo prvenstva predviđa isključivo u vezi s povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu. Ta odredba Smjernice ne kosi se, međutim, s odredbama nacionalnih prava država članica – pa tako ni s važećim odredbama ZTD-a – koje pravo prvenstva propisuju i kod povećanja temeljnog kapitala ulozima u novcu.⁷

Uprava mora na temelju čl. 308. st. 5. ZTD-a podnijeti glavnoj skupštini pisano izvješće o razlogu za djelomično ili potpuno isključenje prava prvenstva pri upisu dionica. U izvješću uprava mora obrazložiti predloženi iznos za koji se kane izdati dionice.⁸ Postavlja se ozbiljno praktično pitanje zahtijevaju li se dodatne materijalnopravne pretpostavke za isključenje prava prvenstva ili se sve na koncu svodi na to da društvo izda nove dionice za primjereni iznos. Je li, naime, cijena novih dionica jedino mjerilo kojeg se je društvo dužno držati pri donošenju odluke o isključenju prava prvenstva. I u hrvatskom pravu moramo se ozbiljno pozabaviti stajalištima njemačkih sudova, prema kojima je isključenje prava prvenstva skopčano s dodatnim materijalnopravnim pretpostavkama. Treba raspraviti o tome je li isključenje prava prvenstva dopušteno, neovisno o primjerenosti cijeni novih dionica, samo ako u trenutku donošenja te odluke interesi društva nadilaze otegotne posljedice koje snose dioničari pogođeni tom odlukom. Ne može se, dakle, dati precizan općenit odgovor o tim daljnjim, nepisanim materijalnopravnim pretpostavkama isključenja prava prvenstva. U svakom pojedinom slučaju treba odmjeriti međusobno suprotstavljene interese društva i isključenih dioničara i zaključiti koji od njih preteže. Posebno treba raspraviti postupa li društvo pritom primjerenom, obzirno, opravdavaju li ciljevi koje društvo postiže sredstvo, odnosno odluku o isključenju prava prvenstva.⁹

Praksa njemačkih sudova o daljnjim, nepisanim materijalnopravnim pretpostavkama isključenja prava prvenstva u načelu stoji. Hrvatskim sudovima treba je, međutim, preporučiti s krajnjim oprezom. Isključenje prava prvenstva ne smije se zlorabiti kako bi većinski dioničari ili uprava pribavili stjecateljima novih dionica protupravnu korist, a nauštrb preostalih, isključenih dioničara.¹⁰ Njemački BGH ide, međutim, korak dalje te u svojim starijim

⁷ Tako i Europski sud u Luksemburgu u presudi objavljenoj u časopisu ZIP 1994, str. 339, 360.

⁸ Odredba čl. 308. st. 5. ZTD-a temelji se na drugoj Smjernici iz prava društava EZ-a od 13. prosinca 1978.

⁹ Te nepisane materijalnopravne pretpostavke isključenja prava prvenstva posebno su došle do izražaja u predmetu BGHZ 71, str. 41 i 46, tzv. slučaj "Kali & Salz".

¹⁰ To jasno općenito stajalište u njemačkom pravu zastupa Kübler, *op. cit.* u bilj. 1. str. 2.

presudama konstruira generalni sukob interesa između društva i isključenih dioničara, prebacujući teret dokaza na dioničko društvo.¹¹ Tuženo dioničko društvo dužno je dokazati da prednosti koje je ostvarilo isključenjem prava prvenstva nadilaze povrijeđene interese isključenih dioničara. Stajalište BGH-a poremetilo je, dakle, redoviti tijek parničnog postupka prema kojem su isključeni dioničari kao tužitelji trebali snositi teret izvođenja tog dokaza. U novije vrijeme odluke glavne skupštine donesene na temelju § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a postavljaju snažnu predmnjevu o tome da je isključenje prava prvenstva opravdano. Nastoji se uravnotežiti poljuljani balans međusobno suprotstavljenih interesa društva za financiranjem, s jedne strane, i interesa isključenih dioničara za održavanjem svojeg stečenog položaja u društvu, s druge strane. Rezon pomirbe, izgladivanja tih međusobno suprotstavljenih interesa, svakako treba pozdraviti. O tom izričitom pravilu s nama usporedivog njemačkog § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a treba se izjasniti i sa stajališta hrvatskog nepisanog prava društava.¹² Rezon je, naime, zdrav samo ako je precizan, primjenljiv na pojedini slučaj u pojedinom nacionalnom pravu.

II. Isključenje prava prvenstva u SAD-u

Pravo prvenstva, pa primjereno tome i isključenje prava prvenstva, postavljeno je u pravu SAD-a bitno drukčije nego u hrvatskom i njemačkom pravu. Zakonodavstva pojedinih država SAD-a uglavnom uređuju pravo prvenstva kao dispozitivno, a ne kao kogentno pravo poput ZTD-a ili njemačkog AktG-a. Zakoni o dioničkim društvima New Yorka, Delawarea i Kalifornije idu i korak dalje te ne daju dioničarima pravo prvenstva, odnosno "*preemptive rights*"; oni samo propisuju mogućnost da dionička društva autonomno izričitim odredbama svojih statuta (*articles of incorporation*) pribave dioničarima to pravo.¹³ Takvom razvoju američkog zakonodavstva u pitanju prava prvenstva sigurno su bitno pridonijela odgovarajuća rješenja propisana u *Revised Model Business Corporation Actu*. Posrijedi je model zakon, poseban posredan izvor trgovačkog

¹¹ Vidi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 2.

¹² O tome vidi pobliže pod 5. 5. 1.

¹³ Vidi § 622. st. 2. New York Business Corporation Lawa: "With respect to any corporation incorporated on or after the effective date of this subparagraph, the holders of such shares shall not have any preemptive right, except as otherwise expressly provided in the certificate of incorporation." U tom smislu vidi i § 102 (b) (3) Delaware General Corporation Lawa i § 204. (a) (2) California General Corporation Lawa.

prava u širem smislu, a izradila ga je skupina eksperata *American Bar Association*.¹⁴

Američka praksa¹⁵ pokazuje da je pravo prvenstva isključeno kad se nove dionice izdaju jer se temeljni kapital povećava radi spajanja ili preuzimanja dioničkih društava. U SAD-u je rašireno tzv. radničko dioničarstvo, a dionice se nude radnicima uglavnom nakon što društvo donese odluku o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva. Isključenje prava prvenstva danas se posebice koristi radi saniranja dojučerašnjih perjanica financijske industrije: investicijskih fondova, banaka i osiguravajućih društava.

Javna dionička društva, dakle dionička društva koja svoje dionice izdaju javnom ponudom, iznimno rijetko svojim statutima pribavljaju dioničarima pravo prvenstva, pa to pravo u SAD-u susrećemo samo u tzv. "*close corporations*", uglavnom manjim dioničkim društvima zatvorenog tipa s manjim brojem dioničara i s dionicama kojima se ne trguje na burzi, odnosno uređenom tržištu kapitala.¹⁶ Američka javna dionička društva uspjela su uvjeriti najveći broj svojih dioničara u to da zbog isključenja prava prvenstva u najmanju ruku neće ništa izgubiti. Nisu na to pristali samo pasivni manjinski dioničari, nego i sve prisutniji institucionalni ulagatelji koji mahom sudjeluju u društvima kao krupniji dioničari. Istraživanja pokazuju kako zahtjeve za ponovnim uspostavljanjem prava prvenstva pretežito ističu dioničari iz skupine koja na glavnoj skupštini ima iznad 5 % glasova, no ni u kojem slučaju iznad 10 %.¹⁷

Mekši pristup pravu prvenstva u zatvorenim dioničkim društvima razumljiv je uzme li se u obzir da su dioničari u tim društvima više osobno vezani uz društvo nego što je to slučaj u javnim dioničkim društvima, pa je za njih tim potresniji svaki gubitak utjecaja u društvu. Znatniji personalni elementi zatvorenih, obiteljskih dioničkih društava sigurno su glavni razlog zbog kojih upravo kod njih u SAD-u susrećemo širu primjenu prava prvenstva. Zatvorenost tih dioničkih društava otežava primjenu prava prvenstva i posebice komplicira tužbe za pobijanje odluka glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala zbog isključenja prava prvenstva. Iznimno je teško utvrditi obligator-

¹⁴ Spomenuti gremij ima odlučujući utjecaj na zakonodavstva pojedinih država SAD-a.

¹⁵ Praktični primjeri isključenja prava prvenstva bili su pobrojani u starom § 622 New York Business Corporation Lawa.

¹⁶ Vidi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3, uz navođenje bogate američke pravne književnosti koja jednodušno dijeli to stajalište.

¹⁷ Takva istraživanja prenosi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3, u vezi s velikim američkim društvom AT&T.

ni primjereni iznos za koji treba izdati nove dionice ako se odlukom glavne skupštine isključuje pravo prvenstva. Dionice zatvorenih dioničkih društava ne kotiraju, naime, na burzi, pa im je stoga teško utvrditi tržišnu cijenu. Statutom utvrđeno pravo prvenstva sigurno pomaže dioničarima ustati s tužbama kojima se poništavaju odluke o povećanju temeljnog kapitala jer su nove dionice izdane za neprimjereno nizak iznos. To nipošto ne znači da su dioničari američkih javnih dioničkih društava prepušteni na milost i nemilost manipulacijama većinskih dioničara ili uprave. Američka sudska praksa najodlučnije otklanja takva stajališta. Polazeći od načela povjereničkog, fiducijarnog pravnog položaja uprave i većinskih dioničara, ona postavlja čitav splet nepisanih pravila s pomoću kojih se stare dioničare učinkovito štiti od pada vrijednosti njihovih dionica zbog izdavanja novih dionica za neprimjereno nizak iznos.¹⁸ Kalifornijski sudovi prednjače u zaštiti starih dioničara i za njima su se povelili sudovi mnogobrojnih drugih država SAD-a. Presedan *Schwab v. Schwab-Wilson Mach. Corp.* ima pritom posebno značenje. Sentenca presude u tom predmetu glasi¹⁹: “Iako dioničari nemaju pravo prvenstva upisa novih dionica ... to ne znači da oni ne mogu zahtijevati od uprave društva da ne zloupotrebljava svoj pravni položaj radi ostvarivanja svoje osobne koristi, posebice zaradom na novim dionicama, ili radi diskriminiranja dioničara društva, ili pak radi stjecanja ili očuvanja kontrole nad društvom.” Sudska praksa država SAD-a zahtijeva da se uvjeti izdavanja novih dionica ravnaju prema tržišnim prilikama i prema načelu jednakog položaja dioničara pod jednakim uvjetima.²⁰ Svako dvojbena odstupanje od tih mjerila mora se posebno opravdati. Za nas su posebno zanimljive odluke američkih sudova koje poništavaju odluke o povećanju temeljnog kapitala iako su svi dioničari s formalne strane ravnopravno tretirani. Izdaju li se nove dionice daleko ispod njihove tržišne vrijednosti, dioničari su, prema američkoj sudskoj praksi, praktički prisiljeni koristiti svoje pravo prvenstva jer će u suprotnom pretrpjeti znatnu štetu. Time se zapravo krši nepisano pravo dioničara koje američka praksa označava kao “*right not to purchase*”. Stajalište

¹⁸ Vidi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3.

¹⁹ Vidi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3. “While stockholders have no pre-emptive right to subscribe to new issues of stock ... nevertheless they have the right to demand that directors and officers of the corporation do not use their position for their own personal advantage, or to discriminate between stockholder, or to so cause stock to be issued as to make profit for themselves or to obtain or retain control for the corporation.”

²⁰ Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3.

američkih sudova podjednako se tiče zatvorenih i javnih dioničkih društava.²¹ Američka sudska praksa “prevladala” je, dakle, mehanizam kogentnog prava prvenstva te ga je nadomjestila “ex post” kontrolom konkretnog postupka povećanja temeljnog kapitala sa stajališta načela o povjereničkom, fiducijarnom pravnom položaju uprave i većinskih dioničara.²²

Ovlaštenja uprave i većinskih dioničara i u našem pravu nailaze na prisilnopravna ograničenja jer uprava i većinski dioničari nikome ne smiju pogodovati nauštrb interesa društva. Zaključak vrijedi i u obrnutom smjeru, tako da ni manjinski dioničari ne mogu zloupotrebljavati svoj pravni položaj kako bi spriječili ili pak otežali ispunjenje interesa društva koji se kane postići povećanjem temeljnog kapitala uz istodobno isključenje prava prvenstva. Interesi manjinskih dioničara jednostavno moraju ustuknuti pred važnijim interesima društva. Institut povjerenstva i u našem pravu dobro objašnjava kako dolazi do toga i kakve korporacijskopravne ovlasti imaju uprava, nadzorni odbor, ali i svi drugi *stake holderi*.

Eliminacija kogentnog prava prvenstva u SAD-u nije nadomještena nekom posebnom zakonskom zadaćom javnopravnih vlasti na području tržišta kapitala, posebice SEC-a (*Securities and Exchange Commission*).²³ Regulatori tržišta kapitala imaju uvijek istu zadaću: nametnuti standarde publiciteta i transparentnosti na tržištu kapitala te osigurati poštene pogodbe za sve transakcije na tržištu kapitala. Pravo tržišta kapitala kao dio privrednog prava ne bavi se time jesu li stari dioničari oštećeni zato što su nove dionice izdane za neprimjereno nizak iznos, a oni pritom nisu imali pravo prvenstva. Taj problem rješava se u okviru prava društava i po pravu SAD-a i po našem ili njemačkom pravu. Dioničari nisu bespomoćni ni kad se pravo prvenstva isključi, a nove dionice društvo izda za primjeren iznos. Uprava i većinski dioničari i nadalje su, naime, obvezni uvažavati prisilnopravna ograničenja svojih ovlasti jer su im te ovlasti prenesene na temelju povjereničkog odnosa prema društvu. Povjereničke obveze uprave i većinskih dioničara nisu međutim nikakva posebna zakonska alternativa kogentnom pravu prvenstva, s obzirom na to da su te obveze jednako tako prisutne i kad dioničari imaju priliku koristiti svoje pra-

²¹ Za zatvorena dionička društva vidi *Kasowitz v. Sidler*, a za javna dionička društva vidi *Bennett v. Brenil Petroleum Corp.* Podaci o tim presudama navedeni su prema Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3.

²² Preolako prijavjući uz ta za nas uglavnom nekompatibilna pravila (Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3).

²³ Suprotno stajalište zastupa Hirte, *op. cit.* u bilj. 1, str. 167.

vo prvenstva.²⁴ Pravo prvenstva ne može samo po sebi uvijek dovoljno dobro zaštititi dioničare, pa su stoga nužne fiducijarne, povjereničke obveze uprave i većinskih dioničara.

Dobra američka iskustva očito treba u najvećoj mogućoj mjeri primijeniti i u domaćem pravu. Pri tome treba voditi računa o posebnostima našeg prava jer je svako slijepo preuzimanje tuđih rješenja u konačnici štetno. Teza prema kojoj je pravo prvenstva u SAD-u žrtva tzv. pojave “*race to the bottom*” ne može se uspješno suprotstaviti pravopolitičkoj koristi isključenja prava prvenstva ni u SAD-u, a ni u hrvatskom pravu.²⁵ Pitanje troškova, tj. ekonomičnosti prava prvenstva ne smije biti ključno za dokidanje sadašnjeg zakonskog prava prvenstva. Prema toj američkoj tezi ekonomske računice labavljenje prava prvenstva u SAD-u, a samim time i u svim drugim pravima koja slijede taj trend, isključiva je posljedica nesmiljene tržišne utakmice pojedinih država SAD-a koje nesmiljeno nastoje pojednostaviti pravo dioničkih društava kako bi dobile položaj omiljenog sjedišta javnih dioničkih društava. Zakonski okvir prava dioničkih društava postao je prema toj tezi sredstvo izdašnog punjenja blagajni pojedinih američkih država, pa čak i prestiža pojedinih država u SAD-u. Živa rasprava u SAD-u dala je toj pojavi slikovito ime “*race to the bottom*” ili “*competition in laxity*”. Hirte jednostrano pristupa raspravi o zakonodavnoj konkurentnosti pojedinih država SAD-a. Mala država Delaware nije stekla status omiljenog sjedišta velikih javnih dioničkih društava zbog toga što ima savršen zakon o dioničkim društvima. Velike države preuzele su glavninu zakonodavnih rješenja države Delaware, pa su velika javna dionička društva unatoč tome zadržala svoja sjedišta u Delawareu. Povjerenje “*klijenata*” svojeg prava društava Delaware je dobio mukotrpnim izgrađivanjem pravne sigurnosti, dugo i ustrajno gradeći sustav besprijeckorno dosljednih presedana, a ponajviše svojom bogatom bankom verziranih sudaca specijaliziranih za zahtjevno područje prava društava.²⁶ Natjecanje među zakonodavcima SAD-a na području prava društava dalo je uglavnom dobre rezultate i pridonijelo je bržem moderniziranju prava društava SAD-a u cjelini. Ne smije se međutim smetnuti s uma i negativne učinke te utakmice, a oni se sastoje u zakonodavnom pogodovanju određenim uskim, ali moćnim interesnim skupinama. Problem koji “*race to*

²⁴ Tako i Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 6.

²⁵ Suprotno stajalište za s hrvatskim pravom usporedivo njemačko pravo zastupa Hirte, *op. cit.* u bilj. 1, str. 167.

²⁶ Vidi Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 6, koji se poziva na Romano, R., *Law as Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 J. L., Econ & Org., 1985., str. 225 i 280.

the bottom” ne može mimoići jest tzv. “intrest group legislation”. Zadaća rada nije raspravljati o tome je li bilo interesnih utjecaja pri labavljenju prava prvenstva.

III. Kritika krutog, kogentnog pristupa pravu prvenstva

Kritika zakonskog prava prvenstva uzela je maha i u nama poredbenom njemačkom pravu. Nema sumnje, postupak povećanja temeljnog kapitala znatno je jednostavniji ako se pritom isključi pravo prvenstva. Nove dionice nude se tada javnom ponudom, upisuju se, plaćaju se novcem ili unošenjem uloga u stvarima i pravima te se naposljetku prenose novim ili starim dioničarima. Ostavi li se dioničarima pravo prvenstva, postupak povećanja temeljnog kapitala postaje znatno složeniji.²⁷ Dioničko društvo mora putem SKDD-a svakog svojeg dioničara pojedinačno obavijestiti o tome kako uz određenu naknadu ima pravo prvenstva upisa novih dionica društva razmjerno svojem dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva. Svaki dioničar zatim samostalno odlučuje hoće li iskoristiti svoje pravo prvenstva i sklopiti s društvom ugovor o upisu i uplati novih dionica, odnosno hoće li prodati drugome svoje pravo prvenstva ako je u pojedinom slučaju moguće posebno prodati to pravo. Jasno je da prosječan dioničar nije u stanju samostalno utvrditi što je tada njegov najbolji interes, pa će morati potražiti stručnu pomoć investicijskih bankara, a to je, dakako, skupo. Prije i poslije savjetovanja s bankarima i sam će o tome razbijati glavu, a to je, kako god da se okrene, isto tako skupo. Može se doduše reći kako trošak investicijskog savjetništva pogađa i potencijalne ulagatelje kad se nove dionice izdaju javnom ponudom, no pritom treba naglasiti da u potonjem postupku povećanja temeljnog kapitala u znatnijoj mjeri sudjeluju institucionalni ulagatelji, pa se već po samoj strukturi potencijalnih ulagatelja smanjuju troškovi savjetništva. Posebnost je naše poslovne prakse u tome što troškove SKDD prebacuje na dioničko društvo, dok te troškove u poredbenopravnoj praksi depozitne banke, koje imaju ulogu našeg SKDD-a, prebacuju mahom na dioničare.

Pedantni Amerikanci sustavno su proučavali kretanje tečaja dionica nakon povećanja temeljnog kapitala i zaključili su kako je cijena novih dionica u prosjeku viša ako se temeljni kapital povećao, a stari dioničari pritom nisu

²⁷ O toj složenosti lijepo piše Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 3, pozivajući se pritom na američka iskustva koja su primjenljiva i na našu pravnu i poslovnu praksu.

imali pravo prvenstva.²⁸ Burzovna trgovina pravima prvenstva u Njemačkoj, također, potvrđuje da je burzovna cijena prava prvenstva znatno niža od cijene izdavateljevih dionica.²⁹ Uobičajeni diskont, tj. marža, jednostavno ne može opravdati toliku razliku između cijene izdavateljevih dionica prije i poslije povećanja temeljnog kapitala. Gotovo jednodušno možemo zaključiti da povećani troškovi ostvarivanja prava prvenstva poskupljuju povećanje temeljnog kapitala, a samim time oni i ruše cijenu novih dionica u odnosu prema dotadašnjoj cijeni izdavateljevih dionica. Tržište i burza očito ne vole pravo prvenstva.

Ostavimo li po strani znatnije transakcijske troškove povećanja temeljnog kapitala uz ostvarivanje prava prvenstva suočit ćemo se s dodatnim komplikacijama. Ostvarivanje prava prvenstva zahtijeva, naime, puno više vremena nego što je to slučaj s povećanjem temeljnog kapitala kad je isključeno pravo prvenstva. Moment vremena, tj. žurnosti, iznimno je bitan kod povećanja temeljnog kapitala. Cijena izdavateljevih dionica nakon povećanja temeljnog kapitala padat će sve više što se više oteže s izdavanjem novih dionica. Trajanje povećanja temeljnog kapitala samo po sebi znatno utječe na cijenu dionica nakon što se poveća temeljni kapital. Problemi s vremenom dodatno dobivaju na težini uzme li se u obzir kako odluka o povećanju temeljnog kapitala mora sadržavati cijenu po kojoj će se izdavati nove dionice ili barem iznos ispod kojega se neće izdavati nove dionice. Pad tečaja izdavateljevih dionica postaje sve veći rizik što se dulje čeka na izdavanje novih dionica. Dionice imaju svoj tečaj i za cijelo vrijeme trajanja upisa i uplate novih dionica. Taj tečaj može pasti i ispod cijene po kojoj su se kanile izdati nove dionice, odnosno ispod cijene po kojoj su dioničari upisivali nove dionice koristeći svoje pravo prvenstva. Zbog pada tečaja novih dionica, prijeti neuspjeh cijelog povećanja temeljnog kapitala. Otezanje s izdavanjem novih dionica dodatno utječe na ionako iznimno volatilna kretanja cijena vrijednosnih papira na tržištima kapitala. Dionička društva mogu na dva načina braniti tečaj svojih dionica u postupku povećanja temeljnog kapitala. Ona mogu odmah u početku postaviti iznimno nisko cijenu ispod koje se neće izdavati nove dionice, a to naravno omogućuje izdavanje novih dionica ispod njihove tržišne vrijednosti. Dionička društva

²⁸ Navedeno prema Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 4, uz iscrpno navođenje američkih izvora. "Rights offerings", emisija novih dionica uz pravo prvenstva opterećuje tečaj izdavateljevih dionica teže nego što je to slučaj s "underwritten public offerings", emisijom novih dionica uz isključenje prava prvenstva.

²⁹ Navedeno prema Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 4.

mogu, s druge strane, u postupak povećanja temeljnog kapitala uključiti emisijsku banku ili emisijski konzorcij. Oni u tom slučaju preuzimaju na sebe rizik pada tečaja izdavateljevih dionica. Jasno je da će oni to prihvatiti samo ako zauzvrat dobiju odgovarajuću naknadu. Društvo treba tada pribaviti dodatna vlastita sredstva, a to u svakom slučaju dodatno poskupljuje povećanje temeljnog kapitala.³⁰ Ustraje li se na pravu prvenstva, znatno se otežava postupak preuzimanja stranih dioničkih društava. Pravo prvenstva može, naime, zapriječiti dioničkom društvu pristup na inozemno tržište kapitala ako svoje dionice mora ponajprije ponuditi svojim dioničarima u tuzemstvu.³¹ Prednosti inozemne emisije dionica trebale bi u načelu pružiti ozbiljan indicij o tome kako su se ispunile pretpostavke o sadržaju izvješća uprave iz čl. 308. st. 5. ZTD-a. Položaj domaćih dioničkih društava u globaliziranoj tržišnoj utakmici snažno slabi ako su ona prisiljena financirati preuzimanje stranih dioničkih društava isključivo u tuzemstvu. Posrijedi je snažan argument u prilog stajalištu o potrebi dodatnog omekšavanja u načelu krutog pristupa pravu prvenstva.

Kritika prava prvenstva ne staje na spomenutim razlozima, ona snažno pogđa samu pravopolitičku zadaću prava prvenstva, odnosno očuvanje jednakog dioničarovog sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva prije i nakon povećanja temeljnog kapitala.³² Pravo prvenstva još donekle ima tu zadaću u tzv. zatvorenim dioničkim društvima, no u velikim javnim dioničkim društvima ta zadaća sve više gubi na značenju. Sve se glasnije čuje kako je dioničaru na koncu potpuno svejedno hoće li u temeljnom kapitalu sudjelovati s primjericom 1/500.000 ili s 1/1.000.000.³³ Čak i kad bi to bilo drukčije, dioničar nije isključivo upućen na pravo prvenstva kako bi zadržao sudjelovanje u temeljnom kapitalu koje je imao prije povećanja temeljnog kapitala. Dioničari javnih dioničkih društava mogu u svako doba kupiti dionice svojeg društva na burzi i tako zadržati utjecaj koji su u društvu imali prije povećanja temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.³⁴

Sve se glasnije čuje teza da pravo prvenstva samo po sebi gubi tu svoju zadaću ako se nove dionice izdaju za cijenu po kojoj se trgovalo i starim dionicama. Pravo prvenstva tada neće spriječiti razvodnjavanje vrijednosti starih di-

³⁰ Vidi pobliže u: Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 4.

³¹ Vidi pobliže u: Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 4.

³² Vidi u tom smjeru Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 5.

³³ Vidi u tom smjeru Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 5.

³⁴ Vidi u tom smjeru Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 5. Za s nama usporedivo njemačko pravo vidi i stajalište Handelsrechtsausschluss des DAV, *op. cit.* u bilj. 1, str. 497.

onica jer nije ni došlo ni do kakvog razvodnjavanja njihove vrijednosti. Čemu primjerice štiti dioničare od pada vrijednosti njihovih dionica ako se nove dionice izdaju za 500 kuna, a starim se dionicama na burzi također trguje po toj istoj cijeni? Problem je u tome što u razdoblju između odluke o povećanju temeljnog kapitala uz pravo prvenstva upisa novih dionica dotadašnjih dioničara društva i faktičnog izdavanja novih dionica može doći do znatnog pada vrijednosti dionica društva. Cijena novih dionica društva daje se puno ažurnije utvrditi povećava li se temeljni kapital uz isključenje prava prvenstva. Samim time uklanja se i rizik pada vrijednosti dionica društva u postupku povećanja temeljnog kapitala. Glasno se stoga govori kako pravo prvenstva treba štiti dioničare od pada vrijednosti njihovih dionica, a do tog pada dolazi uglavnom zbog okolnosti vezanih uz emisiju novih dionica s pravom prvenstva!³⁵

Provedba prava prvenstva nameće određene troškove, to je jasno samo po sebi; dvojbena je međutim pretežu li na koncu koristi ili, pak, troškovi prava prvenstva. Isključenje prava prvenstva također otvara pitanje troškova, i to onih vezanih uz pobijanje odluka o povećanju temeljnog kapitala. Ti sudski postupci iziskuju znatne troškove koje na koncu, ovisno o ishodu spora, snosi društvo, članovi uprave, određeni dioničari ili, pak, svi dioničari. Rizik sudskih sporova svako treba uzeti u obzir kad se odlučuje o tome treba li isključiti pravo prvenstva, no ne treba naprečac zaključiti kako je pravo prvenstva uvijek manje zlo upravo zbog toga što su ti sporovi puno rjeđi daje li se dioničarima pravo prvenstva. Odgovor ovisi o okolnostima svakog pojedinog povećanja temeljnog kapitala. Ako društvo ne može pribaviti kapital ni na koji drugi način, jasno je da će se obratiti svojim dioničarima “nudeći” im pravo prvenstva. U obratnom slučaju to je još očitiije, društvo mora “ponuditi” pravo prvenstva svojim dioničarima kani li nove dionice izdavati bitno ispod trenutne burzovne cijene svojih dionica. Glavna skupština teško će zbog dioničarske raštrkanosti, a i dugotrajnosti postupka njezina sazivanja, baratati svim tim odlučujućim podacima. Uprava i nadzorni odbor igraju stoga važniju ulogu posredno – tako što će glavnu skupštinu kod redovnog povećanja temeljnog kapitala upoznati s činjenicama koje su potrebne za donošenje odluke o pravu prvenstva, ili neposredno – ako sami odlučuju o odobrenom povećanju temeljnog kapitala i o isključenju prava prvenstva. Žurnost je imperativ kani li se društvo danas financirati na tržištu kapitala. Može li pravo prvenstva usavršavanjem postojećeg prava bolje prionuti uz taj imperativ ili je pak zaista nužno da ga se rastereti njegove kogentnosti?

³⁵ Vidi u tom smjeru Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 5; Schlitt i Schäfer, *op. cit.* u bilj. 1.

IV. Pravo prvenstva upisa novih dionica u domaćem pravu društava

4.1. Pravna priroda i prenosivost prava prvenstva

Pravo prvenstva kao posebno člansko pravo dioničara treba razgraničiti prema konkretnoj tražbini s naslova prava prvenstva jednako kao što se razgraničuje i pravo na dividendu prema tražbini s naslova dividende. Općenito gledajući, pravo prvenstva neraskidivi je sastavni dio dioničareve članske pozicije pa stoga njime nije dopušteno samostalno raspolagati tako da ga se otuđi ili optereti. Treba, dakle, lučiti člansko pravo prvenstva od konkretnog prava prvenstva. Člansko pravo prvenstva podloga je svake konkretne tražbine dioničara prema društvu za upis novih dionica koja nastaje trenutkom donošenja odluke o nakani povećanja temeljnog kapitala.³⁶ Ta tražbina nastaje u trenutku kad predsjednik glavne skupštine proglasi da je odluka donesena, odnosno kad nadzorni odbor daje suglasnost na odluku uprave o nakani odobrenog povećanja temeljnog kapitala; te odluke nije, dakle, potrebno upisivati u sudski registar da bi nastala tražbina dioničara prema društvu na upis novih dionica. Tražbina tada nastaje pod odgovornim uvjetom da se zaista provede povećanje temeljnog kapitala. Ta tražbina daje se kao samostalno pravo otuđiti, može se na njoj provoditi ovrhu, može se opteretiti tako da ju se založi, a njome se može i oporučno raspolagati. Dioničar se ima pravo odreći svoje konkretne tražbine prema društvu, a koju je pribavio s naslova prava prvenstva kao svojeg članskog prava.³⁷

4.2. Ovlaštenici prava prvenstva

Tražbina s naslova članskog prava prvenstva prenosi se cesijom, u skladu s odredbom čl. 80. ZOO-a. Pravom prvenstva disponira u tom smislu imatelj prava prvenstva. Na temelju čl. 308. st. 1. ZTD-a ovlaštenik, tj. imatelj prava prvenstva, jest svaki imatelj dionica društva u trenutku kad društvo donese odluku o nakani povećanja temeljnog kapitala.³⁸ Također, dioničari s povlaštenim dionicama bez prava glasa imaju pravo prvenstva upisa novih dionica. Pravo prvenstva ne može im se isključiti statutom. Dijeli li više suimatelja

³⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu odgovarajućeg njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 5a; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1.

³⁷ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 21.

³⁸ Tako Barbić, J., *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

pojedinu dionicu kao pravna zajednica, pravo prvenstva pripada im zajednički (čl. 228. ZTD-a). Prijenos konkretne tražbine s naslova prava prvenstva moguće je ograničiti u skladu s čl. 227. ZTD-a, no tada treba ispuniti pretpostavke propisane čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a. Konkretno pravo prvenstva može se prenositi sve dok dioničar kao imatelj konkretnog prava prvenstva ne sklopi s dioničkim društvom ugovor o upisu novih dionica. Tražbina s naslova prava prvenstva time prestaje sukladno odredbi čl. 160. ZOO-a. Od tog trenutka imatelj prava prvenstva može se samo obvezati da će stjecatelju prenijeti nove dionice kad ih društvo izda. Dioničari ne mogu od društva zahtijevati da organizira burzovnu trgovinu pravima prvenstva upisa novih dionica.³⁹

Dioničko društvo nema pravo vući pravo prvenstva iz vlastitih dionica (čl. 235. ZTD-a). Vlastite dionice sudjeluju u povećanju temeljnog kapitala iz sredstava društva (čl. 336. st. 1. ZTD-a), no tada ionako nema prava prvenstva. Dioničko društvo nema pravo prvenstva ni u vezi s dionicama koje za njegov račun drži netko treći (čl. 237. u vezi s čl. 235. ZTD-a). U tim slučajevima dioničko društvo ne može ni samostalno otuđiti ili opteretiti konkretno pravo prvenstva. Na temelju čl. 237. reč. 2. ZTD-a, a u vezi s čl. 235. ZTD-a, zakonsko pravo prvenstva upisa novih dionica određenog dioničkog društva također nema ni o tom dioničkom društvu ovisno društvo, kao ni društvo u kojem dioničko društvo ima većinski udio, te kad ih stječe treća osoba koja djeluje u svoje ime, ali za račun ovisnoga društva ili društva u kojem dioničko društvo ima većinski udio.⁴⁰ Ni tada nije moguće samostalno otuđiti ni opteretiti konkretno pravo prvenstva. Nije utemeljeno suprotno manjinsko stajalište prema kojem u svim tim slučajevima doduše postoji zakonsko pravo prvenstva, no ono se ne može ostvarivati upisom novih dionica – a u skladu s čl. 219. st. 1. ZTD-a⁴¹ – već ga se tobože može iskoristiti samo tako da se samostalno otuđi ili optereti konkretno pravo prvenstva.⁴²

Kod društava s uzajamnim udjelima zakonsko pravo prvenstva može se ograničiti na četvrtinu temeljnog kapitala (čl. 511. st. 1. ZTD-a). Pravo prvenstva ne može se tada isključiti u vezi sa stjecanjem novih dionica pri povećanju temeljnog kapitala iz sredstava društva (čl. 511. st. 1. reč. 2. ZTD-a) zato što ga tada ni nema jer se nove dionice dodjeljuju dioničarima *ipso iure*. Sporno

³⁹ Tako LG Hamburg AG 1999, str. 382.

⁴⁰ U tom smislu vidi i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

⁴¹ Prema toj odredbi dioničko društvo ne smije upisivati vlastite dionice.

⁴² U tom suprotnom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Lutter, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 19.

je otpada li zakonsko pravo prvenstva ako društva prekrše svoje obveze obavještanja propisane čl. 478. st. 6. i čl. 511. st. 2. i st. 3. ZTD-a, vezano uz uspostavljanje koncerna.⁴³ Obje te odredbe propisuju da u tim slučajevima društva ne mogu ostvarivati prava iz dionica. Nije, naime, jasno miruje li pravo prvenstva u razdoblju dok društvo ne ispoštuje svoje obveze obavještanja ili ga pak društvo tada konačno gubi. Prevladava stajalište prema kojem društva tada konačno gube svoje pravo prvenstva.⁴⁴

Izgube li pojedini dioničari svoje zakonsko pravo prvenstva, ono se neće *ipso iure* povećati ostalim dioničarima razmjerno njihovu dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva.⁴⁵ Miruje li, međutim, pravo prvenstva iz vlastitih dionica, iskoristit će ga preostali dioničari razmjerno svojem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva.⁴⁶

4.2.1. Ovlaštenik prava prvenstva kad su dionice dane u plodouživanje

Ovlaštenik prava prvenstva jest dioničar, davatelj plodouživanja, a ne plodouživatelj dionica.⁴⁷ Tzv. konkretno pravo prvenstva ne može se, naime, podvesti pod plod, odnosno koristi u smislu čl. 203. st. 3. ZV-a, u vezi s čl. 8. ZV-a, a na kojima plodouživatelj ima stvarno pravo. Sporno je može li se posebnim pogodbama ugovora o osnivanju plodouživanja uspostaviti plodouživanje koje bi dovelo do rascjepljivanja članstva dioničara, odnosno davatelja plodouživanja, tako što bi se u plodouživanje posebno dalo i tzv. konkretno pravo prvenstva upisa novih dionica. Takvi dogovori u svakom slučaju nemaju stvarnopravne, apsolutne nego samo relativne obveznopravne učinke. Dioničar, tj. davatelj plodouživanja, sam odlučuje o tome hoće li upisati nove dionice ili će, pak, prenijeti svoje pravo prvenstva i tako ga iskoristiti. Upis novih dionica ne ovisi tada o plodouživateljevoj suglasnosti usprkos tome što dioničarevo suzdržavanje od korištenja prava prvenstva može dovesti do nepri-mjerenog pogoršavanja vrijednosti dionica kao objekta plodouživanja.⁴⁸ Treba

⁴³ Više o tome vidi sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 20 Rbr. 9 i § 21 Rbr. 4.

⁴⁴ Vidi Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 30.

⁴⁵ U tom smislu vidi i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

⁴⁶ Vidi Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 28.

⁴⁷ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

⁴⁸ Vidi u tom smislu izričito propisano pravilo § 1071. st. 2. BGB-a, koje se u tom slučaju prema vladajućoj njemačkoj pravnoj književnosti ne primjenjuje. U tom smjeru vidi Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 32. O primjeni pravila izričito propi-

li dioničar, tj. davatelj plodouživanja, isprave o dionici ili kuponske arke radi ostvarenja svojeg prava prvenstva, a oni se nalaze kod plodouživatelja, potonji ih je obvezan uručiti davatelju plodouživanja, tj. dioničaru, jer je to njegova sporedna obveza s naslova ugovora o osnivanju prava plodouživanja na dionicama. Upiše li dioničar, tj. davatelj plodouživanja, nove dionice, odnosno proda li on svoju konkretnu tražbinu s naslova općenitog prava prvenstva, plodouživateljevo pravo plodouživanja ne proteže se *ipso iure* i na tako stečene nove dionice, odnosno namaknuti utržak.⁴⁹ Plodouživatelj ima, međutim, tada pravo zahtijevati od dioničara, tj. davatelja plodouživanja, da mu pribavi pravo plodouživanja i na novim dionicama koje je stekao koristeći svoje pravo prvenstva, odnosno na utršku koji je namaknuo tako što je prodao svoje konkretno pravo prvenstva⁵⁰, i to na onom broju novih dionica, odnosno na onom iznosu utrška koji je razmjernan vrijednosti dionica u plodouživanju na temelju kojih je dioničar, tj. davatelj plodouživanja, iskoristio svoje pravo prvenstva, a ne na svim novim dionicama, odnosno na ukupnom utršku. Ako dioničar, tj. davatelj plodouživanja, to ne učini, plodouživatelj ga ima pravo tužiti za naknadu štete ako je zbog toga pala vrijednost dionica koje on ima u plodouživanju. Daruje li dioničar, tj. davatelj plodouživanja, svoje konkretno pravo prvenstva ili ga, pak, propusti iskoristiti, izlaže se odgovornosti za naknadu štete prema plodouživatelju.⁵¹

4.2.2. *Ovlaštenik prava prvenstva kad su dionice opterećene založnim pravom*

Opterete li se dionice založnim pravom, ovlaštenik prava prvenstva i nadalje je dioničar, odnosno založni dužnik, a ne založni vjerovnik.⁵² Dioničar, tj. založni dužnik, samostalno i slobodno odlučuje o tome hoće li svoje konkretno pravo prvenstva iskoristiti i upisati nove dionice ili će ga iskoristiti tako što će ga otuđiti i unovčiti. Za to mu nije potrebna suglasnost založnog vjerovnika.⁵³

sanog § 1071. st. 2. BGB-a u hrvatskom pravu vidi Miladin, P.; Markovinović, H., *Založno pravo na pravu*, PuG 4/2007, str. 113; Miladin, P., *Pravni položaj zalogoprimca poslovnih udjela u društvu s ograničenom odgovornošću*, ZPFZ 1-2/2008, str. 513 – 514.

⁴⁹ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

⁵⁰ U tom smislu vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223. Jasno je da davatelj plodouživanja ima pravo zahtijevati od plodouživatelja da mu se i utržak i nove dionice dadu u plodouživanje.

⁵¹ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 33.

⁵² Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 360 i 1223.

⁵³ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

Tvrđnja stoji unatoč tome što dioničarevo suzdržavanje od korištenja prava prvenstva može dovesti do neprimjerenog pogoršavanja vrijednosti dionica kao objekta založnog prava.⁵⁴ Treba li dioničar, tj. založni dužnik, isprave o dionici ili kuponske arke radi ostvarenja svojeg prava prvenstva, a oni se nalaze kod založnog vjerovnika, potomji ih je obvezan uručiti dioničkom društvu, a ne založnom vjerovniku, jer čl. 344. st. 2. ZV-a u načelu predviđa prestanak zaloga vrati li založni vjerovnik založnom dužniku predmet zaloga. Upiše li dioničar, tj. založni dužnik, nove dionice, odnosno proda li on svoju konkretnu tražbinu s naslova općenitog prava prvenstva, zalogoprimčevo založno pravo ne proteže se *ipso iure* i na tako stečene nove dionice, odnosno na utržak koji je namaknut otuđenjem konkretnog prava prvenstva.⁵⁵ Iznimka je povećanje temeljnog kapitala iz sredstava društva kad nove dionice založnog dužnika *ipso iure* tereti založno pravo založnog vjerovnika u dijelu u kojem se one odnose na dionice koje je založni dužnik već dao u zalog,⁵⁶ no tada zapravo ni nema prava prvenstva. Ako se založni vjerovnik i založni dužnik ne dogovore drukčije, založni vjerovnik ima, međutim, tada pravo zahtijevati od dioničara, tj. založnog dužnika, da mu pribavi pravo zaloga i na novim dionicama koje je stekao koristeći svoje pravo prvenstva, odnosno na utršku koji je namaknuo tako što je prodao svoje konkretno pravo prvenstva⁵⁷, i to na onom broju novih dionica, odnosno na onom iznosu utrška koji je razmjeran vrijednosti dionica u zalogu na temelju kojih je dioničar, tj. založni dužnik, iskoristio svoje pravo prvenstva, a ne na svim novim dionicama, odnosno na ukupnom utršku. Daruje li dioničar, tj. založni dužnik, svoje konkretno pravo prvenstva ili ga, pak,

⁵⁴ Vidi u tom smislu izričito propisano pravilo § 1276 st. 2. BGB-a, koje se u tom slučaju prema vladajućoj njemačkoj pravnoj književnosti ne primjenjuje. U tom smjeru vidi Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 32. O primjeni pravila izričito propisanog § 1276. st. 2. BGB-a, kao i onog propisanog § 1071. st. 2. BGB-a, koje se tiče plodouživanja, a o kojem je bilo riječi pod 4. 2. 1., u hrvatskom pravu vidi Miladin, P.; Markovinović, H., *Založno pravo na pravu*, PuG 4/2007, str. 113; Miladin, P., *Pravni položaj zalogoprimca poslovnih udjela u društvu s ograničenom odgovornošću*, ZPFZ 1-2/2008, str. 513 – 514.

⁵⁵ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 360 u konačnici te izričito na str. 1223, 1224. Suprotno pogrešno stajalište zastupao je P. Miladin u: Miladin i Markovinović, *op. cit.* u bilj. 54, str. 135., u vezi s izlaganjima na str. 130, a na temelju pogrešnog poistovjećivanja prava prvenstva s pripadnostima dionice kao predmeta zaloga u smislu čl. 301. st. 4. ZV-a.

⁵⁶ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 360.

⁵⁷ U tom smislu vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223. Jasno je da plodouživatelj ima pravo zahtijevati od plodouživatelja da mu se i utržak i nove dionice dadu u plodouživanje.

propusti iskoristiti, izlaže se odgovornosti za naknadu štete prema založnom vjerovniku.⁵⁸

4.2.3. *Ovlaštenik prava prvenstva kad su dionice fiducijarno prenesene radi osiguranja*

Ne propisuje li fiducijarni sporazum drukčije, pravo prvenstva ostvaruje onaj kome su dionice fiducijarno prenesene radi osiguranja, a ne dioničar koji je svoje dionice fiducijarno prenio i tako prestao biti dioničarom.⁵⁹ Fiducijar je, međutim, obvezan iskoristiti pravo prvenstva tako da upiše nove dionice samo ako mu fiducijant osigura za to potrebna sredstva.⁶⁰ Ako fiducijant to ne učini, fiducijar, tj. dioničar, odlučuje po svojem nahođenju hoće li upisati nove dionice ili će, pak, otuđiti i unovčiti konkretno pravo prvenstva. Nove dionice, odnosno utržak namaknut otuđenjem i unovčenjem konkretnog prava prvenstva, u cijelosti pripadaju fiducijaru te ih on, također, stječe radi osiguranja tražbine koju ima prema fiducijantu iz temeljnog odnosa. Utržak smije iskoristiti za prijevremeno namirenje svoje tražbine iz osnovnog odnosa s fiducijantom samo ako je to posebno dogovoreno fiducijarnim sporazumom, inače utržak smije koristiti radi namirenja te tražbine samo ako je tražbina iz temeljnog odnosa dospjela.⁶¹ Fiducijar je punopravni dioničar, pa stoga nije bitno je li nove dionice fiducijar sam platio ili mu je za to sredstva pribavio fiducijant, a nije bitno ni to odgovara li broj novih dionica, odnosno iznos utrška vrijednosti dionica koje su početno bile u fiduciji, tj. povjerenstvu, a na temelju kojih je dioničar, tj. fiducijar, iskoristio svoje pravo prvenstva. Nije, dakle, opravdana konstrukcija prema kojoj bi tada bilo moguće – kao kod zaloga – da se fiducija ne protegne na sve nove dionice, odnosno na ukupan utržak namaknut otuđenjem i unovčenjem konkretnog prava prvenstva.⁶² Fiducijant eventualno, sukladno temeljnom sporazumu o zasnivanju fiducijarnog osiguranja ili prema svojim općim uvjetima poslovanja, ima tada prema fiducijaru obveznopravni zahtjev da mu prenese onaj višak novih dionica, odnosno utrška, koji nadilazi razumno osiguranje tražbine koju prema njemu ima iz temeljnog odnosa.

⁵⁸ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 33.

⁵⁹ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224. O nelogičnostima zakonskog uređenja fiducijarnog prijenosa dionica u svrhu osiguranja sa stajališta čl. 278. st. 3. OZ-a vidi pobliže u: Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 361 i 362.

⁶⁰ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

⁶¹ Vidi u tom smislu i čl. 337. st. 5. ZV-a. Tako Peifer, *op. cit.* bilj. 1, § 186 Rbr. 35.

⁶² Suprotno stajalište zastupa Peifer, *op. cit.* bilj. 1, § 186 Rbr. 35.

Treba li dioničar, tj. fiducijar, kuponske arke radi ostvarenja svojeg prava prvenstva, a oni se nalaze kod fiducijanta, potonji ih je obvezan dati fiducijaru. Povrijedi li tu svoju obvezu, fiducijant odgovara fiducijaru za naknadu time nanesene štete.

4.2.4. *Ovlaštenik prava prvenstva kad su dionice predmet sukcesivnog nasljeđivanja u smislu čl. 226., čl. 229. ZN-a*

Pripadaju li dionice u ostavinu u vezi s kojom je ostavitelj odredio prethodnog i potonjeg nasljednika u smislu čl. 226., čl. 229. ZN-a, konkretno pravo prvenstva upisa novih dionica po načelu stvarnopravne surogacije⁶³, također, pripada u ostavinu dok se ne ostvari uvjet, odnosno dok ne dospije rok kad potonji nasljednik postane punopravni, jedini nasljednik. Prvotnom nasljedniku pravo prvenstva ne pripada osobno jer pravo prvenstva nije plod, odnosno korist u smislu čl. 8. ZV-a. Prvotni nasljednik dionica ovlašten je, međutim, po prirodi svojeg pravnog položaja⁶⁴, koristiti se pravom prvenstva tako da upiše nove dionice ili tako da ga otuđi i unovči. On je pritom obvezan uredno upravljati dionicama kao naslijeđenim dobrom, čuvajući njihovu vrijednost i računajući s tim da su one u konačnici namijenjene potonjem nasljedniku. Prethodni nasljednik dionica ima, dakle, šire ovlasti od plodouživatelja dionica.⁶⁵ Daruje li prethodni nasljednik konkretno pravo prvenstva ili ga, pak, propusti iskoristiti, to ne proizvodi pravne učinke prema potonjem nasljedniku.⁶⁶ Ako prethodni nasljednik otuđi i unovči konkretno pravo prvenstva, utržak po načelu stvarnopravne surogacije pripada u ostavinu. Upiše li prethodni nasljednik nove dionice, sredstva za uplatu novih dionica može izdvojiti iz ostavine. Izdvoji li on svoja sredstva za uplatu novih dionica, potonji nasljednik obvezan mu ih je nadoknaditi kad se ostvari uvjet, odnosno kad dospije rok koji ga promiče u punopravnog, jedinog nasljednika.⁶⁷

⁶³ O surogaciji sa stajališta čl. 89. ZIF-a i čl. 638. ZOO-a vidi Miladin, P., *Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitne banke*, Zbornik 47. susreta pravnika, Zagreb, 2009., str. 377 i dalje.

⁶⁴ Vidi izričito pravilo o tome u § 2112 BGB-a koje manjka u ZV-u.

⁶⁵ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 13. Suprotno tome Gavella, N.; Belaj, V., *Nasljedno pravo*, 3. izmijenjeno izdanje, Zagreb, 2008., str. 358, općenito izjednačavaju ovlasti prvotnog nasljednika s plodouživateljevim ovlastima.

⁶⁶ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36.

⁶⁷ U tom smislu vidi općenito Gavella i Belaj, *op. cit.* u bilj. 1, str. 360, 361.

4.2.5. *Ovlaštenik prava prvenstva kad su dionice dane banci u depozit*

Pohrani li dioničar svoje dionice u otvoreni depozit banke, on i nadalje ostaje dioničar, pa prema tome i ovlaštenik prava prvenstva. Banka je obvezna obavijestiti svojeg klijenta, tj. dioničara, o potankostima vezanim uz korištenje njegovog prava prvenstva. Ta obveza temelji se na neposrednom dogovoru s klijentom, tj. dioničarom, a u nedostatku tog dogovora na zakonskim obvezama obazrivosti koje je banka općenito dužna uvažavati poslujući sa svojim klijentima, tj. deponentima dionica. Banka u načelu nije ovlaštena samostalno koristiti pravo prvenstva ako joj klijent ne dađe uputu što poduzeti u vezi s korištenjem njegova prava prvenstva. Bilo bi dobro da banke svojim općim uvjetima poslovanja propišu da konkretno pravo prvenstva treba otuđiti i unovčiti po najpovoljnijoj mogućoj cijeni ako klijent, tj. dioničar, do određenog roka prije zatvaranja trgovine pravima prvenstva ne dađe banci nikakvu uputu o korištenju svojeg prava prvenstva.⁶⁸

4.3. *Općenito o ostvarivanju prava prvenstva*

Odredba čl. 308. st. 1. ZTD-a govori o tome da se pravo prvenstva daje onome ovlašteniku "koji to zatraži". Pravo prvenstva ostvaruje se, dakle, očitovanjem volje o tome da se kani koristiti pravo prvenstva. Volju o tome treba očitovati dioničkom društvu, i za to se ne zahtijeva nikakav poseban oblik.⁶⁹ Prispjećem volje društvu, društvo preuzima obvezu podastrijeti ovlašteniku prava prvenstva ponudu za upis dionica, odnosno staviti mu na raspolaganje informacije i isprave koje ovlašteniku omogućuju da u skladu s čl. 307. ZTD-a društvu u pisanom obliku očituje kao ponudu svoju volju o upisu novih dionica.⁷⁰ Ako društvo zatim neopravdano otkloni sklopiti s ovlaštenikom ugovor o upisu novih dionica, odgovarat će mu za naknadu štete po mjerilima o naknadi negativnog pogodbenog interesa, i to s naslova odgovornosti na temelju odnosa povjerenja.⁷¹ Nove dionice razdijelit će se ovlaštenicima u smislu čl. 308. st. 1. ZTD-a tek u času sklapanja ugovora o upisu novih dionica. Primjereno tome, ovlaštenik nije preuzeo obvezu da

⁶⁸ Vidi u tom smislu br. 15 st. 1. reč. 2. njemačkih AGB-WPG.

⁶⁹ Vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

⁷⁰ Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224, smatra da time dioničar, tj. ovlaštenik, stječe pravo sklopiti s društvom ugovor o upisu novih dionica.

⁷¹ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 40.

društvu s naslova čl. 307. ZTD-a u pisanom obliku očituje kao ponudu svoju volju o upisu novih dionica samim time što je društvu očitovao volju o tome da se kani koristiti pravom prvenstva. *Ratio legis* odredbe čl. 307. ZTD-a kosi se sa suprotnim stajalištem koje izjednačuje te dvije različite ovlaštenikove volje. Izjednače li se ta dva čina volje, pisani oblik upisnice nametnut odredbom čl. 307. ZTD-a gubi smisao. Ovlaštenikovo "traženje" s naslova čl. 308. st. 1. ZTD-a jednostavno nema tu poslovnopravnu težinu koju ima pisana izjava s naslova čl. 307. st. 1. ZTD-a.⁷² Nema zapreke da se obje volje dadu društvu istodobno, primjerice potpisivanjem upisnice. Uvjeti pod kojima se koristi pravo prvenstva mogu propisati da se oba očitovanja daju istodobno.

4.4. Rok za ostvarenje prava prvenstva

Za ostvarenje prava prvenstva mora se odrediti rok od najmanje 14 dana (čl. 308. st. 1. ZTD-a). Čl. 29. st. 3. reč. 3. II. Koordinacijske smjernice Europskih zajednica od 13. prosinca 1978. određuje taj rok kao kogentan i prekluzivan, s tim da je dopušteno odrediti dulji rok. Rok služi tome da društvo unutar stanovitog vremena bude načistu u kojem su opsegu dioničari, tj. ovlaštenici, ostvarili svoje pravo prvenstva. Rok se tiče samo dioničareva očitovanja volje, traženja s naslova čl. 308. st. 1. ZTD-a. Uvjeti pod kojima se koristi pravo prvenstva mogu propisati da se u tom roku društvu treba očitovati i ovlaštenikova pisana izjava volje s naslova čl. 307. ZTD-a. Statutom je dopušteno općenito odrediti rok u kojem društvu treba očitovati ovlaštenikovu pisanu izjavu volje s naslova čl. 307. ZTD-a. Ne odredi li se rok statutom, odredit će ga svojom odlukom glavna skupština; a ako ni ona to ne učini, rok će odrediti uprava. Rok na temelju čl. 308. st. 3. ZTD-a treba objaviti u glasilu društva. Dade li se ovlaštenicima dulji rok za ostvarenje prava prvenstva, treba se obazreti na trenutak kad upis prestaje obvezivati ako se do tada ne upiše u sudski registar da je provedeno povećanje temeljnog kapitala (čl. 307. st. 1. toč. 4. ZTD-a). Ne obazre li se društvo na to, prijeti opasnost da mu uzmanjka vremena za plasiranje novih dionica koje ovlaštenici nisu upisali. Ako rok uopće nije određen, rok od 14 dana iz čl. 308. st. 1. ZTD-a nije mjerodavan, već ovlaštenici mogu ostvarivati svoje pravo prvenstva sve dok društvo ne podnese prijavu za upis provedenog povećanja temeljnog kapitala društva u sudski regi-

⁷² U tom smjeru vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 14; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38.

star.⁷³ Tada je prethodno spomenuti rizik neizbježan, pa će uprava odgovarati društvu za naknadu štete koja je nastala time što je društvu uzmanjkalo vremena za plasiranje novih dionica koje dioničari, tj. ovlaštenici, nisu upisali. Rok najprije počinje teći kad ga se sukladno čl. 308. st. 3. reč. 1. ZTD-a objavi u glasilu društva. Tad i počinje teći ne odredi li društvo drukčije. Društvo može, naime, statutom, odlukom glavne skupštine ili odlukom uprave odrediti da rok počinje teći i kasnije. Kad rok ističe računa se prema čl. 300. ZOO-a. Rok će se očuvati samo ako dioničar, tj. ovlaštenik, unutar roka očituje društvu svoju volju o ostvarivanju prava prvenstva. Dioničar je obvezan precizno odrediti u kojem opsegu kani upisati nove dionice. Sam upis ne treba uslijediti unutar spomenutog roka, osim ako uvjeti pod kojima se koristi pravo prvenstva ne propisuju da se oba očitovanja – i ono s naslova čl. 308. st. 1. i ono s naslova čl. 307. st. 1. ZTD-a – daju istodobno.

Ne iskoristi li dioničar pravo prvenstva u za to određenome prekluzivnom roku, on ga gubi.⁷⁴ Iznimke su moguće propišu li, primjerice, banke svojim općim uvjetima poslovanja da konkretno pravo prvenstva treba otuđiti i unovčiti po najpovoljnijoj mogućoj cijeni ako klijent, tj. dioničar, do određenog roka prije zatvaranja trgovine pravima prvenstva ne daje banci nikakvu uputu o korištenju svojeg prava prvenstva.⁷⁵ Društvo u pravilu slobodno raspolaže dionicama koje ovlaštenici nisu upisali. Dionice koje ovlaštenici nisu upisali neće se stoga u pravilu nuditi dioničarima koji su to svoje pravo iskoristili. Društvo je pritom dužno voditi računa o tome da te neupisane nove dionice unovči što je moguće povoljnije; ponajprije se, dakle, vodi interesima društva za što povoljnijim financiranjem. Ako ovlaštenici koji nisu iskoristili svoje pravo prvenstva ipak upišu nove dionice u drugom krugu upisa, na njih će u tom drugom krugu otpasti pravo upisa novih dionica upravo u mjeri u kojoj na to imaju pravo i dioničari koji su svoje pravo iskoristili u cijelosti već u prvom krugu upisa.

4.5. Zaštita od kršenja prava prvenstva

4.5.1. *Zaštita od kršenja prava prvenstva prije upisa provedenog povećanja temeljnog kapitala u sudski registar*

Zakonsko pravo prvenstva krši se očituje li ovlaštenik valjano i pravovremeno društvu svoj interes za korištenjem tog svojeg prava u smislu čl. 308. st.

⁷³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 15; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 42.

⁷⁴ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

⁷⁵ Vidi u tom smislu br. 15 st. 1. reč. 2. njemačkih AGB-WPG.

1. ZTD-a i svoju volju o upisu novih dionica u smislu čl. 307. st. 1. ZTD-a, a društvo unatoč tome odbije s njim sklopiti ugovor o upisu novih dionica kojim on pribavlja prema društvu konkretno pravo prvenstva.⁷⁶ Zakonsko pravo prvenstva krši se i kad društvo s ovlaštenikom sklopi ugovor o upisu novih dionica kojim on pribavlja prema društvu konkretno pravo prvenstva, ali društvo ovlaštenika sukladno čl. 309. st. 3. toč. 1. ZTD-a ne zavede u popisu upisnika.

Očuvaju li se postojeći odnosi među dioničarima, pravo prvenstva nije povrijeđeno preuzme li društvo na temelju ugovora o upisu novih dionica obvezu pribaviti ovlašteniku uz odgovarajuću protučinidbu više dionica nego što ima pravo izdati u postupku povećanja temeljnog kapitala. Zakonsko pravo prvenstva preostalih dioničara utoliko je zaštićeno rezervom koju postavlja čl. 308. st. 2. ZTD-a. Ne može se, naime, nekome dati pravo prvenstva ako pritom nije očuvano zakonsko pravo prvenstva postojećih, starih dioničara na upis. Dade li uprava bilo kakva osiguranja, poput sklapanja predugovora o pravu prvenstva upisa novih dionica, onima koji mimo reda preskaču zakonska prava prvenstva postojećih dioničara – pa bili to i sami dioničari! – to neće imati nikakav učinak prema društvu.⁷⁷

Zakonsko pravo prvenstva ne krši se ako se u sudski registar iz bilo kojeg razloga ne upiše odluka o tome da je povećanje temeljnog kapitala provedeno (čl. 309. st. 1. ZTD-a). Tražbina ovlaštenika prema društvu s naslova prava prvenstva otpočeka po prirodi stvari ovisi, naime, o tome da se nove dionice kao buduće pravo zaista i izdaju, tj. nastanu, odnosno da društvo faktično provede povećanje temeljnog kapitala.

Temeljni kapital valjano je povećan unatoč povredama zakonskog prava prvenstva upiše li se u sudski registar sukladno čl. 309. i čl. 310. ZTD-a da je provedeno povećanje temeljnog kapitala.⁷⁸ Preskočeni dioničari, tj. ovlaštenici, ne sudjeluju u povećanju temeljnog kapitala upiše li se u sudski registar sukladno čl. 309. i čl. 310. ZTD-a da je provedeno povećanje temeljnog kapitala. Upiše li se povećanje temeljnog kapitala u sudski registar (čl. 310. ZTD-a) dioničari su samo oni s kojima je društvo sklopilo ugovor o upisu novih dionica, neovisno o tome što su oni sa svojim pravom prvenstva preskočili neke preče ovlaštenike prava prvenstva. Ovlaštenik prava prvenstva mora stoga ostvariti svoju tražbinu s naslova konkretnog prava prvenstva prije nego što društvo upiše u

⁷⁶ Vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 17; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 52.

⁷⁷ Vidi u tom smislu izričito pravilo § 187 st. 2. njemačkog AktG-a, koje na odgovarajući način treba primijeniti i pri tumačenju čl. 308. st. 2. ZTD-a.

⁷⁸ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

sudski registar sukladno čl. 310. ZTD-a da je provedeno povećanje temeljnog kapitala. Preskoćeni, isključeni ovlaštenik prava prvenstva mora, dakle, tužiti društvo te pritom nužno zahtijevati izdavanje privremene mjere – u skladu s odredbama OZ-a – kojom od suda zahtijeva da društvu naloži suzdržati se od sklapanja ugovora o upisu novih dionica s osobama koje njemu i drugim ovlaštenicima mimo reda preskaču zakonska prava prvenstva.⁷⁹

4.5.2. *Zaštita od kršenja prava prvenstva poslije upisa provedenog povećanja temeljnog kapitala u sudski registar*

Dioničar, tj. ovlaštenik, ima pravo od društva zahtijevati samo naknadu štete upiše li se u sudski registar sukladno čl. 309. i čl. 310. ZTD-a unatoč povredama njegova zakonskog prava prvenstva da je provedeno povećanje temeljnog kapitala.⁸⁰ Naturalna restitucija moguća je samo ako društvo ima vlastite dionice i ako njima ne mora raspolagati na neki drugi način, primjerice ako ih je steklo da bi ih podijelilo svojim zaposlenicima pa ih u propisanom roku ne prenese tim osobama (čl. 233. st. 3. toč. 2. ZTD-a). Ovlaštenik će se obešteti u novcu stekne li društvo vlastite dionice za neke točno određene namjene u ostalim slučajevima propisanim u čl. 233. st. 3. ZTD-a.⁸¹ Šteta se sastoji u troškovima koje ovlaštenik treba izdvojiti kako bi nekim drugim za to najpogodnijim putem stekao dionice društva. Od tih troškova treba po prirodi stvari odbiti iznos koji bi ovlaštenik bio izdvojio da je od društva bio pribavio nove dionice s naslova svojeg zakonskog prava prvenstva.⁸² Kad društvo naknadi ovlašteniku štetu, ima se pravo s naslova čl. 252. ZTD-a regresirati od članova uprave ako je uprava svojim postupcima i radnjama prouzročila povredu zakonskog prava prvenstva.

4.6. Obveze objavljivanja (čl. 308. st. 3. ZTD-a)

4.6.1. *Općenito*

Čl. 308. st. 3. ZTD-a propisuje obvezu objavljivanja samo kad dioničari imaju neposredno pravo prvenstva. Kad dioničari imaju posredno pravo pr-

⁷⁹ U tom smislu sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 17.

⁸⁰ Tako i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

⁸¹ U tom smjeru i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224, 1225.

⁸² U tom smjeru i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224.

venstva primjenjuje se čl. 308. st. 6. reč. 2. ZTD-a. Uprava je u svakom slučaju odgovorna za ta objavljivanja. Mora se objaviti iznos za koji se izdaju dionice ili osnove za njegovo određivanje (čl. 308. st. 3. reč. 1. ZTD-a). Kad se pravo prvenstva isključuje samo djelomično, treba objaviti samo iznos za koji se izdaju one dionice za koje i dalje vrijedi zakonsko pravo prvenstva.⁸³ Mora se dalje objaviti i rok propisan čl. 308. st. 1. ZTD-a. Odnosi li se taj rok osim na očitovanje volje o traženju prava prvenstva i na očitovanje pisane izjave volje u smislu čl. 307. st. 1. ZTD-a, i to se mora objaviti. Osim tih podataka koji su izričito propisani čl. 308. st. 2. ZTD-a, moraju se po prirodi stvari objaviti i najnužniji podaci o tome da je donesena odluka o povećanju temeljnog kapitala, za koji iznos se kani povećati temeljni kapital i u kojem omjeru dioničari imaju pravo koristiti svoje pravo prvenstva. U suprotnom bi objavljivanje bilo nepotpuno jer je samo uz pomoć tih rubnih informacija dioničar u stanju prosuditi što je u njegovu najboljem interesu, kako se postaviti u vezi s korištenjem prava prvenstva.⁸⁴ Spomenute podatke društvo u svakom slučaju treba objaviti u Narodnim novinama (čl. 174. ZTD-a). Ako je tako propisano statutom treba ih objaviti i u drugom glasilu društva, odnosno putem elektroničkih informacijskih medija. Smatra se da su podaci valjano objavljeni protekom onoga dana kad izađe posljednje glasilu, odnosno elektronički informacijski medij u kojem su oni bili objavljeni.⁸⁵ Objavi li društvo podatke na svojoj mrežnoj stranici, preporučljivo je precizno dati do znanja kad su (u smislu čl. 308. st. 3. ZTD-a) točno podaci stavljeni na mrežnu stranicu dioničkog društva kako bi se sa sigurnošću znalo što je kasnije objavljeno.

Spomenuti podaci mogu se objaviti i prije nego što društvo upiše u sudski registar odluku o nakani povećanja temeljnog kapitala (čl. 306. st. 1. ZTD-a) s obzirom na to da se ta odluka ionako može upisati u sudski registar zajedno s provedenim povećanjem temeljnog kapitala (čl. 309. st. 4. ZTD-a). Objave li se spomenuti podaci sukladno čl. 308. st. 3. ZTD-a prije nego što društvo upiše u sudski registar odluku o nakani povećanja temeljnog kapitala, to nije potrebno posebno naglašavati u objavi jer pravo prvenstva ne ovisi o upisu u sudski registar odluke o nakani povećanja temeljnog kapitala.⁸⁶

⁸³ Tako Lutter, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 46; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 19.

⁸⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 19; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 50.

⁸⁵ U tom smjeru općenito Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 148.

⁸⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 19; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 45.

4.6.2. *Objava iznosa za koji se izdaju dionice ako su navedene samo osnove za njegovo određenje*

Podatak o iznosu za koji se izdaju dionice može izostati objave li se osnove za njegovo određivanje. Iznos za koji se dionice izdaju mora se tada objaviti najkasnije tri dana prije isteka roka za upis dionica (čl. 308. st. 3. reč. 2. ZTD-a). Društvu je, dakle, dopušteno utvrditi iznos za koji se izdaju nove dionice i u onim *Bookbuilding* postupcima u kojima nije isključeno pravo prvenstva. Fleksibilnost ovog zakonskog rješenja u najvećoj mogućoj mjeri vodi računa o aktualnim tržišnim prilikama koje utječu na kretanje cijene novih dionica. Ovo pravilo preuzeto je u ZTD iz § 186 st. 2. reč. 2. njemačkog AktG-a, a tamo je preuzeto na preporuku njemačke Komisije za *Corporate Governance*.⁸⁷ Pravilo rasterećuje dionička društva od rizika volatilnosti cijene novih dionica jer se sigurnosni odmak pri određivanju iznosa za koji se izdaju nove dionice – zbog fleksibilnije obveze objavljivanja u roku od najkasnije tri dana prije isteka roka za upis novih dionica – postavlja bitno niže nego što bi se inače postavio kad bi obveze objavljivanja trebalo ispoštovati prije, a u skladu s pravilom iz čl. 308. st. 3. reč. 1. ZTD-a. *Ratio legis* ove odredbe srodan je utoliko rezonu § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno odgovarajućem nepisanom pravilu hrvatskog prava društava.⁸⁸ Odredba čl. 308. st. 3. reč. 2. ZTD-a sretno je međutim pogođena – za razliku od § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a – jer o interesima društva ne vodi računa nauštrb dioničara. Rješenje čl. 308. st. 3. reč. 1. ZTD-a izravan je uspješan odgovor na kritike kogentnog zakonskog prava prvenstva sa stajališta presporog reagiranja povećanja temeljnog kapitala uz korištenje prava prvenstva na čudljiva kretanja tržišta kapitala.⁸⁹ Iznos za koji se izdaju nove dionice mora se najkasnije tri dana prije isteka roka za upis novih dionica objaviti u glasilu društva, ali uz to obvezno i putem elektronskog informativnog medija. Preporučljivo je da društvo iznos za koji se izdaju nove dionice objavi tada na svojoj mrežnoj stranici i da precizno dade dioničarima do znanja kad su u smislu čl. 308. st. 3. reč. 2. ZTD-a točno podaci stavljeni na mrežnu stranicu dioničkog društva. Društvo treba imati svoju početnu mrežnu stranicu.

⁸⁷ Vidi Schlitt i Seiler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 2176.

⁸⁸ O tome vidi pobliže pod 5. 5. 1.

⁸⁹ U tom smjeru i Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 58. O toj kritici vidi pod III.

V. Isključenje prava prvenstva

5.1. Formalne pretpostavke isključenja prava prvenstva

5.1.1. *Isključenje prava prvenstva sastavni je dio odluke o povećanju temeljnog kapitala*

Pravo prvenstva može se isključiti samo u okviru odluke glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala ulozima. Isključenje prava prvenstva neodvojivi je sastavni dio odluke glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala ulozima.⁹⁰ Isključivo glavna skupština ovlaštena je odlučivati o isključenju prava prvenstva, i to u strogo propisanom postupku – zajedno s odlukom o povećanju temeljnog kapitala. Pravo prvenstva nije, dakle, dopušteno isključiti nekakvom samostalnom odlukom glavne skupštine, statutom ili, pak, odlukom uprave i/ili nadzornog odbora, osim u slučaju odobrenog povećanja temeljnog kapitala.⁹¹ Odluka o isključenju prava prvenstva treba u pravilu biti izričita, no nema zapreke da se to iznimno učini i konkludentno. Djelomično ograničenje prava prvenstva posrijedi je: suzi li se odlukom glavne skupštine krug potencijalnih upisnika novih dionica na radnike ili na dioničare koji su kadri nove dionice uplatiti isključivo unosom stvari, prepusti li se upravi i nadzornom odboru da sami odluče o tome kome će se dopustiti upis novih dionica, kao i onda kad se odlukom glavne skupštine za određeni ili određivi dio novih dionica utvrdi da je višak te se ujedno i propiše kojim će se redom upisivati taj višak.⁹²

5.1.2. *Većina potrebna za isključenje prava prvenstva i ostale pretpostavke*

Na temelju čl. 308. st. 4. ZTD-a odluka o isključenju prava prvenstva donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine glasova temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju te odluke, s tim da se pritom trebaju ispuniti i pretpostavke koje se zakonom ili statutom zahtijevaju za donošenje odluke o povećanju temeljnog kapitala. Statutom se može odrediti da je za to potrebna veća većina, a može se zahtijevati i ispunjenje dodatnih pretpostavki.⁹³ Veća većina i dodatne pretpostavke tiču se tada i

⁹⁰ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 20; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 60.

⁹¹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 20; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 61.

⁹² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 20. O spomenutom višku novih dionica vidi pobliže pod 5. 2. 3. a).

⁹³ Tako čl. 308. st. 4. reč. 3. ZTD-a.

odluke o povećanju temeljnog kapitala i odluke o isključenju prava prvenstva, jer one čine cjelinu.

Može se, primjerice, statutom propisati kvorum potreban pri izglasavanju odluke o povećanju temeljnog kapitala ulozima kojom se kani isključiti, tj. ograničiti pravo prvenstva. Naknadnim izmjenama statuta nije dopušteno fiktivno onemogućiti postizanje tog propisanog kvoruma. Statutom se može kao uvjet propisati suglasnost poimence propisanih dioničara, tj. imatelja određenih dionica ili, pak, dioničara određenog roda dionica. U načelu je dopušteno propisati da je za izglasavanje odluke o povećanju temeljnog kapitala kojom se isključuje, tj. ograničuje pravo prvenstva potrebno pribaviti suglasnost svih dioničara. Ni tako strogo postavljena suglasnost ne smije fiktivno isključiti naknadnu mogućnost izmjena statuta u tom dijelu. Kao uvjet, tj. kao dodatnu pretpostavku, nije dopušteno propisati suglasnost trećega, primjerice nadzornog odbora, uprave, drugog internog odbora ili treće strane koja nema veze s društvom, zato što se takve odredbe protive autonomnom pravu glavne skupštine da odlučuje o statutu.⁹⁴

Utoliko je riječ o posebnoj odredbi kojom se ograničuje primjena opće odredbe čl. 304. st. 1. reč. 2. ZTD-a, a po kojoj je većinu potrebnu za donošenje odluke o povećanju temeljnog kapitala ulozima moguće u načelu "spustiti" do većine glasova koji predstavljaju najmanje dvije trećine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Kad se temeljni kapital povećava uz isključenje prava prvenstva nije, dakle, moguće primijeniti čl. 304. st. 1. reč. 2. ZTD-a.

Ako je za donošenje odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva na temelju čl. 304. st. 2. ZTD-a potrebna suglasnost dioničara posebnih rodova dionica, i za donošenje tih odluka vrijede zahtjevi propisani čl. 308. st. 4. reč. 2. i 3. ZTD-a. Budući da odredba čl. 304. st. 2. reč. 2. ZTD-a upućuje isključivo na čl. 304. st. 1. ZTD-a, valja je tumačiti tako da se pravila koja vrijede za donošenje odluka na glavnoj skupštini trebaju primijeniti i na donošenje odluka dioničara posebnih rodova dionica.⁹⁵

⁹⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 179 Rbr. 23.

⁹⁵ Tako sa stajališta njemačkog prava, §§ 182. st. 2. i st. 1. AktG-a, koje u tom dijelu potpuno odgovara hrvatskom pravu Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 21.

5.1.3. Obveza objavljivanja

Odluka o isključenju prava prvenstva može se donijeti samo ako je nakana o isključenju bila izričito i uredno objavljena u glasilu društva (čl. 308. st. 3. ZTD-a). Među točkama dnevnog reda sazvane glavne skupštine treba se jasno razabrati odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva. Nije dovoljno uputiti na to da će se na glavnoj skupštini odlučivati o pravu prvenstva.⁹⁶ Treba jasno dati do znanja kako će se odlučivati o isključenju prava prvenstva te o tome u kojem će se opsegu o tome odlučivati na glavnoj skupštini. Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje ili ograničenje prava prvenstva pobojna je izostane li uredna objava. Ona će, međutim, na temelju čl. 277. st. 9. ZTD-a konvalidirati ako su na glavnoj skupštini sudjelovali ili su bili zastupljeni svi dioničari, a nijedan se dioničar nije usprotivio donošenju te neobjavljene odluke.

5.1.4. Izvješće uprave

Uprava, odnosno izvršni direktori moraju glavnoj skupštini učiniti dostupnim izvješće o razlogu za djelomično ili potpuno isključenje prava prvenstva pri upisu novih dionica te obrazložiti iznos za koji se kane izdati dionice.⁹⁷ Izvješće treba biti sačinjeno u pisanom obliku.⁹⁸ Odredba očito nastoji pružiti glavnoj skupštini što potpuniju činjeničnu podlogu pri odlučivanju o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva. Izvještaj je k tome i podloga na koju se sud može osloniti u postupcima u povodu pobijanja odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.⁹⁹ Izvješće uprave ima stoga i bitno materijalnopravno značenje; ono nije puki formalni korak u postupku odlučivanja o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.

Izvješće treba sačiniti u primjerenom opsegu i kad je sasvim očito zbog čega je potrebno isključiti pravo prvenstva. Ono, međutim, nije potrebno ako su na temelju čl. 277. st. 9. ZTD-a na glavnoj skupštini sudjelovali ili su bili

⁹⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 22.

⁹⁷ Tako čl. 308. st. 5. 2. i st. 3. ZTD-a.

⁹⁸ U tom smislu vidi izričitu odredbu § 186 st. 4. reč. 2. AktG-a i § 153 st. 2. reč. 2. austrijskog AktG-a. Vidi u tom smjeru i čl. 29. st. 4. reč. 2. Druge Smjernice o pravu društava (Smjernica o kapitalu) od 13. prosinca 1976.

⁹⁹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 23; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 65.

zastupljeni svi dioničari, a nijedan se dioničar nije usprotivio donošenju odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.¹⁰⁰ Odredba čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a ne određuje pobliže vrstu i način izvješća kao ni točan trenutak kad ga se treba sačiniti. Izvješće uprava treba u svakom slučaju podastrijeti za vrijeme održavanja glavne skupštine, i to u pisanom obliku, kao ispravu. Izvješće uprava očito treba sačiniti prije održavanja glavne skupštine na kojoj će se odlučivati o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.¹⁰¹ Izvješće treba stoga sukladno odredbi čl. 280. st. 2. i čl. 277. st. 3. reč. 4. ZTD-a izložiti u poslovnim prostorijama u sjedištu društva za razgledanje dioničarima, i to od dana objave poziva za glavnu skupštinu na kojoj će se odlučivati o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.¹⁰² Na zahtjev svakog dioničara mora mu se staviti na raspolaganje preslik spomenutog izvješća.¹⁰³ Izvješće nije potrebno u cijelosti objaviti. Dovoljno je na temelju odgovarajuće primjene odredbe čl. 280. st. 2. ZTD-a i čl. 279. st. 2. ZTD-a objaviti bitan sadržaj tog izvješća.¹⁰⁴ ZTD ne zahtijeva da se sukladno odredbama čl. 281. i čl. 284. ZTD-a objave i tamo navedena posebna priopćenja. Na temelju odredbe čl. 280.a st. 1. reč. 3. ZTD-a društva kojih su dionice uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja dužna su odmah nakon sazivanja glavne skupštine poduzeti sve kako bi na svojim internetskim stranicama učinili dostupnim svu dokumentaciju koju treba podastrijeti glavnoj skupštini, pa primjereno tome i spomenuto izvješće.

a) Izvješće uprave prema čl. 42. st. 4. reč. 4. i 5. ZPDD-a

Dođe li do povećanja temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva u postupku preuzimanja dioničkog društva (čl. 42. st. 1. toč. 1. ZPDD-a), na izvješće uprave iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a primjenjuju se posebna pravila čl. 42. st. 4. reč. 4. i 5. ZPDD-a. S izvješćima uprave iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a treba tada doduše upoznati sve dioničare, no po znatno blažim pravilima.

¹⁰⁰ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 23.

¹⁰¹ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 23.

¹⁰² O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 23.

¹⁰³ Vidi čl. 277. st. 3. reč. 5. ZTD-a.

¹⁰⁴ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 23.

Izvješće tada čak ni ne treba “slati” svim dioničarima ako uprava, uz suglasnost nadzornog odbora, smatra da nije vjerojatno da će dioničari biti pravodobno upoznati sa sadržajem izvješća (čl. 42. st. 4. reč. 5. ZPDD-a). Blaža pravila ZPDD-a treba primijeniti u vezi s objavljivanjima prije glavne skupštine jer je, s jedne strane, propisana prisilnopravna obveza sačinjavanja pisanih izvješća, a, s druge strane, nije potrebno da se sukladno odredbama čl. 281. i čl. 284. ZTD-a objave i tamo navedena posebna priopćenja. Saziva li se, dakle, glavna skupština dioničkog društva u postupku preuzimanja tog dioničkog društva kao ciljnog društva prijedlog odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva ne mora se objaviti sukladno čl. 280. st. 2. ZTD-a, a u vezi s čl. 277. st. 3. reč. 4. ZTD-a; dovoljno je na temelju odredbe čl. 42. st. 4. reč. 4. i 5. ZPDD-a puko upućivanje na to kako je puni tekst izvješća uprave iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a dostupan na internetskim stranicama. Pritom treba navesti točnu adresu internetskih stranica društva.¹⁰⁵ Iznimka je prirodna jer vodi računa o tome da jedino hitna reakcija glavne skupštine dioničkog društva ima smisla u postupku preuzimanja tog dioničkog društva kao ciljnog društva.

b) Opseg izvješća uprave iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a

Izvješće se i svojim opsegom treba ravnati prema svojoj temeljnoj zadaći. Treba temeljito i konkretno obuhvatiti sve činjenice koje su potrebne kako bi se materijalnoopravno opravdala odluka o isključenju prava prvenstva. Treba, dakle, odmjeriti interes društva za financiranjem prema interesima isključenih dioničara, treba iznijeti moguće alternative povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva te što preciznije izvijestiti o tome u kojoj se mjeri odlukom o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva zadire u interese isključenih dioničara. Granice pri sačinjavanju izvješća treba povući vodeći računa o diskrecijskoj slobodi uprave pri vođenju poslova društva i o odgovarajućoj primjeni prava uprave da dioničarima uskrati obavijesti s naslova čl. 287. st. 2. ZTD-a. Uprava pritom treba odmjeriti sve relevantne interese dioničara, a ovisno o okolnostima pojedinog slučaja posebice je obvezna očitovati se o tome jesu li se namjeravani ciljevi mogli ostvariti i uz primjenu za interese dioničara blažih sredstava.¹⁰⁶ Nije dovoljno samo općenito, apstraktno

¹⁰⁵ Tako sa stajališta ZPDD-u i ZTD-u odgovarajućih rješenja njemačkog AktG-a i § 16 st. 4. reč. 5. WpÜG-a Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 70.

¹⁰⁶ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava

iznijeti razloge zbog kojih se kani povećati temeljni kapital uz isključenje prava prvenstva. Posebice nije dovoljno temeljiti izvješće na paušalnim, praznim frazama poput “u interesu je društva isključiti pravo prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala”. Revizija stvari i prava pri povećanju temeljnog kapitala iz čl. 305. st. 3. ZTD-a, a u skladu s odredbama čl. 183. st. 2. i st. 3. ZTD-a, nije kadra nadomjestiti izvješće uprave iz čl. 308. st. 5. ZTD-a. Predloženi iznos za koji se kane izdati dionice treba se obrazložiti tako da se podastru okolnosti i mjerila na kojima se temelje iznosi do kojih se došlo. Izvješće u tom dijelu treba biti posebno precizno ponajprije zbog primjene odredbe čl. 366. ZTD-a. Nije dovoljno samo uputiti na općenita načela koja se uzimaju u obzir pri uobičajenim procjenama vrijednosti iznosa za koji se kane izdati dionice. Izvješće se treba na to osvrnuti i kad glavna skupština ne utvrdi iznos za koji se kane izdati dionice, odnosno utvrdi li samo najniži ili najviši iznos za koji se namjeravaju izdati nove dionice. Budući da izvješće uprava treba sačiniti u pisanom obliku, manjkavo izvješće nije dopušteno ispravljati naknadnim usmenim objašnjenjima na glavnoj skupštini.¹⁰⁷ Nema, međutim, zapreke da uprava na glavnoj skupštini dodatno usmeno pojasni pojedine navode iz svojeg pisanog izvješća.

5.2. Materijalnopravne pretpostavke isključenja prava prvenstva

5.2.1. Isključenje prava prvenstva mora biti u interesu društva

Odredbe čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a izričito ne propisuju materijalnopravne pretpostavke isključenja prava prvenstva. Unatoč tome vlada gotovo jednodušno stajalište kako svako isključenje prava prvenstva treba materijalnoopravno opravdati, i to ponajprije stoga što se time teško zadire u članstvo isključenog dioničara.¹⁰⁸ Obveza uprave iz čl. 308. st. 5. ZTD-a da glavnoj skupštini podastre izvješće snažno podupire zaključak o nužnoj materijalnoj osnovi

Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 24, a s obzirom na presudu OLG München, objavljenu u AG 1991, 210, 211.

¹⁰⁷ O tome u tom smjeru sa stajališta nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 24; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 68, a s obzirom na presudu OLG München, objavljenu u AG 1991, 210, 211.

¹⁰⁸ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 25; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 71, a s obzirom na presudu BGH NJW 1978, 1316.

isključenja prava prvenstva.¹⁰⁹ Prevladano je prijašnje stajalište prema kojem – shvati li se prijašnje njemačko shvaćanje u kategorijama hrvatskog privatnog prava – isključenje prava prvenstva ovisi jedino o slobodnom nahodjenju glavne skupštine koja je u tom dijelu podvrgnuta samo općenitoj zaštiti od sklapanja ništetnih ugovora iz čl. 322. i čl. 329. ZOO-a, odnosno zaštiti s naslova isticanja pobojnosti zbog kršenja pravila iz čl. 360. st. 2. ZTD-a i čl. 211. ZTD-a.¹¹⁰ Materijalnopravne pretpostavke isključenja prava prvenstva ispunjene su ako je odluka o tome u interesu društva, ako je prikladna i potrebna kako bi se ostvarili namjeravani učinci i ako je naposljetku primjerena s obzirom na okolnosti pojedinog slučaja.¹¹¹ Materijalnopravne pretpostavke nije potrebno ispuniti ako su svi odlukom pogođeni dioničari suglasni s tim da se donese odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.

Interese društva treba odrediti što je moguće preciznije. Isključenje prava prvenstva u interesu je društva pospješuju li se njome ciljevi društva koji su zadani predmetom njegova poduzeća, odnosno poslovanja u smislu odredbe čl. 173. st. 3. toč. 2. ZTD-a.¹¹² Odlukom o isključenju prava prvenstva ni u kojem slučaju ne smiju se narušiti ključni interesi dioničkog društva. Interesi koncerna nisu u tom smislu posebno zaštićeni, kao ni interesi pojedinih dioničara ili pojedinih članova uprave.¹¹³

5.2.2. Isključenje prava prvenstva mora biti prikladno, potrebno i primjereno okolnostima pojedinog slučaja

Mjerilo prikladnosti odluke o isključenju prava prvenstva ravna se prema tome može li se njome ostvariti namjeravani cilj. Odluka o isključenju prava

¹⁰⁹ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 25, a s obzirom na presudu BGH NJW 1982, 2444; LG Frankfurt AG 1984, 296, 299.

¹¹⁰ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Rodloff, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1079 i dalje; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 25, a s obzirom na gore navedenim odredbama ZOO-a i ZTD-a potpuno odgovarajućim odredbama § 138 BGB-a te §§ 243 st. 2. i 53a AktG-a. Suprotno stajalište koje relativizira učinke novije njemačke sudske prakse te koje i dalje brani pristup koji se temelji na općoj zabrani zlouporabe prava zastupaju Bezzeberger, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1924, i Tettinger, *op. cit.* u bilj. 1, str. 106.

¹¹¹ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 25.

¹¹² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 26.

¹¹³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 26.

prvenstva potrebna je ako jednostavno nema alternativu ili ako se namjeravani učinak njome može ostvariti na najbolji mogući način uzmu li se u obzir sve druge ponuđene mogućnosti. Pri tome posebice treba ispitati je li se namjeravani učinak mogao ostvariti i donošenjem odluke o povećanju temeljnog kapitala uz uvažavanje zakonskog prava prvenstva.¹¹⁴ Isključenje prava prvenstva primjereno je uvijek kad interes društva premašuje interes dioničara za tim da zadrže svoj postojeći položaj u dioničkom društvu.¹¹⁵ Isključenje prava prvenstva nije dopušteno ako je interes društva preslab da bi mogao opravdati štetne posljedice za dioničare. Pritom vrijedi pravilo: što se jače zadire u prava dioničara, to mora biti jači interes društva da se isključi pravo prvenstva.¹¹⁶ Interesi isključenih dioničara posebice su narušeni razvodni li se vrijednost njihovih dionica i oslabi li njihova glasačka moć na glavnoj skupštini jer je njihovo učešće u temeljnom kapitalu društva palo ispod određenog praga od 5% ili 10%, a uz koji zakon vezuje ostvarivanje određenih prava manjinskih dioničara, odnosno mogućnost da se zapriječi donošenje određenih odluka glavne skupštine. Pri odmjerenju tih međusobno suprotstavljenih interesa također treba ispitati je li prihvatljivija rezervna varijanta rješenja problema, i to stoga što bi se njome otklonile posljedice isključenja prava prvenstva kojima se narušavaju interesi isključenih dioničara. Treba nadalje ispitati mogu li se štetne posljedice isključenja prava prvenstva ublažiti nekim popratnim mjerama, primjerice tako da se povećanje temeljnog kapitala ulozima u stvarima i pravima poveže s povećanjem temeljnog kapitala uplatama u novcu na način da u potonjem postupku povećanja temeljnog kapitala ne sudjeluju dioničari koji su svoj ulog pri tom povećanju temeljnog kapitala platili unosom stvari i prava.¹¹⁷

5.2.3. Slučajevi kad je materijalnoopravno opravdano isključiti pravo prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala ulozima u novcu

a) Neupisani višak dionica

Poveća li se temeljni kapital ulozima u novcu, dopušteno je u načelu ograničiti pravo prvenstva ako se to učini kako bi se riješilo pitanje upisa ostatka dionica, odnosno dionica koje su ostale neupisane nakon što je završio prvi

¹¹⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 26.

¹¹⁵ Tako BGH NJW 1978, 1316; BGH NJW 1982, 2444.

¹¹⁶ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1225.

¹¹⁷ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 28.

krug upisa novih dionica u kojem se u potpunosti poštovalo pravo prvenstva postojećih dioničara.¹¹⁸ Isključenje, tj. ograničenje prava prvenstva tada je opravdano, potrebno samo ako se iznos za koji se kani povećati temeljni kapital i iznosi za koji se kane izdati nove dionice ne mogu do kraja podesiti tako da se u što je moguće većoj mjeri očuvaju postojeći odnosi među dioničarima u vezi s pravom prvenstva.¹¹⁹ Ako okolnosti pojedinog slučaja ne upućuju na suprotan zaključak, faktično ograničenje prava prvenstva upisa “ostatka” novih dionica u drugom krugu tako da “ostatka” u drugom krugu upisa može upisati samo tko je svoje pravo potpuno iskoristio u prvom krugu upisa nije valjano namješta li se smišljeno – ali i nehотиčno, diletantski! – iznos za koji se kani povećati temeljni kapital i iznosi za koji se kane izdati nove dionice tako što se ide s neuobičajeno visokom nominalom novih dionica u odnosu na trenutačnu nominalu, a što ima za posljedicu da već u prvom krugu upisa “otpadne” veći broj manjinskih dioničara u odnosu prema broju krupnijih dioničara. Manjinski dioničari ostaju tada “kratkih rukava” jer primjerice za upis jedne nove dionice s nominalom od 1000 kuna moraju imati barem 100 postojećih dionica s nominalom od 10 kuna. Ima li tko tada 99 dionica, on u startu faktično gubi pravo prvenstva. On to svoje “pravo na ostatak” vezano uz upis novih dionica može doduše prenositi u pravnom prometu¹²⁰, pa bi stjecatelj ostatka svojem ostatku mogao pribrojiti taj kupljeni ostatak, odnosno prava upisa s naslova “neiskorištenih” dionica svojeg prednika, te tako ipak u konačnici “izvući” iz tih ostataka pravo upisa novih dionica. Prodaja ostatka sama po sebi nije kadra otkloniti upravljačko opće pravo pobijanja odluka glavne skupštine, kao ni posebno pravo pobijanja odluka o povećanju temeljnog kapitala s naslova odredbe čl. 366. ZTD-a, jer se trgovanjem ostacima, viškovima – u konačnici pukim obveznopravnim surogatima – u pravilu samo ublažavaju povrede kvalificiranih imovinskih članskih prava.

¹¹⁸ U tom smislu posredno i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1224, kad kaže da ostalim dioničarima u pravilu ne pripada pravo prvenstva upisa novih dionica koje pojedini dioničari nisu iskoristili. U njemačkom pravu koje je u tom smislu usporedivo s hrvatskim pravom govori se o “frei Spitzen”. Vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 29.

¹¹⁹ Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 29, gubi iz vida iznose za koje se kane izdati nove dionice, a oni su ključni kad se prosuđuje je li valjana odluka o raspoređivanju neupisanih novih dionica društva.

¹²⁰ O načelnoj prenosivosti prava prvenstva vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1222.

b) Radničko dioničarstvo

Isključenje prava prvenstva može opravdati odluka glavne skupštine o izdavanju novih dionica radi ostvarenja prava na dionice radnika i članova uprave, odnosno izvršnih direktora društva ili nekog s njim povezanog društva (čl. 313. st. 2. toč. 3. ZTD-a). Odluka o isključenju prava prvenstva nije, međutim, valjana već na temelju same činjenice što nove dionice treba ponuditi radnicima društva ili članovima uprave. Radničko dioničarstvo ne može se samo po sebi pravdati tobožnjim socijalopolitičkim rezonima. Politika izdavanja radničkih dionica može, naime, snažno opteretiti društvo i dugoročno ugroziti izgled dioničara za isplatu dobiti. Svako radničko dioničarstvo zahtijeva stoga posebno materijalnoopravno opravdanje sa stajališta dobrobiti društva u cjelini. Radničko dioničarstvo kadro je opravdati isključenje prava prvenstva samo ako je odluka o tome donesena u interesu dioničkog društva. Odluka je posebice potrebna ako se njome učvršćuju veze između društva i radnika, a to je nužno kako bi se povećala produktivnost društva ili kako bi se društvo uopće održalo na životu. U tom smislu ne smije se postavljati previsoke materijalnoopravne zahtjeve u vezi s određivanjem interesa društva, jer se tumačenjem odredbe čl. 313. st. 2. toč. 3. ZTD-a, kao i njoj srodne odredbe čl. 233. st. 3. toč. 2. ZTD-a, jasno daje razabrati pravopolitička nakana da se uspostavi što je moguće čvršći odnos između društva i radnika. Čvršće povezivanje radnika s društvom i izbjegavanje gubitka kvalitetne radne snage zasigurno su vitalni interesi društva, no oni ne smiju neprimjereno narušiti interese starih dioničara.

c) Isključenje prava prvenstva pri uvjetnom povećanju temeljnog kapitala te pri izdavanju zamjenljivih obveznica i obveznica s promjenljivom kamatom

Isključenje prava prvenstva nije sporno provede li se uvjetno povećanje temeljnog kapitala aktiviranjem zamjenljivih obveznica i opcija kojima vjerovnici društva pribavljaju pravo prvenstva pri upisu novih dionica društva (čl. 313. st. 2. ZTD-a). Opcije, zamjenljive obveznice i obveznice s promjenljivom kamatom (čl. 341. ZTD-a) mogu se, ali ne moraju, izdavati u postupku uvjetnog povećanja temeljnog kapitala (čl. 313. st. 2. toč. 1. ZTD-a). Temeljni kapital može se povećati uvjetno i uplatom uloga u skladu s odredbom čl. 304. ZTD-a. O tome je posebice riječ dođe li do uvjetnog povećanja temeljnog kapitala radi ostvarenja prava na dionice radnika i članova uprave, odnosno izvršnih

direktora društva ili s njim povezanog društva, a u skladu s odredbom čl. 313. st. 2. toč. 3. ZTD-a.

Nije potrebno posebno materijalno-pravno pravdati isključenje prava prvenstva pri samom činu izdavanja novih dionica kao zadnjem koraku u postupku zamjene obveznica za dionice i korištenja opcije prava prvenstva pri upisu novih dionica (čl. 341. st. 1. ZTD-a), jer na temelju izričite odredbe čl. 313. st. 5. i čl. 341. st. 4. ZTD-a glavna skupština treba donijeti odluku o isključenju prava prvenstva već u trenutku izdavanja zamjenljivih obveznica i opcija.¹²¹ Pravila o pravu prvenstva treba, dakle, na odgovarajući način primijeniti i kod uvjetnog povećanja temeljnog kapitala izdavanjem zamjenljivih obveznica, obveznica s promjenljivom kamatom (čl. 313. st. 5. ZTD-a), ali i pri izdavanju zamjenljivih obveznica i obveznica s promjenljivom kamatom bez istodobnog uvjetnog povećanja temeljnog kapitala (čl. 341. st. 4. ZTD-a). Izdavanje opcija, zamjenljivih obveznica i obveznica s promjenljivom kamatom uz isključenje prava prvenstva mora se tada u svakom slučaju voditi valjanim materijalno-pravnim razlozima.

d) Isključenje prava prvenstva kad je društvo izdalo više različitih rodova dionica

Pravom prvenstva ne pribavlja se zahtjev za stjecanje dionica istog roda, dakle, koje daju ista prava kao i one na temelju kojih se ostvaruje to pravo.¹²² Svaki dioničar ima prema društvu zahtjev za upis dionica svakog pojedinog roda ako je društvo izdalo dionice više različitih rodova (čl. 168. ZTD-a), a odluka o povećanju temeljnog kapitala predviđa izdavanje novih dionica različitih rodova.¹²³ Imatelji redovitih dionica mogu, dakle, steći povlaštene dionice bez prava glasa, kao i obratno. Izdaju li se različiti rodovi novih dionica, pravo prvenstva prostire se, razmjerno dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu, na sve rodove novih dionica – pa i onda kad je i prije povećanja temeljnog kapitala društvo već bilo izdalo različite rodove dionica.

¹²¹ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1264. O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 30; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 92, 93, a s obzirom na gore navedenim odredbama ZTD-a potpuno odgovarajućim odredbama §§ 221 i 192 AktG-a.

¹²² Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

¹²³ Tako u konačnici i Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223, kad kaže: “Pravom prvenstva ne stječe se zahtjev za stjecanje dionica koje daju ista prava kao i one na temelju kojih se ostvaruje to pravo.” U tom smjeru i Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 30.

Nema, međutim, zapreke da glavna skupština odlukom o povećanju temeljnog kapitala pod pretpostavkama iz čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a ograniči pravo prvenstva tako što će dioničari imati pravo upisivati nove dionice samo onih rodova koje su imali prije povećanja temeljnog kapitala. Pravo prvenstva dopušteno je u svakom slučaju ograničiti na stjecanje dionica određenog roda.¹²⁴ O isključenju prava prvenstva u vezi s drugim rodovima novih dionica riječ je kad odluka o povećanju temeljnog kapitala propisuje da će se nove dionice upisivati tako što će postojeći imatelji redovnih dionica upisivati nove redovne dionice, a postojeći imatelji povlaštenih dionica nove povlaštene dionice.¹²⁵ Isključenje prava prvenstva tog tipa, tzv. "unakrsno isključenje prava prvenstva", dopušteno je očuva li se nakon povećanja temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva postojeći odnos među različitim rodovima dionica društva.¹²⁶ Pravo prvenstva ne daje ni pravo na dodjeljivanje novih dionica po najnižem iznosu za koji se mogu izdati nove dionice.

- e) Isključenje prava prvenstva radi saniranja društva i osiguravanja stabilnih izvora financiranja

Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva nije sama po sebi lišena svakog nedostatka samo zbog toga što iznos za koji se kane izdati nove dionice premašuje tržišnu vrijednost postojećih dionica društva izdavatelja¹²⁷, pa ni onda kad je odluka o tome donesena radi saniranja društva¹²⁸. Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva nije *ipso iure* materijalnoopravno opravdana ni kad pojedini investitor traži opis cjelokupnog izdanja novih dionica, i to bitno većeg – a to znači za društvo uno-

¹²⁴ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1223.

¹²⁵ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 30.

¹²⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 30.

¹²⁷ Vidi čl. 366. ZTD-a o pobijanju odluke o povećanju temeljnog kapitala društva ulozima isključuje li se njome ili ograničava pravo prvenstva postojećih dioničara. Tako sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 32. Zaključak je sa stajališta hrvatskog prava tim više prihvatljiv uzme li se u obzir da § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a – za razliku od čl. 308. st. 4. ZTD-a što inače u potpunosti odgovara spomenutoj odredbi AktG-a – izričito propisuje da je isključenje prava prvenstva posebice dopušteno ako povećanje temeljnog kapitala ulozima u novcu ne premašuje 10 % temeljnog kapitala društva i ako iznos za koji se izdaju nove dionice nije bitno ispod burzovne vrijednosti postojećih dionica društva izdavatelja.

¹²⁸ Tako BGH NJW 1982, 2444, 2446.

snijeg – od onoga koji je društvo kadro plasirati postojećim dioničarima.¹²⁹ Isključenje prava prvenstva ne opravdava ni puka pretpostavka po kojoj stari dioničari nisu spremni upisati i uplatiti nove dionice društva.¹³⁰ Teško stanje na tržištu kapitala u kombinaciji s potrebom saniranja društva također nije samo po sebi kadro opravdati isključenje prava prvenstva.¹³¹

Saniranje društva kadro je opravdati isključenje prava prvenstva samo ako se dokaže da postojeći dioničari nisu bili u stanju sanirati društvo.¹³² Puke pretpostavke o tome nisu, dakle, dovoljne. Saniranje opravdava, primjerice, povećanje temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva uvjetuje li potencijalni ulagatelj sudjelovanje u postupku povećanja temeljnog kapitala svojim većinskim sudjelovanjem u temeljnom kapitalu društva.¹³³ Isključenje prava prvenstva nije, međutim, opravdano ako bi time dioničar u čiju je korist to bilo učinjeno ostvario većinu koja je na temelju čl. 504. ZTD-a potrebna za donošenje odluke o priključenju, te bi on trebao pribaviti društvu kapital tek nakon što sve dionice društva koje se priključuje sukladno odredbi čl. 504. a ZTD-a pređu na glavno društvo.¹³⁴

Uvrštenje dionica na burzu kadro je opravdati isključenje prava prvenstva ako je samo pod tim uvjetom moguće dosegnuti broj dionica koje na temelju odredbe čl. 91. toč. 4. ZTK-a treba plasirati kako uvrštenje ne bi propalo i ako je u interesu dioničkog društva da iziđe na burzu jer mu to jamči dugoročan pristup stabilnim izvorima financiranja na tržištu kapitala. Ne slažu li se tada stari, isključeni dioničari s izlaskom na burzu i s isključenjem njihova prava prvenstva, ne treba im priznati pravo da istupe iz društva te da zauzvrat dobiju otpremninu. Isključenje prava prvenstva tada je u interesu društva jer izlazak na burzu nadilazi međusobno suprotstavljene interese postojećih, isključenih dioničara. O tome je na odgovarajući način riječ i kad društvo izdaje dionice javnom, odnosno privatnom ponudom, a u vezi s primjenom čl. 91. st. 4. ZTK-a srodne odredbe čl. 27. st. 3. ZTK-a. Jednako vrijedi i kane li dionička društva

¹²⁹ Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 95.

¹³⁰ Tako OLG Celle AG 2002, 292. Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 33; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 95.

¹³¹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 33; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 95.

¹³² Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 95.

¹³³ O tome vidi činjenice slučaja u BGH NJW 1982, 2444.

¹³⁴ O tome u tom smjeru sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 31, a s obzirom na gore navedenim odredbama ZTD-a potpuno odgovarajućim odredbama §§ 320 i 320a AktG-a. O tome vidi i odluku LG München I 1995, 715, 717.

plasirati svoje dionice u inozemstvu. U interesu je velikih domaćih dioničkih društava da svoje dionice, odnosno druge vrijednosne papire, plasiraju i na inozemnim burzama.

Razgranata, uspješna poslovna suradnja s određenim ključnim poslovnim partnerom kadra je, također, opravdati isključenje prava prvenstva ako je taj poslovni partner voljan nastaviti daljnju poslovnu suradnju samo pod uvjetom da postane dioničar tog svojeg partnera.¹³⁵ Interesi društva opravdavaju isključenje prava prvenstva ako društvo bez poslovnog partnera u čiju se korist isključuje pravo prvenstva nije u stanju razvijati određene tehnologije, odnosno poslovati određenom robom ili uslugama.

f) Isključenje prava prvenstva kao obrambena mjera od neprijateljskog utjecaja na društvo

Sporno je smije li se isključenje prava prvenstva koristiti kao obrambena mjera kojom se štiti od utjecaja neželjenih dioničara u društvu, tako da se smišljeno “razvodni”, tj. spusti postotak u kojem oni sudjeluju u temeljnom kapitalu društva, odnosno tako da im se onemogući sudjelovanje u povećanju temeljnog kapitala društva.¹³⁶ O tom pitanju treba odlučiti tek nakon što se utvrdi u kojoj mjeri je utjecaj “neželjenih” dioničara štetan za interese konkretnog dioničkog društva. Konkretna postotak sudjelovanja neželjenog dioničara u temeljnom kapitalu društva nipošto ne opravdava sam po sebi isključenje prava prvenstva kao obrambenu mjeru od njegova tobožnjeg neprijateljskog utjecaja na društvo.¹³⁷ Interesi društva opravdavaju isključenje prava prvenstva ciljanim “neželjenim” dioničarima kao posebnu obrambenu mjeru od neprijateljskog preuzimanja koje bi po svemu sudeći za cilj trebalo imati uništavanje društva da bi se neprijateljski raspoloženom preuzimatelju otvorio širi prostor u tržišnoj utakmici; stvaranje odnosa ovisnosti konkretnog dioničkog društva o društvu u kojem “neželjeni” dioničar ima većinsko sudjelovanje ili odnosa faktičnog koncerna.¹³⁸ Kad je riječ o upropašćivanju društva, težište treba staviti na gospodarsko upropašćivanje društva; nije, dakle, nužno da se donese odluka o prestanku društva. U tim slučajevima društvo ne postupa samovoljno

¹³⁵ O tome vidi činjenice slučaja u BGH NJW 1982, 2444.

¹³⁶ Vidi dobar sažetak rasprave o tom pitanju sa stajališta s nama u tom dijelu usporedivog njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 31.

¹³⁷ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 98.

¹³⁸ Tako i Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 31, te tamo navedeni autori i sudska praksa.

ni kad isključi pravo prvenstva cijeloj neprijateljskoj skupini dioničara.¹³⁹ Kad se pređe prag korporacijske snošljivosti, društvo nema izbora – mora se boriti, pa i tako da zlonamjernim dioničarima uskrati pravo prvenstva.¹⁴⁰

Nisu posrijedi nikakvi interesi društva brani li se, pak, od utjecaja “neželjenih” dioničara zbog drugih razloga kao što je posebice puko paušalno odupiranje bilo kakvom iole važnijem “tuđinskom” utjecaju u društvu.¹⁴¹

5.2.4. Slučajevi kad je materijalnoopravno opravdano isključiti pravo prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala ulozima u stvarima i pravima

Povećava li se temeljni kapital ulozima u stvarima i pravima, pritom u pravilu treba isključiti pravo prvenstva.¹⁴² To je u praksi najvažniji slučaj isključenja prava prvenstva. Povećanje temeljnog kapitala ulozima u stvarima ne opravdava samo po sebi isključenje prava prvenstva. Dioničkom društvu mora biti u interesu da pribavi određenu stvar kao predmet uloga kojim se plaćaju nove dionice.¹⁴³ O tome je riječ ako društvo nije kadro kupiti tu stvar – pod uvjetima koji nisu bitno nepovoljniji od onih pod kojima bi ju steklo u postupku povećanja temeljnog kapitala – na temelju običnog ugovora o kupoprodaji i platiti za nju cijenu novcem koji bi namaknulo povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu. Kad se odmjerava je li povoljnije stvar kupiti ili steći u postupku povećanja temeljnog kapitala, svakako treba uzeti u obzir i znatan trošak revizije stvari u postupku povećanja temeljnog kapitala ulozima u stvarima (čl. 305. i čl. 305.a ZTD-a).¹⁴⁴ Uplaćuje li nove dionice ulozima u stvarima postojeći dioničar društva, mora se ići na mješovito povećanje temeljnog kapitala ulozima i u stvarima i u novcu kako bi se u što je moguće većoj mjeri očuvao postojeći odnos među dioničarima.¹⁴⁵ I postojećim dioničarima koji ne

¹³⁹ Tako BGHZ 33, 175, 186, predmet Minimax II.

¹⁴⁰ Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 98, smatra međutim da tada nema puno koristi od isključenja prava prvenstva i da taj problem treba rješavati prema za to mjerodavnim odredbama Zakona o preuzimanju dioničkih društava.

¹⁴¹ Tako na koncu i Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 31, te tamo navedeni autori i sudska praksa.

¹⁴² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 34; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 90.

¹⁴³ Tako BGH NJW 1978, 1316. Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 34; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 90.

¹⁴⁴ Ta bitna okolnost zanemaruje se u njemačkoj pravnoj književnosti. Vidi primjerice Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 34.

¹⁴⁵ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 34.

moгу uplatiti uloge u stvarima mora se dati prilika sudjelovati u povećanju temeljnog kapitala. Povećava li se redovno temeljni kapital unosom u društvo poduzeća, pogona, paketa dionica ili poslovnih udjela, i to mora biti ne samo u interesu društva nego i primjereno prema postojećim, starim dioničarima kani li se materijalnoopravno opravdati odluku o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.¹⁴⁶

Doslovni tekst čl. 29. st. 2. II. Koordinacijske smjernice Europskih zajednica pravo prvenstva dovodi u vezu samo s povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu. Europski sud u presudi objavljenoj u zbirci 1996-I, 6017, 6034 i dalje (slučaj Siemens/Nold) presudio je da pravo prvenstva vrijedi na odgovarajući način i kod povećanja temeljnog kapitala ulozima u stvarima. Europski sud potvrdio je u tom dijelu strožu sudsku praksu država članica EU – konkretno njemačkog BGH-a – te je dodatnu materijalnoopravnu kontrolu isključenja prava prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala ulozima u stvarima ocijenio konformnom zahtjevima čl. 29. st. 2. II. Koordinacijske smjernice Europskih zajednica.¹⁴⁷ BGH je i nakon novele § 186. st. 3. reč. 4. AktG-a ostao na crti temeljne materijalnoopravne zaštite starih dioničara pri donošenju odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva te ju je i dodatno precizirao.¹⁴⁸

Zamjene li se tražbine prema društvu za dionice društva, po sili zakona treba povećati temeljni kapital ulozima u pravima sukladno odredbi čl. 305. ZTD-a, odnosno čl. 305.a ZTD-a. Nije primjereno sa stajališta postojećih dioničara donijeti odluku o povećanju temeljnog kapitala ulozima u pravima, i to uz isključenje prava prvenstva, ako društvo sredstva potrebna za podmirenje tih svojih obveza može namaknuti povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu, a da pritom ne isključi pravo prvenstva postojećim dioničarima. O tome dakako nema govora provodi li se povećanje temeljnog kapitala zamjenom tražbine za nove dionice, odnosno unosom prava radi saniranja društva, a samo je taj konkretni vjerovnik spreman pridonijeti sanaciji društva, i to unosom upravo te svoje određene tražbine prema društvu.¹⁴⁹ U tom slučaju opravdano je isključiti pravo prvenstva postojećim dioničarima. Ostane li sporno mogu li se i u kojoj mjeri sačuvati postojeći odnosi među dioničarima,

¹⁴⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 34.

¹⁴⁷ Vidi EuGH NJW 1997, 721 te odluku BGH NJW 1995, 2656, u povodu koje je Europski sud odlučivao.

¹⁴⁸ Vidi BGH NJW 1994, 1410.

¹⁴⁹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 35.

a nauštrb prećih interesa društva za sanacijom, treba kombinirati povećanje temeljnog kapitala ulozima u pravima s povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu. To praktički znaći da se odluku o povećanju temeljnog kapitala treba sročiti tako da se ona sastoji od dvaju dijelova: u njezinu prvom dijelu postojećim dionićarima treba dati pravo prvenstva upisa u vezi s povećanjem temeljnog kapitala ulozima u novcu, a u njezinu drugom dijelu dionićarima treba isključiti pravo prvenstva u vezi s povećanjem temeljnog kapitala unosom prava, odnosno zamjenom tražbine prema društvu za dionice. Drugi dio odluke treba primijeniti pod pretpostavkom da društvo na temelju prvog dijela odluke ne prikupi od starih dionićara sredstva potrebna za sanaciju. Time se starim dionićarima u cijelosti pruža prilika da zadrže svoju kvotu s kojom sudjeluju u temeljnom kapitalu društva.¹⁵⁰

5.3. Sudska kontrola iskljućenja prava prvenstva

5.3.1. Opseg

Opseg sudske kontrole iskljućenja prava prvenstva vodi se pravilom prema kojem za to pitanje nadležni organi društva smiju odlučiti o tome kao što bi odlučio i poduzetnik koji nije interesno povezan s konkretnim društvom, i to ako su na temelju primjerenih informacija koje su imali ili morali imati u trenutku donošenja odluke mogli razumno pretpostaviti da isključujući pravo prvenstva djeluju za dobrobit društva, a da pritom ne narušavaju neprimjereno interese starih dionićara suprotstavljene dobrobiti društva.¹⁵¹ Odluka o iskljućenju prava prvenstva pripada u samu jezgru poduzetničkog rasuđivanja, pa se njezina usporedba s poduzetnićkim ovlastima upravljaćkih organa društava kapitala nameće sama po sebi (ćl. 252. st. 1. ZTD-a; ćl. 430. ZTD-a). Zahtijeva li utvrđivanje činjenica pojedinog slućaja iskljućenja prava prvenstva određene ocjene i prognoze, sud mođe samo ispitati jesu li organi pošli od primjerenih i potpunih činjenica, tj. informacija, te jesu li rasuđujući mimo bilo kakvih interesima društva tuđih interesa sagledali sve bitne okolnosti pojedinog slućaja.¹⁵² Činjenice pojedinog slućaja iskljućenja prava prvenstva ni u kojem slućaju ne

¹⁵⁰ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 35.

¹⁵¹ U tom smislu, oskudnije pravilo daju BGH NJW 1978, 1316; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36, istiće kako pravila prisutna u njemaćkoj sudskoj praksi i pravnoj književnosti nisu precizna.

¹⁵² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186, Rbr. 73.

treba izraziti "računovodstvenom preciznošću".¹⁵³ Učinak isključenja prava prvenstva mora biti ostvariv. Ne treba, dakle, iznositi pojedinosti o tome kako će se ostvariti zacrtani učinak isključenja prava prvenstva. U tom dijelu odlučuju isključivo organi društva zaduženi za isključenje prava prvenstva.¹⁵⁴ Sudska kontrola treba početi od trenutka kad je donesena odluka o isključenju prava prvenstva (*ex ante*), pa se stoga neće razmatrati naknadno otkrivene okolnosti vezane uz isključenje prava prvenstva.¹⁵⁵

Izvrješće uprave (čl. 308. st. 4. reč. 3. ZTD-a) polazište je svake sudske kontrole isključenja prava prvenstva. U sporu u povodu pobijanja odluka glavne skupštine o isključenju prava prvenstva dioničko društvo može iznositi isključivo one činjenice i razloge koji su bili sadržani u izvrješću uprave o razlozima za potpuno ili djelomično isključenje prava prvenstva pri upisu dionica. Društvo može u parnici i dodatno pojasniti već iznesene činjenice, odnosno dodatno potkrijepiti već iznesene razloge na koje se poziva.¹⁵⁶ Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva pobojna je iznese li društvo u parnici potpuno nove činjenice ili razloge.¹⁵⁷

5.3.2. Pravila o teretu dokaza

U sporu u povodu pobijanja odluka glavne skupštine o isključenju prava prvenstva vrijede pravila o podijeljenom teretu dokazivanja te izjašnjavanja o svojim navodima i o navodima suprotne stranke. Sporno je kako bi se točno taj teret trebao rasporediti.¹⁵⁸ Prema jednom stajalištu tužitelj je dužan dokazati činjenične i pravne nedostatke odluke o isključenju prava prvenstva, a dioničko društvo dužno je, s druge strane, izjasniti se, tj. iznijeti opravdane razloge na temelju kojih je odlučilo povećati temeljni kapital uz isključenje prava prvenstva.¹⁵⁹ Prema drugom stajalištu tužitelj u svakom slučaju snosi teret dokaza svojih navoda te je u postupku obvezan izjasniti se o njima; društvo je pak dužno supstancijalno osporiti tužiteljeve navode jer je samo pod tom pretpostavkom kadro od sebe otkloniti fikciju po kojoj se na temelju odgova-

¹⁵³ Martens, *op. cit.* u bilj. 1, str. 670; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36.

¹⁵⁴ Martens, *op. cit.* u bilj. 1, str. 670; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36.

¹⁵⁵ Tako NJW 1978, 1316; NJW 1982, 2444; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 36.

¹⁵⁶ Tako OLG Celle AG 2002, 292; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 37.

¹⁵⁷ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 37.

¹⁵⁸ O tome vidi više u: Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38.

¹⁵⁹ O sudskoj praksi koja zastupa to stajalište vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38.

rajuće primjene čl. 7. ZPP-a uzima da je stranka u načelu priznala činjenične navode suprotne stranke ako ih nije osporila.¹⁶⁰ Oba stajališta protive se općim pravilima o raspodjeli tereta dokazivanja. Društvo je, naime, dužno dokazati i izjasniti se o materijalnopravnoj opravdanosti isključenja prava prvenstva jer je posrijedi nužna prisilnopravna, doduše nepisana, pretpostavka isključenja prava prvenstva.¹⁶¹ Dioničko društvo snosi prema tome u cijelosti rizik koji se vezuje uz primjenu postupovnog pravila *non liquet* ne dokaže li, dakle, koji konkretni preči interesi društva materijalnopravno opravdavaju isključenje prava prvenstva.¹⁶² Pravilo je opravdano uzme li se u obzir da je jedino dioničko društvo kadro pružiti cjeloviti uvid u razloge koji su doveli do povećanja temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.

5.4. Djelomično isključenje prava prvenstva

Odredba čl. 308. st. 4. reč. 1. ZTD-a upućuje na to da se pravo prvenstva može isključiti i djelomično. O tome je riječ ne iskoristi li se pravo prvenstva u cijelosti, tj. ostane li, primjerice, starom dioničaru kakav neutrošeni višak starih dionica u vezi s kojima ne može računati na upis novih dionica. U tom slučaju ograničenje prava prvenstva u načelu je dopušteno. Nije, međutim, u načelu dopušteno pravo prvenstva isključiti samo pojedinim dioničarima ili skupinama dioničara, primjerice imateljima određenog roda dionica. Ograničenja prava prvenstva tog tipa zahtijevaju posebno materijalnopravno opravdanje te su u svakom slučaju podvrgnuta kontroli sa stajališta odredbe čl. 211. ZTD-a. Tako treba postupiti i kad se nove dionice određenog roda daju na upis isključivo starim dioničarima točno tog roda dionica.

5.5. Opravdava li isključenje prava prvenstva izdavanje novih dionica po burzovnoj cijeni (osvrt na poredbeno njemačko pravo)

Na temelju izričite odredbe § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a – za razliku od čl. 308. st. 4. ZTD-a, koji inače u potpunosti odgovara spomenutoj odredbi AktG-a – isključenje prava prvenstva posebice je dopušteno ako povećanje temeljnog kapitala ulozima u novcu ne premašuje 10 % temeljnog kapitala društva i ako iznos za koji se izdaju nove dionice nije bitno ispod burzovne

¹⁶⁰ O sudskoj praksi koja zastupa to stajalište vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38.

¹⁶¹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38.

¹⁶² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 38; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 81.

vrijednosti postojećih dionica društva izdavatelja. Njemački zakonodavac tu je odredbu dodao novelom AktG-a iz kolovoza 1994. obrazloživši je kao olakšavanje financiranja poduzeća vlastitim kapitalom.¹⁶³ Odredbu treba razumjeti i kao jasan zakonodavčev signal sudstvu o tome kako pristupiti i dalje otvorenom problemu materijalnopravne opravdanosti isključenja prava prvenstva. Odredba § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a propisuje, dakle, četiri kumulativne pretpostavke koje dopuštaju isključenje prava prvenstva. Mora biti riječ o povećanju temeljnog kapitala uplatama uloga novcem¹⁶⁴, temeljni kapital treba se povećati za najviše 10%¹⁶⁵, dionice moraju imati burzovnu cijenu te se ne smiju izdavati bitno ispod svoje burzovne, tj. tržišne cijene. Dionicama se treba trgovati na burzi ili na uređenom tržištu kapitala u smislu ZTK-a. Na burzi, odnosno uređenom tržištu kapitala, mora se trgovati upravo onim rodnom dionica koje se kane izdati u postupku povećanja temeljnog kapitala.¹⁶⁶ U pravilu je dovoljno da se izdavateljevim dionicama trguje na inozemnim burzama, odnosno uređenim tržištima kapitala. Ulaskom Hrvatske u EU s izlistavanjem dionica na domaćoj burzi u svakom slučaju trebat će u načelu izjednačiti izlistavanje dionica na burzama ili uređenom tržištu kapitala zemalja članica EU, odnosno Europskog gospodarskog prostora. Nije dopuštena odluka glavne skupštine kojom se ovlašćuje upravu da temeljni kapital poveća na odobreni način za iznos koji premašuje granicu od spomenutih 10%, a da pritom pojedinačne tranše odobrenog povećanja temeljnog kapitala ne premašuju 10% temeljnog kapitala propisanog statutom u trenutku donošenja odluke o isključenju, tj. ograničenju prava prvenstva.¹⁶⁷

Neovisno o § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a u njemačkom pravu i dalje je otvoreno kad treba smatrati da su nove dionice izdane bitno ispod tržišne cijene. Nove dionice izdaju se – prema shvaćanju vladajuće njemačke pravne književ-

¹⁶³ Vidi Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39a.

¹⁶⁴ § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a ne primjenjuje se već po prirodi stvari na povećanje temeljnog kapitala uplatom uloga u stvarima i pravima.

¹⁶⁵ Taj iznos za koji se povećava temeljni kapital ulozima u novcu stavlja se u omjer prema iznosu temeljnog kapitala propisanog statutom u trenutku donošenja odluke o isključenju, tj. ograničenju prava prvenstva. Izdaju li se nove dionice u postupku uvjetnog povećanja temeljnog kapitala, bitan je na temelju § 200 AktG-a – odnosno istovjetnog čl. 321. ZTD-a – trenutak kad je društvo izdalo dionice s pravom prvenstva.

¹⁶⁶ Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 85; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39c.

¹⁶⁷ Tako OLG München AG 1996, 518; LG München I AG 1996, 138; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39c; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 85.

nosti – bitno ispod burzovne, tj. tržišne cijene ako je taj iznos niži od burzovne cijene za tri do pet posto.¹⁶⁸ I dalje je, međutim, sporno treba li u tom smislu uopće baratati postocima. Dvojbeno je što treba uzeti kao burzovnu, tj. tržišnu cijenu: je li to točno određena cijena na točno određeni dan ili je pak posrijedi prosječna vrijednost po kojoj se trgovalo dionicama kroz određeno razdoblje. Jasno je da burza i uređeno tržište kapitala formiraju određeni tečaj, tj. kurs, no on nigdje nije vezan ni uz točno određeni datum ni uz točno određeno razdoblje. Njemačka pravna književnost nije konačno riješila to pitanje, no u pravilu se zagovara rok od pet burzovnih radnih dana prije izdavanja novih dionica.¹⁶⁹ Zadaća je u svakom slučaju rizik volatilnosti brojčano izraziti, a on uvijek oscilira ovisno o pojedinačnoj vrijednosti i o stanju tržišta.¹⁷⁰

U načelu treba pozdraviti temeljni cilj te Novele AktG-a. Razumno je, naime, jednom preciznom formulom omogućiti da se odlukom o povećanju temeljnog kapitala hitno reagira na volatilnost tržišta novih dionica te da se tako pokuša suzbiti pad vrijednosti po kojoj su izdane te nove dionice. Iznimno je, međutim, sporno u njemačkoj pravnoj književnosti kako taj cilj odredbe § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a treba provoditi u praksi.¹⁷¹ Odredba nije sročena ni najmanje uvjerljivo. Očito je skrojena po uzoru na javna dionička društva koja su izlistana na burzi i koja se mogu pohvaliti širokom raspršenosti svojih dionica. Odredba ima, dakle, ponajprije u vidu pravo prvenstva u javnom dioničkom društvu ionako minorno utjecajnih manjinskih dioničara, a to ne daje jasno do znanja – što sasvim sigurno izaziva mnogobrojne nedoumice o dosegima odredbe. Izraz “posebice” – prisutan u odredbi – budi dojam kako je isključenje prava prvenstva zapravo prije nekakva iznimka nego jedno od temeljnih pravila imovinske pozicije članstva, ključne kategorije prava dioničkog društva. U biti je riječ o tome kako interesi financiranja javnih dioničkih društava izlistanih na burzi u pravilu nadilaze interese starih dioničara da i nakon povećanja temeljnog kapitala sačuvaju stečenu poziciju u odnosu prema ostalim dioničarima društva.¹⁷² Odredba je k tome propisana na pogrešnom mjestu s obzirom na to da je hitno donošenje odluka o povećanju temeljnog kapitala ponajprije vezano uz odobreno povećanje temeljnog kapitala, pa je stoga prije trebalo uputiti na odluku uprave o povećanju temeljnog kapitala

¹⁶⁸ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39d; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 85.

¹⁶⁹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39d; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 85.

¹⁷⁰ Tako Schlitt i Schäfer, *op. cit.* u bilj. 1, str. 70.

¹⁷¹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39a.

¹⁷² Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39b.

povezano s odobrenim povećanjem temeljnog kapitala. Predodžba njemačkog zakonodavca prema kojoj bi stare dioničare od pada vrijednosti njihovih dionica trebala zaštititi burzovna vrijednost dionica nije ni točna ni sustavno ispravna.¹⁷³ Procjenu vrijednosti dionica treba izvesti iz procjene vrijednosti poduzeća.¹⁷⁴ I sa stajališta njemačkog prava presmjela je teza prema kojoj kognentno postavljeno pravo prvenstva gubi smisao barem kad je riječ o javnim dioničkim društvima.¹⁷⁵

5.5.1. Odluke glavne skupštine donesene na temelju § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a sa stajališta hrvatskog prava društava

O odlukama glavne skupštine donesenim na temelju § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a treba se na odgovarajući način raspraviti i sa stajališta hrvatskog prava društava.¹⁷⁶ Određena rješenja tog njemačkog koncepta treba predložiti domaćoj pravnoj i poslovnoj praksi. Pri primjeni tzv. olakšanog isključenja prava prvenstva treba u svakom slučaju postupiti s krajnjim oprezom, posebice stoga što trenutačni domaći burzovni promet pojedinih izlistanih dionica nisu u toj mjeri važni da bi se iz njih izvodila čak i puka predmnjeva o tobožnjoj burzovnoj, tj. tržišnoj vrijednosti dionica društva izdavatelja.

Donese li se stoga odluka glavne skupštine sukladno spomenutim kumulativnim pretpostavkama § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a – a vodeći računa i o posebnostima domaćeg tržišta kapitala – ona nije na temelju odredbe čl. 360. st. 1. ZTD-a pobjona zbog kršenja zakonskog prava prvenstva. Pobijanje s naslova odredbe čl. 366. ZTD-a također će u pravilu izostati, jer se nove dionice ne izdaju za neprimjereno nizak iznos izdaju li se za iznos koji se kreće oko prosječnog burzovnog tečaja tih dionica.¹⁷⁷ Odredba čl. 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno odgovarajuće nepisano pravilo hrvatskog

¹⁷³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39b.

¹⁷⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39b.

¹⁷⁵ U tom smislu Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 7.

¹⁷⁶ Tako sa stajališta austrijskog prava, koje kao ni hrvatsko pravo nema izričito rješenje poput onog iz § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, Winner u: Doralt, P.; Nowotny, C.; Kalss, S., AktG § 153, Rbr. 131. U tom smislu vidi i *Izvjestaj Komisije o četvrtoj fazi SLIM-inicijative*, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/update/slim/slim4de.pdf (7. veljače 2003.); Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe od 4. studenoga 2002., str. 84.

¹⁷⁷ Tako Schlitt i Schäfer, *op. cit.* u bilj. 1, str. 72; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39e.

prava društava, postavlja u svakom slučaju samo oborivu predmnjevu o tome da je tada dopušteno povećati temeljni kapital uz isključenje prava prvenstva. Spomenuto pravilo nije ni u kojem slučaju tobožnje posebno pravilo koje bi isključivalo opće pravilo iz čl. 366. ZTD-a. Takvo stajalište jednostavno ne stoji. Isključene stare dioničare svakako treba zaštititi s naslova odredbe čl. 366. ZTD-a ne prati li burzovna cijena očitu stvarnu vrijednost dionice. Nedavne burzovne krize potvrđuju da burzovne cijene često ne odražavaju ni bilanciranu supstancijalnu vrijednost poduzeća. Stari isključeni dioničari upućeni su na primjenu odredbe čl. 366. ZTD-a jer im tada prijete očit pad vrijednosti njihovih dionica. Većina potrebna za donošenje odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva jednostavno nema pravo zadrijeti u članstvo preglasanih, isključenih starih dioničara tako što će nove dionice izdati za neprimjereno nizak iznos.¹⁷⁸ Prihvati li se suprotno stajalište, bez ikakvog bi se uporišta otklonila prisilnopravna sudska kontrola punog ekonomskog obeštećenja zbog zadiranja u imovinski supstrat članstva isključenog, tj. starog dioničara.¹⁷⁹

Ništa ne sprječava stare, tj. isključene dioničare da kupuju nove dionice iz druge ruke, na burzi; učine li oni to, nisu se time odrekli svojeg prava pobijanja odluke glavne skupštine s naslova odredbe čl. 366. ZTD-a.¹⁸⁰ Odluka glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva – neovisno o iznesenim razlozima – pobojna je ima li nedostatke vezane uz neke druge razloge, poput propusta u postupku sazivanja glavne skupštine i u donošenju odluka na glavnoj skupštini.

Pri odobrenom povećanju temeljnog kapitala također je moguće pojednostavnjeno isključenje, tj. ograničenje prava prvenstva i sa stajališta pravila hrvatskog prava društava, a koja odgovaraju § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a.¹⁸¹

¹⁷⁸ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39e; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, Rbr. 88.

¹⁷⁹ U tom smislu vidi odluku njemačkog Ustavnog suda BverfG NZG 2000, 1117, u vezi s gubitkom članstva, a što se samo po stupnju zadiranja razlikuje od isključenja prava prvenstva.

¹⁸⁰ Nejasno u tom smislu sa stajališta njemačkog prava Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39e.

¹⁸¹ Vidi o tome više u: Krause, *op. cit.* u bilj. 1, § 5 Rbr. 53.

- a) Izvješće uprave iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a sa stajališta § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno sa stajališta hrvatskog prava društava

Uprava treba podastrijeti glavnoj skupštini izvješće iz čl. 308. st. 5. reč. 2. ZTD-a i kad su posrijedi slučajevi obuhvaćeni § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno odgovarajući slučajevi sa stajališta hrvatskog prava društava. Odredbe ZTD-a o izvješću uprave prisilnopravne su prirode. Slučajevi tzv. "olakšanog" isključenja prava prvenstva i dalje ostaju u sferi isključenja prava prvenstva; ne može se, naime, fingirati kako u tom posebnom slučaju zapravo uopće i nije riječ o isključenju prava prvenstva pa se primjereno tome ne može zaključiti da je tada izlišno i spomenuto izvješće uprave glavnoj skupštini. Izvješće uprave u tom je slučaju u načelu oskudnije, no ono se u svakom slučaju treba podastrijeti glavnoj skupštini. Nije dovoljno samo općenito uputiti na to da se time jača uloga vlastitog kapitala u financiranju društva jer se postigao visoki tečaj po kojem su izdane nove dionice.¹⁸² Izvješće mora dakle ponuditi argumente koji upućuju na to da je pravo prvenstva isključeno u interesu društva da se domogne što bolje cijene za nove dionice.¹⁸³ Izvješće mora biti tim više iscrpno što se više okolnosti pojedinog slučaja udaljavaju od zakonskih pretpostavki isključenja prava prvenstva, odnosno od slučajeva iz domaće prakse prava društava koji se podudaraju sa slučajevima koji su obuhvaćeni § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a.¹⁸⁴ U potonjem slučaju posebice treba objasniti kako se odredila granica do koje će se povećati temeljni kapital, tj. burzovnu cijenu, te iznos za koji će se izdavati nove dionice.

- b) Sporni slučajevi sa stajališta § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno sa stajališta hrvatskog prava društava

Među mnogobrojnim dvojbjenim slučajevima ponajprije treba izdvojiti sljedeće: isključuje li se opetovano pravo prvenstva do iznosa od 10 % temeljnog kapitala; slaba mogućnost čvrstog određivanja burzovnog tečaja zbog slabog prometa određenim dionicama; isključenje prava prvenstva nauštrb dioničara koji već na temelju zakona ostvaruju određeni utjecaj u društvu jer sudjeluju u temeljnom kapitalu s 5 %, odnosno 10 %; slaba mogućnost kupnje novih dio-

¹⁸² Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, Rbr. 88.

¹⁸³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39f, s tim stajalištem suglasna je i LG München I AG 1996, 138, 139.

¹⁸⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39f.

nica, odnosno mogućnost kupnje isključivo pod pretpostavkom znatnog rasta vrijednosti novih dionica.¹⁸⁵ Pri ocjenjivanju tih i mnogobrojnih drugih srodnih okolnosti pojedinih slučajeva ponajprije treba poći od toga jesu li razlozi isključenje prava prvenstva tada materijalnoopravno opravdani.¹⁸⁶ Slučajevi obuhvaćeni § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, odnosno odgovarajući slučajevi sa stajališta hrvatskog prava društava opravdavaju, dakle, isključenje prava prvenstva samo ako se ispune strogo propisane pretpostavke o kojima je prije već bilo riječi. Pogrešno je stoga u tom slučaju pružiti starim, tj. isključenim dioničarima pravnu zaštitu isključivo sa stajališta pravila o zabrani zlouporabe prava s naslova čl. 4. ZOO-a, odnosno čl. 322. st. 1. ZOO-a.

5.6. Daljnje radnje potrebne radi provedbe isključenja prava prvenstva

Uprava sklupa za dioničko društvo ugovore o upisu novih dionica. Birajući upisnike uprava mora voditi računa o tome pod kojim je uvjetima glavna skupština odlučila o ograničenju, tj. isključenju prava prvenstva. Spomenuti uvjeti dadu se razabrati iz svrhe s kojom je donesena odluka o isključenju prava prvenstva, posebice suzuje li ona već sama po sebi krug potencijalnih upisnika. O tome je riječ povećava li se temeljni kapital uplatama uloga u stvarima i pravima i kad su posrijedi uvjeti imatelja zamjenljivih obveznica sukladno pravilima o uvjetnom povećanju temeljnog kapitala, odnosno uvjeti pod kojima radnici stječu pravo na tzv. radničke dionice, također sukladno pravilima o uvjetnom povećanju temeljnog kapitala.¹⁸⁷ Tada je, naime, očito da nove dionice ponajprije treba ponuditi na upis vlasnicima stvari kojima treba platiti nove dionice, imateljima zamjenljivih obveznica, odnosno radnicima obuhvaćenim planom radničkog dioničarstva. Ako odluka glavne skupštine nije u tom smislu zadana, uprava je slobodna odlučiti o tome tko će upisati nove dionice. Ne upišu li osobe u korist kojih je isključeno pravo prvenstva starim dioničarima sve što bi im po toj osnovi pripadalo, uprava mora voditi računa o tome da tada za taj neupisani ostatak novih dionica treba dati prednost starim dioničarima pred svim trećim osobama te da tada dioničari imaju jednak položaj pod jednakim uvjetima sukladno odredbi čl. 211. ZTD-a.¹⁸⁸ Ako se svrha zbog koje je isključeno pravo prvenstva ne može ostvariti jer je primjerice bio slab odaziv radnika

¹⁸⁵ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39g.

¹⁸⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39g.

¹⁸⁷ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 101; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 40.

¹⁸⁸ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 101; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 40.

na opis tzv. radničkih dionica, uprava je u pravilu obvezna postupiti sukladno zahtjevima čl. 308. ZTD-a vezanim uz ostvarenje prava prvenstva.

5.6.1. Iznos za koji se izdaju nove dionice

Pri utvrđivanju iznosa za koji se izdaju nove dionice glavna skupština obvezna je voditi računa o zahtjevima odredbe čl. 366. ZTD-a. Pravilo u načelu vrijedi i kad društvo izdaje tzv. radničke dionice, iako tada treba voditi računa i o socijalnopolitičkim aspektima.¹⁸⁹ Utvrdi li glavna skupština samo najniži iznos ispod kojega se neće izdavati nove dionice, odnosno utvrdi li najniži i najviši iznos za koji će se izdavati nove dionice (čl. 304. st. 2. ZTD-a), ili ako uopće ne utvrdi iznos za koji će se izdavati nove dionice, uprava je obvezna poduzeti sve što je u njezinoj moći kako bi unutar tih zadanih granica utvrdila, odnosno postigla najbolju moguću cijenu novih dionica.¹⁹⁰ Uprava u svakom slučaju mora u svojem izvješću obrazložiti iznos po kojem kani izdati nove dionice (čl. 308. st. 5. reč. 3. ZTD-a).

5.7. Nedostaci odluke glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva

Odluka o isključenju prava prvenstva može biti prividna, nišetna i pobojna. Ona je prividna odluči li se o isključenju prava prvenstva mimo odluke o povećanju temeljnog kapitala. U tom slučaju zapravo nije ni donesena nikakva odluka o isključenju prava prvenstva; postoji samo puki privid o tome kako je ta odluka donesena. Riječ je o posebnom slučaju prividne odluke glavne skupštine jer su pravni učinci u tim slučajevima različiti od onih koje inače susrećemo kod prividnih odluka glavne skupštine. Oспорavanje prividnih odluka općenito iziskuje, naime, podnošenje dvaju tužbenih zahtjeva – jednog kojim se pobija proglašena odluka (prividna) i drugog kojim se utvrđuje odluka koja je zapravo donesena (stvarna odluka).¹⁹¹ Odluka o redovitom povećanju temeljnog kapitala i odluka o isključenju prava prvenstva čine doduše jedinstvo, no to pravilo vrijedi samo ako se očuva vanjsko jedinstvo tih dvaju odluka u skladu sa zahtjevima odredbe čl. 308. st. 4. reč. 1. ZTD-a. Puki privid o tome

¹⁸⁹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 41. Šteta što domaći porezni propisi ne razrađuju dodatno prednosti radničkog dioničarstva. Dobar poredbeno pravni primjer daje § 19 a njemačkog ErstG-a.

¹⁹⁰ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 41.

¹⁹¹ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1288 – 1289.

da je donesena odluka o isključenju prava prvenstva nije, dakle, u skladu s odredbom čl. 308. st. 4. reč. 1. ZTD-a, sposoban sam po sebi osporiti valjanost odluke o povećanju temeljnog kapitala. Ništa tada ne priječi dioničare da na temelju odredbe čl. 308. st. 1. ZTD-a ostvare svoje zakonsko člansko pravo prvenstva te da to svoje pravo i utuže ovisno o okolnostima pojedinog slučaja.¹⁹² Tada stoga ne treba posebnom tužbom pobijati proglašenu, prividnu odluku o isključenju, tj. ograničenju prava prvenstva.

Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva ništetna je krši li se njome moral, odnosno odredba čl. 355. toč. 4. ZTD-a. Ništetna je i ako sukladno čl. 355. toč. 3. ZTD-a nije u skladu s biti društva ili ako se njezinim sadržajem čini povreda propisa kojima se isključivo ili pretežno štite interesi vjerovnika društva, ili koji su doneseni radi zaštite javnog interesa. Odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva u pravilu ne pate od ništetnosti, nego od poboynosti. One su na temelju odredbe čl. 360. st. 1. ZTD-a pobojne ako isključenje prava prvenstva nije bilo izričito i uredno objavljeno (čl. 308. st. 3. ZTD-a). Pobojne su i ako izvješće uprave nije bilo uredno podastrto glavnoj skupštini, odnosno ako nije bilo sastavljeno u skladu s odredbom čl. 308. st. 5. reč. 2. i reč. 3. ZTD-a. U tom slučaju uopće nije bitno je li ta povreda i u kakvoj stvarnoj ili samo potencijalnoj uzročnoj vezi s isključenjem prava prvenstva.¹⁹³ Naknadna usmena razjašnjavanja izvješća uprave na glavnoj skupštini nisu kadra odkloniti, tj. naknadno ratihabirati nedostatke pisano sastavljenog izvješća koje je prvotno podastrto glavnoj skupštini.¹⁹⁴ Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva pobojna je s naslova odredbe čl. 360. st. 1. ZTD-a izostanu li već više puta spomenute materijalnopravne pretpostavke odluke o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva. Odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva pobojna je nadalje s naslova odredbe čl. 360. st. 1. ZTD-a te čl. 366. ZTD-a. Ništetnost i poboynost kao nedostaci odluke o isključenju prava prvenstva dovode do ništetnosti, tj. poboynosti cijele odluke o povećanju temeljnog kapitala.¹⁹⁵ Tada, dakle, nema mjesta za primjenu odredbe čl. 324. ZOO-a o djelomičnoj ništetnosti. Nije stoga posebice dopušteno osporavati odluku o povećanju temeljnog kapitala

¹⁹² Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 102.

¹⁹³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 42; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 104.

¹⁹⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 42; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 104.

¹⁹⁵ Vidi o tome поближе pod 5. 1. 1. Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 42; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 104.

uz isključenje prava prvenstva samo u dijelu koji se tiče nedostataka vezanih uz odluku o isključenju prava prvenstva.¹⁹⁶

5.8. Postupci koji proizvode isti pravni učinak kao i odluka o isključenju prava prvenstva

Ostvarenje zakonskog prava prvenstva propisanog odredbama čl. 308. st. 1. i st. 3. ZTD-a daje se otežati, tj. ugroziti sroči li se odluka glavne skupštine tako da ona po svojim faktičnim učincima zapravo ograničava, tj. isključuje pravo prvenstva. O tome je posebice riječ premašuje li iznos za koji se izdaju nove dionice njihovu stvarnu vrijednost ili ako se najniži iznos ispod kojega se neće izdavati nove dionice postavi neprimjereno visoko. Slične faktične učinke nameću odredbe koje dioničarima nameću dodatne nerazumne obveze žele li koristiti svoje pravo prvenstva. Takve odredbe odluka o povećanju temeljnog kapitala dopuštene su samo ako se ispune formalne i materijalne pretpostavke isključenja prava prvenstva.¹⁹⁷ Ako to nije slučaj, takva je odluka o povećanju temeljnog kapitala pobojna. Svaki postupak koji faktično otežava ostvarenje zakonskog prava prvenstva mora biti materijalnoopravno opravdan.

VI. Posredno pravo prvenstva (čl. 308. st. 6. ZTD-a)

6.1. Značenje posrednog prava prvenstva

Posredno pravo prvenstva pravilo je u razvijenoj poredbenoj poslovnoj praksi. Organizacijske teškoće i s tim povezani rizici neminovni su upusti li se izdavatelj sam u aranžiranje povećanja temeljnog kapitala. Dioničko društvo nije stoga samo u postupku izdavanja novih dionica – ono u taj posao u pravilu uključuje emisijska poduzeća, pa i emisijske konzorcije koji sami upisuju i uplaćuju sav iznos za koji se povećava temeljni kapital. Emisijska poduzeća stječu tako sve nove dionice te obvezu da ih ponude starim dioničarima sukladno odredbi čl. 308. st. 1. ZTD-a. Pravo prvenstva isključeno je samo po sebi preuzme li emisijsko poduzeće cijelo izdanje novih dionica. Istodobno zasnivanje izvedenog, ugovornog prava prvenstva nije kadro ništa promijeniti po tom pitanju – zakonsko pravo prvenstva iz čl. 308. st. 1. ZTD-a tada je faktično isključeno. Odredba čl. 308. st. 6. ZTD-a postavlja, međutim, fikciju

¹⁹⁶ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 42; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 104.

¹⁹⁷ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 43; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 100.

po kojoj nije riječ o isključenju prava prvenstva ispune li se pretpostavke propisane tom istom odredbom. Fikcija se sastoji u tome što tada ne treba ispitivati jesu li se ispunile formalne i materijalne pretpostavke isključenja prava prvenstva. Fikcija nije problematična sa stajališta zaštite imatelja posrednog prava prvenstva s obzirom na to da javnopravni nadzor kreditnih i financijskih institucija od strane HNB-a, odnosno HANFA-e, a s naslova odredaba čl. 197. ZOKI-ja i čl. 247 ZTK-a – uz precizne mehanizme zaštite koje u tom smislu nudi i ZTD – osigurava imateljima posrednog prava prvenstva zaštitu koja u najvećoj mogućoj mjeri odgovara zaštiti imatelja zakonskog prava prvenstva. Emisijski posao poslovna je djelatnost kreditnih, odnosno financijskih institucija u smislu čl. 5. st. 1. toč. 12. ZOKI-ja, odnosno čl. 5. st. 1. toč. 7. ZTK-a, koja se razvila u središnju uslugu investicijskog bankarstva.¹⁹⁸

6.2. Pretpostavke posrednog prava prvenstva

6.2.1. O posrednom pravu prvenstva odlučuje se odlukom glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala

Posredno pravo prvenstva nužno treba uspostaviti samom odlukom o povećanju temeljnog kapitala. Odlukom jasno treba odrediti da nove dionice treba preuzeti emisijsko poduzeće uz obvezu da ih ponudi starim dioničarima (čl. 308. st. 6. reč. 1. ZTD-a). Učini li se to, nije potrebno ispuniti pretpostavke propisane odredbama čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a, odnosno uvažiti već prije spomenuto pravilo izraženo u § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a¹⁹⁹, a koje može doći do izražaja i u domaćoj praksi prava društava.²⁰⁰ Posredno pravo prvenstva moguće je na temelju čl. 308. st. 6. reč. 1. ZTD-a samo kad odlukom glavne skupštine nove dionice treba preuzeti kreditna, odnosno financijska institucija uz obvezu da ih ponajprije ponudi na upis starim dioničarima. Propusti li se to učiniti, uspostavi li se, dakle, posredno pravo prvenstva odvojeno od odluke o povećanju temeljnog kapitala, takva je odluka prividna, nje zapravo ni nema pa stari dioničari imaju zakonsko pravo prvenstva na temelju odredbe čl. 308. st. 1. ZTD-a. O uspostavljanju posrednog prava prvenstva odlučuje isključivo

¹⁹⁸ ZTK govori o “usluzi provedbe ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa”, a ZOKI o “sudjelovanju u izdavanju financijskih instrumenata te pružanju usluga vezanih uz izdavanje financijskih instrumenata u skladu sa zakonom koji uređuje tržište kapitala”.

¹⁹⁹ O tome vidi pobliže pod 5. 5. 1.

²⁰⁰ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 106; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 45.

glavna skupština. Posredno pravo prvenstva može se uspostaviti samo za jedan dio povećanja temeljnog kapitala, preostali dio za koji se povećava temeljni kapital može se tada kombinirati s isključenjem prava prvenstva, a može se kombinirati i sa zakonskim pravom prvenstva. Potonje posebice dolazi do izražaja kad društvo ima malo krupnijih dioničara, dok su ostale dionice razasute na manjinske dioničare; krupniji dioničari zadržavaju tada svoje zakonsko pravo prvenstva, dok se manjinskim dioničarima nudi posredno pravo prvenstva. Ta kombinacija u svakom slučaju dobro vodi računa o troškovima povećanja temeljnog kapitala. Nije riječ o isključenju prava prvenstva ispoštuju li se tada zahtjevi propisani odredbom čl. 308. st. 1. reč. 1. ZTD-a.

6.2.2. Posredno pravo prvenstva provodi emisijsko poduzeće

Odredbom čl. 308. st. 6. ZTD-a izričito je propisano tko može posredovati pri upisu novih dionica. Riječ je o kreditnim i financijskim institucijama. Te institucije uređene su odredbama čl. 2. ZOKI-ja i čl. 9. ZOKI-ja, odnosno čl. 4. toč. 16. ZTK-a. Tim institucijama treba pridodati i investicijska društva iz čl. 10. ZTK-a s obzirom na to da i ona prema čl. 11. st. 1. ZTK-a mogu obavljati emisijske poslove. Druge institucije, odnosno poduzetnici, ne smiju se baviti emisijskim poslom u smislu odredbe čl. 308. st. 6. ZTD-a. Više međusobno nepovezanih ili, pak, povezanih kreditnih, odnosno financijskih institucija također mogu posredovati pri upisu novih dionica. U potonjem slučaju kao posrednik djeluje konzorcij. Posreduje li konzorcij u postupku upisa novih dionica, svaka članica konzorcija mora biti kreditna, odnosno financijska institucija. Emisijski posao poduzima tada konzorcij samostalno, kao ortaštvo, pa članice konzorcija, tj. ortaštva, ne mogu jednostrano ograničiti svoju odgovornost prema trećima s naslova emisijskog posla. Odluka glavne skupštine pobojna je posreduju li pri upisu novih dionica umjesto kreditnih i financijskih institucija pojedinačni dioničari ili neke druge osobe ako već zbog perpleksnosti nije trebala biti ništetna, jer se takvom odlukom istodobno prekršila i odredba čl. 355. toč. 3. ZTD-a; zadrlo se u bit društva tako što se stare dioničare uskratilo za njihovo zakonsko pravo prvenstva.²⁰¹

Emisijsko poduzeće poznato je u pravilu i prije nego što se donese odluka glavne skupštine u skladu sa zahtjevima odredbe čl. 308. st. 6. ZTD-a; ono se međutim može poimence odrediti odlukom glavne skupštine. To, međutim, nije nužno. Ne odredi li se emisijsko poduzeće poimence odlukom glavne

²⁰¹ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 107; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 46.

skupštine, uprava ga je obvezna izabrati. U odluci o povećanju temeljnog kapitala glavna skupština može odrediti iznos za koji će se izdavati nove dionice i tečaj po kojem će stari dioničari upisivati i uplaćivati dionice emisijskom poduzeću. Ne odredi li to glavna skupština, to će učiniti uprava društva.

6.2.3. Emisijsko poduzeće obvezno je nove dionice ponuditi starim dioničarima

Emisijsko poduzeće obvezno je nove dionice ponajprije ponuditi na upis starim dioničarima (čl. 308. st. 6. reč. 1. ZTD-a). Emisijsko poduzeće preuzima tu obvezu na temelju ugovora što ga sklapa s dioničkim društvom. Obvezu emisijskog poduzeća da ponudi nove dionice ponajprije na upis starim dioničarima mora se sročiti kao njegovu ugovornu obvezu u korist trećega, odnosno starih dioničara, a u smislu odredbe čl. 337. ZOO-a. Stari dioničari moraju, dakle, steći prema emisijskom poduzeću vlastitu i neposrednu tražbinu prava prvenstva upisa novih dionica. Propusti li se to učiniti, posredno pravo prvenstva nije suštinski izjednačeno sa zakonskim pravom prvenstva, pa bi stoga po prirodi stvari trebalo potpasti pod stroži režim propisan odredbama čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a, pa i pod već spomenuto pravilo izraženo u § 186 st. 3. reč. 4. AktG-a²⁰², a koje na odgovarajući način treba primijeniti i u domaćoj praksi. Emisijsko poduzeće obvezno je starim dioničarima ponuditi na upis sve nove dionice za kojima oni nisu mogli posegnuti koristeći svoje zakonsko pravo prvenstva, i to tako da svaki stari dioničar može steći pravo upisa novih dionica razmjerno svojem zakonskom pravu prvenstva. Obveza emisijskog poduzeća mora se u najvećoj mogućoj mjeri preklapati sa zakonskim pravom prvenstva starih dioničara.

Nove dionice treba bez odgađanja ponuditi na upis starim dioničarima; ako zastajkivanje s nuđenjem dionica nije rezultat složenosti samog postupka, riječ je o ograničenju prava prvenstva koje je podložno sudskoj kontroli sa stajališta čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a s obzirom na to da tada nisu ispunjene pretpostavke propisane odredbom čl. 308. st. 6. ZTD-a. Sadržaj ugovora što ga emisijsko poduzeće sklapa sa starim dioničarima mora se uostalom ravnati prema odluci glavne skupštine, odnosno prema onome što je ona izdvojila kao bitno. Emisijsko poduzeće zaračunava za svoje preuzete i ispunjene ugovorne činidbe primjerenu naknadu. Stari dioničari plaćaju tu naknadu, i to kao višak iznad cijene po kojoj se izdaju te nove dionice. Plati li dioničko društvo tu naknadu, krši se odreda čl. 212. ZTD-a. Ugovor dioničkog društva i emisijskog

²⁰² O tome vidi pobliže pod 5. 5. 1.

poduzeća mora se sklopiti najkasnije istodobno sa sklapanjem ugovora o upisu novih dionica između emisijskog poduzeća i svakog pojedinog starog dioničara. Ugovor dioničkog društva i emisijskog poduzeća sklapa se u pravilu i prije nego što društvo uopće donese odluku o nakani povećanja temeljnog kapitala.

6.2.4. Iznos za koji stari dioničari kupuju nove dionice od emisijskog poduzeća

Ugovor dioničkog društva i emisijskog poduzeća mora nadalje odrediti tečaj po kojem će stari dioničari platiti emisijskom poduzeću cijenu za te nove dionice. Uprava mora u cijelosti postupiti u skladu s onim što je određeno odlukom glavne skupštine u vezi s cijenom novih dionica; ne učini li to glavna skupština, upravi je prepušteno odrediti cijenu novih dionica. Glavna skupština može dakle odrediti i iznos za koji će se izdati nove dionice i tečaj po kojem će stari dioničari platiti emisijskom poduzeću cijenu za te nove dionice.²⁰³ Proпусти li ona to učiniti, odluka o tome je na upravi.

Tečaj po kojem će nove dionice stari dioničari upisivati, pa zatim i plaćati emisijskom poduzeću, može premašiti iznos za koji je dioničko društvo izdalo te nove dionice emisijskom poduzeću. Nije utemeljeno stajalište prema kojem bi se ta razlika trebala svesti isključivo na primjerenu naknadu što je emisijsko poduzeće zaračunava dioničkom društvu za svoju činidbu. Stari dioničari mogu, dakle, nadoplatiti emisijskom poduzeću nove dionice i povrh iznosa koji je emisijsko poduzeće platilo dioničkom društvu. Emisijsko poduzeće mora se, međutim, obvezati da će dioničkom društvu prenijeti sav iznos koji premašuje primjerenu, odnosno ugovorenu naknadu što je emisijsko poduzeće zaračunava dioničkom društvu za svoju činidbu.²⁰⁴ Tako namaknut iznos dioničko društvo dužno je računovodstveno iskazati u rezervama kapitala kao i svaki drugi iznos za koji je dionice izdalo povrh njihove nominale. Stajalište omogućuje žurno upisivanje odluke o provedenom povećanju temeljnog kapitala u sudski registar, ali i to da se *agio* naknadno iskaže u poslovnim knjigama društva te da se tako u najvećoj mogućoj mjeri izjednači neposredno i posredno pravo prvenstva. Pri tome treba voditi računa o tome da ta cijena ne premaši stvarnu vrijednost novih dionica jer bi se u tom slučaju izjalovio smisao čl. 308. st. 6. ZTD-a. Tada, naime, prijeto opasnost da dođe do faktičnog isključenja, tj. ograničenja posrednog prava prvenstva.²⁰⁵

²⁰³ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 109; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 49.

²⁰⁴ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 109; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 48.

²⁰⁵ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 109.

6.3. Provedba posrednog prava prvenstva

6.3.1. Povećanje temeljnog kapitala

Upisnik novih dionica u smislu odredbe čl. 307. ZTD-a, pa prema tome i obveznik uplate tih novih dionica, isključivo je emisijsko poduzeće. Nije riječ o uplati uloga – s obzirom na to da društvu nisu preostala nikakva sredstva – kani li se na temelju određene pogodbe sredstvima što ih društvu za nove dionice plati emisijsko društvo financirati obveze starih dioničara prema emisijskom poduzeću s naslova plaćanja novih dionica preuzetih u sklopu korištenja njihova posrednog prava prvenstva. Emisijsko poduzeće mora tada još jednom platiti dioničkom društvu ulog za dionice koje je preuzelo.²⁰⁶ Nadležni trgovački sud upisat će u glavnu knjigu sudskog registra da je provedeno povećanje temeljnog kapitala podastru li se uz odgovarajuću prijavu isprave propisane odredbom čl. 309. ZTD-a. Najniži iznos koji treba platiti za nove dionice sukladno odredbi čl. 309. st. 2. ZTD-a određuje se prema iznosu za koji su se izdale nove dionice, a ne prema tečaju po kojem su nove dionice stari dioničari upisivali pa zatim i plaćali emisijskom poduzeću. Temeljni kapital društva povećan je s danom upisa povećanja tog kapitala u sudski registar (čl. 310. ZTD-a). *Agio* i četvrtina najnižeg iznosa za koji se nove dionice mogu izdati i koji treba uplatiti (čl. 309. st. 2. u vezi s čl. 179. st. 3. ZTD-a) prije nego što društvo podnese prijavu za upis provedenog povećanja temeljnog kapitala u sudski registar određuje se s pomoću tečaja po kojem se izdaju nove dionice, a koji su međusobno dogovorili dioničko društvo i emisijsko poduzeće. Viši iznos koji eventualno plaćaju dioničari emisijskom poduzeću neće se, dakle, uzeti u obzir. Emisijsko poduzeće stječe nova članska prava – postaje, dakle, punopravni dioničar kojem stoje na raspolaganju sva imovinska i upravljačka članska prava. Ono gubi svoj članski položaj tek kad novostečene dionice prenese starim dioničarima u okviru postupka posrednog prava prvenstva. Odredba čl. 219. st. 3. ZTD-a – iznimka od općeg režima stjecanja vlastitih dionica – neće se primijeniti preuzme li emisijsko poduzeće na sebe sav rizik vezan uz prijenos novih dionica starim dioničarima, ne dade li mu, dakle, dioničko društvo nikakvo osiguranje, odnosno ne preuzme li ono nikakvu obvezu prema emisijskom poduzeću za slučaj da ne dođe do tog prijenosa.²⁰⁷

²⁰⁶ Tako BGH NJW 1993, 1983.

²⁰⁷ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 110; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 50.

6.3.2. Odnos između emisijskog poduzeća i dioničara

Rasprava o pravnoj prirodi posrednog prava prvenstva nužno uključuje tumačenje pravnog odnosa između emisijskog poduzeća i starih dioničara. Na temelju ugovora što ga sklapaju emisijsko poduzeće i dioničko društvo, emisijsko poduzeće preuzima obvezu da dioničarima ponudi upis novih dionica. Stari dioničari imaju s naslova odredbe čl. 337. ZOO-a utuživ zahtjev prema emisijskom poduzeću da im dade ponudu za upis novih dionica. Riječ je o obvezujućoj ponudi u smislu odredbe čl. 257. ZOO-a. Ta ponuda daje se pod odgodnim uvjetom (čl. 297. st. 2. ZOO-a) upisa provedenog povećanja tog kapitala u sudski registar (čl. 310. ZTD-a) s obzirom na to da je emisijsko poduzeće tek od tog trenutka kao punopravni dioničar kadro stečene dionice prenijeti dalje starim dioničarima.²⁰⁸ Ponuda proizvodi pravne učinke najkasnije u trenutku njezina objavljivanja sukladno zahtjevima odredbe čl. 308. st. 6. reč. 2. ZTD-a. Stari dioničari prihvataju očituju emisijskom poduzeću. Nužnim uvjetima pod kojima se sukladno odluci glavne skupštine ostvaruje posredno pravo prvenstva dobro je pridodati da stari dioničar svoj prihvata mora dati u pisanom obliku – pa i na unaprijed za to pripremljenom obrascu – te da svoje ovlasti u vezi s posrednim pravom prvenstva treba dokazati tako da emisijskom poduzeću podastre pisanu potvrdu SKDD-a o tome da su izdavateljeve dionice zaista pravovremeno bile zavedene na njegovu računu otvorenom u SKDD-u. Ponuda može odrediti da se prihvata treba očitovati u određenom roku (čl. 308. st. 6. reč. 2. ZTD-a u vezi s čl. 308. st. 3. reč. 1. ZTD-a). Očitovanje li se prihvata sa zakašnjenjem, treba uzeti da je riječ o novoj ponudi (čl. 266. st. 1. ZOO-a), pa za nju posredno pravo prvenstva više ne vrijedi. Valjanim očitovanjem prihvat emisijsko poduzeće i dioničar sklapaju ugovor o kupoprodaji. Taj ugovor treba ispuniti prema općim pravilima (čl. 376. ZOO-a, čl. 160. st. 1. ZOO-a). Spomenuti tečaj, tj. kurs prava prvenstva nije stoga nikakva činidba s naslova uplate uloga, nego puko plaćanje cijene, tj. ispunjenje kupoprodajne činidbe. Ne primjenjuju se stoga odredbe čl. 212. ZTD-a i čl. 213. ZTD-a. U obzir dolaze i zahtjevi za naknadu štete novih dioničara protiv izdavatelja, članova uprave i članova nadzornog odbora s naslova odredbe čl. 359. ZTK-a objave li dionička društva kojih se dionice listaju na burzi nepotpun ili netočan prospekt. Prevladava stajalište da novi dioničari nemaju neposredne općenite zahtjeve za naknadu štete prema izdavatelju, tj. dioničkom društvu i emisijskom poduzeću, i to s naslova instituta o ugovoru sa zaštitnim učincima prema

²⁰⁸ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 110; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 51.

trećima – u ovom slučaju prema novim dioničarima – a zbog toga što ugovor između dioničkog društva i emisijskog poduzeća nije – prema prevladavajućem stajalištu – ugovor sa zaštitnim učincima prema novim dioničarima.²⁰⁹

6.3.3. Obveza objavljivanja ponude emisijskog poduzeća starim dioničarima i roka u kojem oni tu ponudu mogu prihvatiti

Dioničko društvo zastupano po svojoj upravi – a ne emisijsko poduzeće! – obvezno je na temelju odredbe čl. 308. st. 6., a u vezi s odredbom čl. 308. st. 3. ZTD-a, objaviti ponudu starim dioničarima da imaju pravo prvenstva upisa novih dionica koje je preuzelo emisijsko poduzeće.²¹⁰ Potankosti te objave ovise o tome je li tečaj po kojem će se plaćati nove dionice unaprijed točno određen i objavljen ili su objavljena samo mjerila po kojima će se on tek naknadno utvrditi (tzv. *Bookbuilding*). U prvom slučaju treba objaviti točan iznos onoga što treba platiti za nove dionice i rok u kojem stari dioničari imaju pravo prihvatiti ponudu emisijskog poduzeća. Taj rok treba objaviti u glasilu društva. Spomenuti rok fakultativan je za razliku od roka propisanog odredbom čl. 308. st. 1. reč. 2. ZTD-a; odredi li se dakle rok, on ne mora iznositi najmanje 14 dana otkad je ponuda objavljena u glasilu društva, kao što je to slučaj s rokom propisanim odredbom čl. 308. st. 1. reč. 2. ZTD-a. Objavi li se sadržaj ponude, taj rok je međutim obvezujući jer je postao sastavni dio ponude, bez obzira na to što je u načelu riječ o fakultativnom roku. Objaviti treba i druge potankosti vezane uz ponudu poput sadržaja ponude, označavanja emisijskog poduzeća, osoba koje imaju posredno pravo prvenstva te uvjeta koje oni trebaju ispuniti kako bi se valjano legitimirali prema emisijskom poduzeću. Troškove objave snosi dioničko društvo, a ne emisijsko poduzeće. Ponudu posrednog prava prvenstva dovoljno je objaviti u glasilu društva, dioničko društvo ne treba je objaviti i putem elektronskog informativnog medija, primjerice na svojim mrežnim stranicama.

U drugom slučaju – navedu li se, dakle, samo osnove za određenje iznosa za koji će emisijsko poduzeće ponuditi dionice starim dioničarima – mora se najkasnije tri dana prije isteka roka za posredni upis dionica u glasilu društva i putem elektronskog informativnog medija objaviti cijena koju stari dioničari moraju platiti emisijskom poduzeću za dionice. Odredba čl. 308. st. 6. ZTD-a

²⁰⁹ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 113; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 51. Suprotno stajalište zastupa prije svih Canaris, *op. cit.* u bilj. 1, Rbr. 2272.

²¹⁰ Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1225.

doduše ne razgraničuje ta dva spomenuta slučaja, no to treba učiniti uzme li se u obzir da to čini odredba čl. 308. st. 3. ZTD-a na primjenu koje je odredba čl. 308. st. 6. ponajprije upućena. U suprotnom bi neopravdano došlo do raskoraka neposrednog i posrednog prava prvenstva. Taj rok je obligatoran, za razliku od fakultativnog roka iz prvog slučaja.

6.3.4. Neupisani višak novih dionica

Ne iskoriste li stari dioničari u cijelosti ili djelomično svoje posredno pravo prvenstva, ostatak posredno neupisanih novih dionica neće moći upisivati ponajprije stari dioničari koji su u cijelosti iskoristili svoje posredno pravo prvenstva. Emisijsko poduzeće u pravilu je već na temelju ugovora s dioničkim društvom, tj. izdavateljem, obvezno taj ostatak neupisanih dionica unovčiti za što je moguće veći iznos.²¹¹ Nema zapreke da se tada premaši i tečaj posrednog prava prvenstva. Emisijsko poduzeće obvezno je dioničkom društvu, tj. izdavatelju, proslijediti i svu razliku do iznosa za koji su se izdale nove dionice u postupku provedbe posrednog prava prvenstva umanjenu za naknadu koju je za pružene usluge emisijsko poduzeće zaračunalo dioničkom društvu, tj. izdavatelju.²¹² U postupku provedbe posrednog prava prvenstva između osoba zainteresiranih za upis ostatka neupisanih dionica probrat će se oni koji će na koncu to i učiniti, i to pod istim pravilima koja vrijede u slučaju neiskorištenog zakonskog prava prvenstva. Dioničari zavrjeđuju u tom stadiju provedbe posrednog prava prvenstva isti položaj pod istim uvjetima sukladno pravilima odredbe čl. 211. ZTD-a. Ništetne su ugovorne odredbe kojima bi emisijsko poduzeće i dioničko društvo odstupili od tog redovitog režima zaštite dioničara; emisijsko poduzeće i dioničko društvo odgovorni su, štoviše, u tom slučaju za naknadu štete prema dioničarima koji su u tom smislu ostali uskraćeni za svoje pravo jednakog položaja pod jednakim uvjetima.²¹³

6.4. Prenosnje posrednog prava prvenstva

Dioničari mogu slobodno prenositi svoju obveznopravnu tražbinu prema emisijskom poduzeću da im dade ponudu za upis novih dionica razmjerno njihovu dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva izdavatelja.

²¹¹ Tako Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 113; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 53.

²¹² Tako BGH NJW 1995, 2486; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 53.

²¹³ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 53.

Posredno pravo prvenstva prenosi se običnom cesijom. Može ga se i založiti i naslijediti. Tu tražbinu moguće je i plijeniti u ovršnom postupku. Prenosiva je u načelu i pravna pozicija koja nastaje u času kad se prihvati ponuda za posredni upis novih dionica (čl. 257. st. 1. ZOO-a).

6.5. Posredna prava prvenstva koja ne pripadaju pod čl. 308. st. 6. ZTD-a

Na temelju odredbe čl. 308. st. 6. ZTD-a emisijsko poduzeće mora preuzeti sve nove dionice i zatim ih u cijelosti ponuditi starim dioničarima. Pravo prvenstva stoga je isključeno ako preuzimatelj i kasniji ponuditelj novih dionica nije emisijsko poduzeće; jednako vrijedi i kad makar jedan član emisijskog konzorcija nije emisijsko poduzeće.²¹⁴ U tom slučaju moraju se, dakle, ispuniti formalne i materijalne pretpostavke propisane odredbama čl. 308. st. 4. i st. 5. ZTD-a. Materijalnopravne pretpostavke kadre su tada opravdati isključenje prava prvenstva ovisno o tome zbog kojih je razloga izdavatelj odlučio u postupak izdavanja novih dionica uključiti poduzeće koje nema karakter emisijskog poduzeća. Treba, primjerice, ispitati je li to bilo opravdano sa stajališta troškova, probijanja izdavatelja na jaka tržišta kapitala, odnosno je li posrednikova poslovna ozbiljnost i bonitetnost kadra već sama po sebi otkloniti činjenicu da taj posrednik nije emisijsko poduzeće.²¹⁵ Bitno je, nadalje, udovoljava li obveza koju je preuzimatelj – koji nije emisijsko poduzeće – preuzeo prema starim dioničarima na temelju ugovora sklopljenog s izdavateljem, tj. dioničkim društvom, pretpostavkama odredbe čl. 308. st. 6. reč. 1. ZTD-a, odnosno imaju li stari dioničari prema tom preuzimatelju ponajprije neposredan imovinsko-pravni zahtjev s naslova odredbe čl. 337. ZOO-a da im dade ponudu za upis dionica koje je preuzelo od dioničkog društva, tj. izdavatelja. Uprava je i kod tog posrednog prava prvenstva na temelju odredbe čl. 308. st. 6. reč. 2. ZTD-a obvezna objaviti u glasilu društva preuzimateljevu ponudu starim dioničarima uz navođenje onoga što se mora platiti za dionice i rok za prihvatanje ponude. Preuzimatelj je obvezan unovčiti nove dionice koje su ostale neupisane sukladno već prije postavljenim pravilima. I taj slučaj posrednog prava prvenstva podvrgnut je sudskoj zaštiti sa stajališta odredbe čl. 366. ZTD-a.

²¹⁴ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 55.

²¹⁵ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 55, Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 116.

6.6. Isključenje prava prvenstva u koncernu

Odredbe čl. 304. i dalje, te posebice odredba čl. 308. ZTD-a, vrijede u načelu samo za povećanje temeljnog kapitala upravo onog dioničkog društva koje odlučuje o povećanju svojeg temeljnog kapitala. Te odredbe neće se, dakle, u načelu primijeniti povećava li se temeljni kapital društva koje je ovisno o određenom dioničkom društvu, koje to dioničko društvo štoviše vodi u sklopu koncerna. Povećanje temeljnog kapitala društava u sastavu koncerna kadro je, međutim, pod okolnostima pojedinog slučaja poremetiti postojeću strukturu članstva u koncernu te tako narušiti stečene pravne pozicije, tj. interese starih dioničara. O tome je, posebice, riječ isključujući li se prilikom povećanja temeljnog kapitala društva kćeri pravo prvenstva društva majke u korist trećega koji dotada uopće nije bio dioničar društva kćeri. Vrijednost koju vladajuće društvo ima sudjelujući u temeljnom kapitalu ovisnoga društva razvodnjuje se, u tom slučaju, tako što se središte moći, tj. odlučivanja, u ovisnome društvu pomaknulo s vladajućega društva na tog trećega, u čiju je korist isključeno pravo prvenstva.²¹⁶ Budući da u društvu kćeri kao dioničar sudjeluje isključivo društvo majka, dioničari društva majke nemaju po prirodi stvari nikakvo pravo prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala društva kćeri. O povećanju temeljnog kapitala društva kćeri i o isključenju prava prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala društva kćeri odlučuje uprava društva majke sukladno funkcionalnom ustroju organa dioničkog društva. Prenategnuto je baratati tobožnjom posebnom dimenzijom prava prvenstva kad je riječ o koncernu.

Nakon što je njemački BGH donio presudu u predmetu *Holz Müller*²¹⁷ uvrijedilo se stajalište da bitne, tj. temeljne odluke, koje uprava društva majke donosi tako što glasuje na glavnoj skupštini društva kćeri, trebaju odobriti i dioničari društva majke. Povećava li se temeljni kapital društva kćeri, s odlukom glavne skupštine ili skupštine društva kćeri o povećanju temeljnog kapitala uz istodobno isključenje prava prvenstva društva majke, iznimno se, dakle, moraju suglasiti i dioničari društva majke – pa i kad se o tome odlučuje zbog toga što se dionice društva kćerke kane izlistati na nekoj burzi.²¹⁸ Glavna skupština društva majke treba, naime, podržati odluku glavne skupštine društva kćeri o povećanju temeljnog kapitala kojom je isključeno pravo prvenstva društvu

²¹⁶ Tako i Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 116.

²¹⁷ Vidi o tome Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1075, 1076.

²¹⁸ Vidi o tome BGH NJW 1982, 1703; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 56; Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 117.

majci – pa prema tome posredno i dioničarima društva majke – prijeti li, ako se primijeni ta odluka, objektivni pad vrijednosti dionica društva majke.²¹⁹ Odluka glavne skupštine društva majke kojom se odobrava odluka glavne skupštine društva kćeri treba ispunjavati sve formalne i materijalne pretpostavke koje inače mora ispunjavati i odluka glavne skupštine društva majke odlučuje li se njome o isključenju prava prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala (čl. 308. st. 4. i 5. ZTD-a).²²⁰ Pravilo u načelu vrijedi i kad glavna skupština društva majke zadrži u potpunosti svoje pravo prvenstva. Iznimka je moguća samo kad umjesto društva majke njezini dioničari steknu pravo prvenstva upisa novih dionica društva kćeri, i to razmjerno svojem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva majke.²²¹ Dioničarima društva majke omogućuje se time da zaobilazno u cijelosti ostvare nepisanu nadležnost glavne skupštine društva majke. Isključenje prava prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala društva kćeri mora se u svakom slučaju opravdati. Materijalnopravne pretpostavke isključenja prava prvenstva pri povećanju temeljnog kapitala društva kćeri ravnaju se isključivo interesima društva kćeri. Interesi koncerna kao cjeline u tom smislu nisu bitni. Posebice treba obrazložiti zašto se pravo prvenstva društva majke nije nadomjestilo pravom prvenstva njezinih dioničara razmjerno njihovu sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva majke. Odluka glavne skupštine društva majke kadra je samo interno obvezati upravu glavnog društva.²²² Postupi li uprava suprotno odluci glavne skupštine društva majke, valjan je glas koji je ona dala za odluku o povećanju temeljnog kapitala društva kćeri uz isključenje prava prvenstva, pa primjereno tome valjana je i odluka koju je po tom pitanju donijela glavna skupština društva kćeri. Odgovornost uprave ograničena je stoga u tom slučaju na imovinskopravne zahtjeve društva majke za naknadu štete.

VII. Zaključak

Američko iskustvo pojačava potrebu usavršavanja domaćeg zakonskog prava prvenstva. Pretjerano je po tom uzoru ustrajati na suštinskoj pravopolitičkoj kritici prava prvenstva u domaćem pravu. Hrvatsko pravo može se udaljiti

²¹⁹ Vidi o tome BGH NJW 1982, 1703.

²²⁰ Tako BGH NJW 1982, 1703; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 56, Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 118.

²²¹ Tako Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 56, Peifer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 118.

²²² Tako sa stajališta učenja o unutarnjem i vanjskom društvu Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1075.

od zakonskog prava prvenstva samo pod pretpostavkom da se u tom smislu promijeni i cjelokupno europsko pravo društava, koje počiva na usklađivanju nacionalnih europskih prava sa zahtjevima čl. 29. Druge smjernice iz područja prava društava. Spomenuta odredba zahtijeva, naime, zakonsko uređenje prava prvenstva. Američka stajališta i njemačke reakcije ovaj rad prihvaća kao poticaj za raspravu o koristima i troškovima prava prvenstva kako bi se hrvatsko pravo u svakom pojedinom slučaju što preciznije odredilo prema materijalno-pravnim pretpostavkama isključenja i ograničenja prava prvenstva. Jasno je da ne možemo računati s time da se po američkom obrascu i kod nas odustane od zakonske zaštite prava prvenstva.

Treba otkloniti zaoštreno tumačenje prema kojem poredbenopravna njemačka pravna književnost pretjerano naglašava tobožnju krutu kogentnost prava prvenstva, a američka pravna književnost upada u drugu krajnost pretjerujući s isticanjem tobožnje dispozitivnosti tog prava. Dispozitivnost, odnosno kogentnost nije matrica po kojoj treba rješavati isključenje prava prvenstva. Takva paušalna poredbenopravna analitika gubi iz vida da pravo prvenstva nije, naime, obvezno, nego korporacijsko pravo. Pogrešno je kao potvrdu kogentnosti prava prvenstva isticati nemogućnost statutarnog isključenja prava prvenstva. Interes društva nije u tom slučaju moguće ravnati prema statutarним određenjima. Na temelju pogrešne premise da su odredbe statuta dispozitivne i kogentne, zagovara se *de lege ferenda* dispozitivno uređenje klauzula statuta u pitanju prava prvenstva.²²³ Tom binarnom, plošnom pristupu i dalje izmiče problem prava prvenstva. Posrijedi je, naime, člansko pravo koje su kadri potisnuti samo materijalno-pravno opravdani preči interesi društva. Interes društva nije kod prava prvenstva toliko precizan, tj. čist, pa ga je stoga nemoguće generalno urediti dispozitivnom ili kogentnom odredbom statuta. Nikad se ne smije izgubiti iz vida da isključenje prava prvenstva uvijek treba vezati uz konkretnu odluku glavne skupštine, odnosno uprave, ako je riječ o odobrenom povećanju temeljnog kapitala. Bit je u tome da interes društva ne opravdava, naime, sam po sebi korporacijske interese pojedinih dioničara. U svakom pojedinom slučaju treba točno utvrditi prevladavajući interes društva; o tome ovisi je li odluka o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva materijalno-pravno valjana. U svakom pojedinom slučaju glavna skupština kod redovitog, a uprava kod odobrenog povećanja temeljnog kapitala, snose punu odgovornost za isključenje prava prvenstva, ali i u odgovarajućoj mjeri za odluku o tome da se dioničarima po redovitom tijeku stvari dade pravo prvenstva.

²²³ U tom pogrešnom smjeru ide prije svih Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 7.

Nisu sporne faktične razlike u zaštiti upravljačkih i imovinskih prava dioničara. Imovinska prava nisu zaštićena u toj mjeri kao upravljačka; što je i logično uzme li se u obzir da su prva strogo osobna, a druga nužno imaju i prometnu vrijednost, što ih i čini imovinskim članskim pravima, odnosno korporacijsko-obveznim pravima. Članstvo kao pravna kategorija rascijepjeno je po prirodi stvari na jači, upravljački i slabiji, imovinski pol. Imovinska pozicija bliža je obveznopravnoj za razliku od upravljačke koja je dominantno korporacijske prirode.

Isključenje prava prvenstva općenito gledajući – a ne samo u pojedinim slučajevima – “teško pogađa članstvo svakog pojedinog isključenog dioničara.”²²⁴ Ekonomska problematiziranja te tvrdnje nisu kadra narušiti suštinsku korporacijsku pravu prirodu prava prvenstva. Shvaćanje prava prvenstva kao članskog prava ne nameće međutim sukob međusobno suprotstavljenih interesa isključenih dioničara i interesa društva za povećanjem temeljnog kapitala u mjeri u kojoj to danas više nije moguće životno prevladati. Isključeni dioničar javnog dioničkog društva samo u načelu ne gubi ništa izda li društvo nove dionice za primjerenu cijenu. Odluku o povećanju temeljnog kapitala, pa primjereno tome i odluku o isključenju prava prvenstva koja je njezin sastavni dio, treba smatrati valjanom poduzetničkom odlukom, ali samo pod pretpostavkom da se ona uredno izjasnila o razlozima zbog kojih se isključuje pravo prvenstva. Sud u svakom slučaju smije ispitivati i korigirati svrhovitost tih odluka, no uvijek s *ex ante* pozicija. Oспорava li tko valjanost te odluke, društvo je obvezno dokazati materijalnopravnu opravdanost odluke. Isključeni dioničari nisu obvezni podastrijeti ni *prima facie* dokaz o tome kako je uprava društva, odnosno većina dioničara zloupotrijebila svoje obveze lojalnog postupanja prema društvu i manjinskim dioničarima, ili je pak odlukom kanila pribaviti sebi korist nauštrb društva ili manjinskih, isključenih dioničara. Društvo kao tuženik obvezno je opravdati svoje postupke neovisno o tome jesu li isključeni dioničari podastri taj dokaz. Pravila o teretu dokazivanja moraju se, naime, uskladiti sa strogim formalnostima postupka isključenja prava prvenstva. Izvješće uprave iz čl. 308. st. 5. ZTD-a ključan je dokaz u svim kasnijim sporovima o valjanosti odluke glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva. Dobrobit društva, prikladnost te primjerenost odluke okolnostima pojedinog slučaja moraju doći do izražaja pri sačinjavanju izvješća uprave o razlozima koji su doveli do isključenja prava prvenstva. Temeljna zadaća izvješća ne svodi se stoga na puko sprječavanje zakulisnih spletkarenja i intriga kojima

²²⁴ Vidi u tom smjeru BGHZ 74, 41, 44.

se manjinski dioničari izbacuju iz igre, tj. iz ključnije uloge pri glasovanju na glavnoj skupštini dioničkog društva.²²⁵ Izvješće mora dati formalno i materijalno uporište povećanju temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva.

U načelu treba pozdraviti tzv. olakšano povećanje temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva kod društava kojih dionice kotiraju na burzi. O tome je riječ ako se temeljni kapital povećava ulozima u novcu, a iznos za koji se povećava temeljni kapital ne prelazi 10 % temeljnog kapitala; iznos za koji se tada izdaju nove dionice ne smije bitno odudarati od burzovne cijene dionica konkretnog društva. Spomenuto rješenje sadržava § 186. st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a, a i kod nas ga treba primijeniti na odgovarajući način. Pri primjeni tzv. olakšanog isključenja prava prvenstva treba postupiti s krajnjim oprezom, posebice stoga što trenutačni domaći burzovni prometi pojedinih izlistanih dionica nisu u toj mjeri važni da bi se iz njih izvodila čak i puka predmnjeva o tobožnjoj burzovnoj, tj. tržišnoj vrijednosti dionica društva izdavatelja.²²⁶ Pravilo propisano odredbom § 186 st. 3. reč. 4. njemačkog AktG-a treba na odgovarajući način predložiti i domaćoj pravnoj i poslovnoj praksi. Pravilo postavlja u svakom slučaju samo oborivu predmnjevu o tome da je tada dopušteno povećati temeljni kapital uz isključenje prava prvenstva. Spomenuto pravilo nije ni u kojem slučaju tobožnje posebno pravilo koje bi isključivalo opće pravilo iz čl. 366. ZTD-a.

²²⁵ Suprotno tome Kübler, *op. cit.* u bilj. 1, str. 7.

²²⁶ Tako Schlitt i Schäfer, *op. cit.* u bilj. 1, str. 72; Hüffer, *op. cit.* u bilj. 1, § 186 Rbr. 39e.

Summary

Petar Miladin *

PRE-EMPTION RIGHTS IN THE PURCHASE OF NEW SHARES

The pre-emption right in the purchase of new shares is central to the ownership end of a shareholder's involvement as a separate and complex corporate ownership right. Generally speaking, the ownership end is significantly more limited in terms of legal transactions available than the management end, with a plethora of management rights at their disposal. The available legal possibility to cancel or restrict the pre-emption right means that its legal protection is substantially limited. Joint stock companies tend to have interests which are not in line with the full protection of the pre-emption right, which is in the interest of shareholders. In the USA, the legal pre-emption right has replaced the right not to purchase. Share emissions by American public limited companies are generally not accompanied by the pre-emption right. This trend has, in turn, had an impact on corporate rights in the German legal circle, of which Croatian law is part. The article looks at American positions and pertinent German reactions, and suggests that the pre-emption right should not be made dispositive de lege ferenda. The so-called simplified increase of equity capital referred to in § 186, paragraph 3, sentence 4 of Aktiengesetz should be applied in Croatian law as a rebuttable presumption, not as a rigid rule.

Key words: pre-emption right, cancellation and restriction of the pre-emption right, equity capital increase by investment, approved increase of equity capital

* Petar Miladin, Ph. D., Professor, Faculty of Law, Zagreb University, Trg maršala Tita 14, Zagreb

Zusammenfassung

Petar Miladin *

DAS BEZUGSRECHT FÜR NEUE AKTIEN

Das Bezugsrecht für neue Aktien nimmt eine zentrale Rolle des Vermögensspols der Aktionärsmitgliedschaft ein, der ein besonderes komplexes körperschaftliches Vermögensrecht darstellt. Der Vermögenspol der Mitgliedschaft ist im Rechtsverkehr erheblich größeren Beschränkungen unterworfen als der Geschäftsführungspol der Mitgliedschaft bzw. das Geflecht geschäftsführender Mitgliedsrechte. Die offene gesetzliche Möglichkeit, das Bezugsrecht auszuschließen oder zu beschränken, engt seinen Rechtsschutz stark ein. Aktiengesellschaften haben oft Interessen, die sich nicht mit den Interessen der Aktionäre an einem umfassenden Schutz des Bezugsrechts decken. In den USA wurde das gesetzliche Bezugsrecht durch das „right not to purchase“ ersetzt. Die Emissionsgeschäfte der amerikanischen öffentlichen Aktiengesellschaften lassen in der Regel kein Bezugsrecht gelten. Nach dem Gesetz der verbundenen Gefäße hat sich dieser Trend auch auf das Gesellschaftsrecht innerhalb des deutschen Rechtskreises, dem auch das kroatische Recht angehört, niedergeschlagen. Dieser Beitrag erörtert die amerikanischen Standpunkte sowie die entsprechenden deutschen Reaktionen und stellt die These auf, dass das Erstzeichnungsrecht im gültigen kroatischen Gesellschaftsrecht vervollkommen werden muss. Das gesetzliche Bezugsrecht braucht nicht de lege ferenda dispositiv zu werden. Die so genannte vereinfachte Grundkapitalerhöhung nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG sollte im kroatischen Recht als anfechtbare Annahme, nicht als rigide Regel angewandt werden.

Schlüsselwörter: Bezugsrecht, Ausschluss und Einschränkung des Bezugsrechts, Erhöhung des Grundkapitals gegen Einlagen, genehmigte Grundkapitalerhöhung

* Dr. Petar Miladin, Professor an der Juristischen Fakultät der Universität Zagreb, Trg maršala Tita 14, Zagreb

