

CIJENA U PONUDI ZA PREUZIMANJE

Prof. dr. sc. Nina Tepeš*

UDK: 347.72.04(497.5)

347.72.031(497.5)

DOI: 10.3935/zpfz.72.12.13

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: prosinac 2021.

Zakonska pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje predstavljaju ključan element prava preuzimanja dioničkih društava. Cilj regulacije očituje se u potrebi zaštite manjinskih dioničara te očuvanju efikasnog funkcioniranja tržišta kapitala, osobito u dijelu njegovih važnih alokativnih funkcija. Primjena kriterija relevantnih za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje ovisi o tome jesu li ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički dionice s pravom glasa stjecali u razdoblju koje je prethodilo danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, razdoblju od dana nastanka te obveze do isteka roka trajanja ponude ili razdoblju nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje. Polazeći od toga da je hrvatski zakonodavac u određenim segmentima regulacije predmetnog instituta posegnuo za rješenjima koja ne poznaju ni prava (uzori) država članica ni relevantni europski instrumenti, odredbu čl. 16. ZPDD-a potrebno je tumačiti tako da se u postupku evaluacije značenja pojma stjecanja dionica ciljnog društva u obzir uzme cilj koji se pravilom želi postići te njegova unutarnja povezanost sa drugim pravilima i/ili institutima u okviru ZPDD-a. Takav sustavni pristup za cilj ima minimalizirati nedosljednosti zakonskih rješenja, za koja je ponekad načelno teško utvrditi jesu li posljedica nomotehničke nespretnosti i nedostatka promišljenog sustavnog pristupa analiziranim pravnim institutima ili namjere zakonodavca da im pristupi na izvoran i autonoman način, predmnijevano iz razloga što tako zahtijevaju posebnosti hrvatskog tržišta kapitala.

* Dr. sc. Nina Tepeš, profesorica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg Republike Hrvatske 14, 10000 Zagreb; nina.tepes@pravo.hr;
ORCID ID: orcid.org/0000-0002-9679-222X

Ključne riječi: pravična cijena, Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, zaštita manjinskih dioničara, presumpcija stjecanja dionica s pravom glasa ciljnog društva

1. UVOD

Pravila o cijeni u ponudi za preuzimanje predstavljaju jedan od ključnih elemenata europskog, pa onda i hrvatskog, prava preuzimanja dioničkih društava. Institut *pravične cijene*¹ posebno je reguliran odredbom čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (dalje u tekstu: Direktiva 2004/25/EZ)². Radi se o problematici koja je, usprkos danas gotovo univerzalno prihvaćenom stajalištu da je spomenuta Direktiva propustila ispuniti zadane ciljeve integracije europskog tržišta kapitala,³ ipak uspjela ostati u fokusu europskih harmonizacijskih nastojanja. U tom je smislu prihvaćeno stajalište Visoke grupe stručnjaka za pravo društava koja se u svom Izvješću (dalje u tekstu: Winterovo izvješće) založila da pitanje određivanja pravične cijene u obveznoj ponudi za preuzimanje postane pitanje europskog prava o kojemu će u konačnici odlučivati Sud Europske unije (dalje u tekstu: Sud EU).⁴

¹ Eng. *equitable price*; fr. *le prix équitable*; njem. *der angemessener Preis*.; tal. *i prezzi equi*; sl. *pravična cena*.

² SL [2004] L 142/12.

³ Više o dugotrajnom legislativnom procesu te brojnim kritikama rješenja Direktive 2004/25/EZ, vidi: Kindler, P., Horstmann, H., *Die EU-Übernahmerrichtlinie - Ein „europäischer“ Kompromiss*, DStR 2004, sv. 20/21, str. 866; Edwards, V., *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?*, ECFR, Vol. 1, Issue 4, 2004, str. 416; M. Gatti, *Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive*, European Business Organization Law Review 6, 2005, str. 553; C. Clerc, F. Demarigny, D. Valiante, M. de Manuel Aramendía, *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, Centre for European Policy Studies, European Capital Markets Institute, 2012.; Hopt, K. J., *European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to Re-examine the Mandatory Bid*, European Business Organization Law Review 15, 2014, str. 145.

⁴ Visoka grupa stručnjaka za pravo društava na čelu sa prof. Winterom je sukladno mandatu Europske komisije radila na prijedlogu teksta Direktive 2004/25/EZ. Vidi: Winterovo izvješće, The High Level Group of Company Law Experts (Winter, J.; Schans Christensen, J.; Garrido Garcia, J. M.; Hopt, K. J.; Rickford, J.; Rossi, G.; Simon, J.), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10.1.2002., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322 (15. 12. 2021.), str. 48.

Hrvatski je zakonodavac važnost određivanja cijene u ponudi za preuzimanje prepoznao i prije postupka usklađivanja s Direktivom 2004/25/EZ. Tako je već Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine,⁵ kao prvi propis koji se bavio materijom prava preuzimanja dioničkih društava, sadržavao posebno pravilo prema kojemu *ponuđena cijena ne može biti niža od najviše cijene koju je ponuditelj ili osoba koja s njim zajednički djeluje platio za dionice istog roda u razdoblju od jedne godine prije dana objavljivanja ponude za preuzimanje*.⁶ Pritom svakako vrijedi spomenuti da je namjera zakonodavca bila da se statuiranjem predmetnog pravila osigura zaštita manjinskih dioničara.⁷ Spomenuto pravilo je u Zakonu o preuzimanju dioničkih društava iz 2002. godine⁸ dopunjeno kriterijem *prosječne cijene dionica ostvarene na burzi ili javnom organiziranom tržištu*, pri čemu je zakonodavac prednost u primjeni dao višoj cijeni.⁹ Shodno navedenome, ispravno je zaključiti da je danas važeća odredba čl. 16. Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2007. godine (dalje u tekstu: ZPDD),¹⁰ koja sadrži pravilo o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje i koja je doduše nominalno nastala kao rezultat usklađivanja s odredbom čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ,¹¹ svoje temeljne obrise dobila mnogo ranije. Iako se takav pristup načelno može samo pohvaliti, ipak je potrebno napomenuti da zakonodavac nije slijedio rješenja njemačkog Zakona o stjecanju vrijednosnih papira i preuzimanju (dalje u tekstu: njemački WpÜG)¹². Iako su u određenim aspektima u širem smislu prisutni utjecaji germanskog pravnog kruga, uključivo i rješenja austrijskog Saveznog Zakona o ponudama za preuzimanja (dalje u tekstu: austrijski

⁵ NN br. 124/97, 57/01, 84/02.

⁶ Čl. 13. st. 2. Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine.

⁷ Više o tome, vidi: Porobija, B., *Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava – neke temeljne nedoumice*, Pravo u gospodarstvu, vol. 37, br. 4, 1998, str. 510. Autor navodi ključne dijelove konačnog prijedloga Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine, te zaključuje da iz navedenoga nedvojbeno proizlazi da je „hrvatski zakonodavac usvojio doktrinu prema kojoj premija koju stjecatelj kontrole nad društvom plaća onome od koga stječe kontrolu, treba biti plaćena i svim drugim dioničarima koji to žele“.

⁸ NN br. 84/02, 87/02, 120/02, 2/07, 109/07.

⁹ Čl. 15. st. 3. – st. 6. Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2002. godine.

¹⁰ NN br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.

¹¹ *Konačni prijedlog Zakona o preuzimanju dioničkih društava*, 20. rujna 2007. godine, str. 38 i 39, gdje se navodi da je cilj i svrha zakona stvoriti zakonodavni okvir za provođenje postupka preuzimanja koji će biti usklađen sa odredbama Direktive 2004/25/EZ. Nadalje, u objašnjenju konkretnih odredaba prijedloga, uz odredbu čl. 16 (na str. 44) istaknuto je da su odredbe drugog stavka usklađene s odredbom čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ.

¹² *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 20.12.2001., BGBl. I S. 3822, posljednja izmjena 10.8.2021., BGBl. I S. 3436.

ÜbG),¹³ odstupanja od njemačkog modela potencijalno su problematična uzme li se u obzir da se hrvatsko statusno pravo dioničkih društava iz Zakona o trgovačkim društvima (dalje u tekstu: ZTD)¹⁴ snažno oslanja na rješenja njemačkog Zakona o dionicama (dalje u tekstu: njemački AG)¹⁵. Naime, kako pravo preuzimanja u funkcionalnom smislu predstavlja svojevrsnu nadgradnju odredaba koje se odnose na dionička društva, jasno je da nacionalna rješenja statusnog prava i prava preuzimanja u bitnome moraju predstavljati jedinstvenu cjelinu koja je pogodna za rješavanje relevantnih pitanja na usklađen način.¹⁶

U nastavku teksta se najprije analizira zaštitna funkcija pravila o minimalnoj cijeni (2.), a potom polje primjene pravila o cijeni u ponudi za preuzimanje i ZPDD-om propisani oblici naknade u ponudi za preuzimanje (3.). U središnjem dijelu rada se cijena stjecanja dionica ciljnog društva analizira kao poseban kriterij određivanja cijene u ponudi za preuzimanje (4.). U tom se smislu najprije donosi pregled kriterija propisanih odredbom čl. 16. ZPDD (4.1.). Stavljajući u središte analize pitanje određenja pojma stjecanja dionica ciljnog društva, u radu se kritizira i odbacuje mogućnost primjene presumpcije iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD (4.2.), te predlaže teleološko tumačenje odredbe čl. 16 ZPDD (4.3.).

2. O ZAŠTITNOJ FUNKCIJI PRAVILA O CIJENI U PONUDI ZA PREUZIMANJE

Pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje u pravnoj se teoriji (u pravilu) analiziraju kao sastavni dio obvezne ponude za preuzimanje. U tom se smislu najčešće ističe da je njihov *ratio* zaštita manjinskih dioničara.¹⁷ Tako se i

¹³ *Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote*, öBGBI. I 127/98, posljednja izmjena 23.7.2019., öBGBI. I 63/19.

¹⁴ NN br. 1/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 111/12, 125/11, 68/13, 110/15, 40/19.

¹⁵ *Aktiengesetz*, 6.9.1965., BGBl. I S. 1089, posljednja izmjena 10.8.2021., BGBl. I. S. 3436.

¹⁶ Polazeći od navedenoga, u radu će se na odgovarajućim mjestima ukazati na rješenja, u prvom redu, njemačkog WpÜG-a, sa ciljem da se na razini komparativne analize identificiraju mogući nedostaci imanentni hrvatskom rješenju o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje.

¹⁷ Psaroudakis, G., *The Mandatory Bid and Company Law in Europe*, ECFR, Vol. 7, Issue 4, 2010, str. 550, 558; Hopt, *op. cit.* u bilj. 3, str. 169, 170; Lutter, M.; Bayer, W.; Schmidt J., *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht: Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien*, ZGR, Sonderheft 1, Teil I, De Gruyter, 6. izdanje, 2017, str. 1084, 1085, 1095; Wackerbath, u: Goette, W.; Habersack, M.; Kalss S., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Verlag C.H. Beck München,

u Winterovom izvješću (koje pitanje pravične cijene također analizira u odnosu na obveznu ponudu za preuzimanje), izričito navodi da pravična cijena, u mjeri u kojoj nakon prelaska kontrolnog praga od strane ponuditelja omogućuje prodaju dionica po fer uvjetima i korespondentni izlazak iz društva, doprinosi adekvatnoj zaštiti manjinskih dioničara.¹⁸ Da je upravo zaštita manjinskih dioničara bila jedan od ključnih ciljeva europskog zakonodavca jasno proizlazi i iz devete alineje Direktive 2004/25/EZ, gdje je navedeno da bi države članice u slučaju stjecanja kontrole nad trgovačkim društvima *trebale poduzeti potrebne korake radi zaštite imatelja vrijednosnih papira, posebno onih s manjinskim udjelima* te shodno tome i *osigurati takvu zaštitu obvezujući osobu koja je stekla kontrolu nad trgovačkim društvom da da ponudu svim imateljima vrijednosnih papira tog društva za sve njihove udjele po pravičnoj cijeni i prema zajedničkoj definiciji*.¹⁹ Potreba zaštite manjinskih dioničara naglašena je i u odredbi čl. 5. st. 4. podst. 2. Direktive 2004/25/EZ, gdje se izričito navodi da države članice u svojim nacionalnim propisima mogu predvidjeti primjenu mehanizama usklađivanja cijene samo ako takvi mehanizmi odražavaju primjenu općih načela iz odredbe čl. 3. st. 1. Direktive 2004/25/EZ. Navedeno se, između ostaloga, odnosi na primjenu načela jednakog postupanja prema svim dioničarima ciljnog društva te potrebu zaštite manjinskih dioničara u slučaju stjecanja kontrole nad ciljnim društvom.²⁰

Međutim, uzimajući u obzir da je pravo preuzimanja u širem smislu dio prava tržišta kapitala,²¹ pravilo o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje opravdano je sagledati i pozivom na potrebu osiguranja urednog funkcioniranja i zaštite tržišta kapitala. U njemačkoj pravnoj teoriji u tom se smislu govori o dualizmu zaštitnih funkcija tržišta kapitala, koji počiva na međusobnoj povezanosti individualne zaštite ulagatelja i osiguranju optimalnih uvjeta koji omogućuju uredno funkcioniranje tržišta kapitala.²² U odnosu na potonje, isti-

2021, WpÜG § 31 Gegenleistung, Rbr. 27 i dalje; Noack & Zetzsche, u: Schwark, E.; Zimmer, D., *Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung*, C. H. Beck, 2020, WpÜG § 31 Gegenleistung, Rbr. 2 i dalje.

¹⁸ Winterovo izvješće, *op. cit.* u bilj. 4, str. 45.

¹⁹ Za pitanje zaštite manjinskih dioničara, vidi i: 2. i 25. alineja Direktive 2004/25/EZ.

²⁰ Čl. 3. st. 1. (a) Direktive 2004/25/EZ.

²¹ O položaju prava preuzimanja kao posebnoj grani koja se nalazi na svojevrsnoj razmeđi između prava tržišta kapitala i prava društava, vidi: Berding, B., *Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze im Übernahmerecht*, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, vol. 23, 2002, str. 1149 i dalje.

²² Poelzig, u: Ebenroth, C. T.; Boujong, K.; Joost, D.; Strohn, L. (ur.), *Handelsgesetzbuch*, sv. 2, Bank- und Börsenrecht, 4. izdanje, C. H. Beck / Verlag Vahlen, 2020, WpHG, Vorbemerkungen, Ziele und Aufgaben des Wertpapierhandelsrechts, Rbr. 41-44;

če se da je za uspostavu funkcionalnog tržišta kapitala potrebno osigurati njegovu institucionalnu, operativnu i alokativnu učinkovitost.²³ Institucionalna učinkovitost pretpostavlja uspostavu učinkovitog pravnog okvira i prikladnih tržišnih mehanizama putem kojih se osiguravaju jednaki uvjeti i nesmetan pristup tržištu kapitala te njegovo stabilno funkcioniranje.²⁴ Element operativne učinkovitosti očituje se kao potreba smanjenja i prikladne raspodjele transakcijskih troškova koji imaju potencijal utjecati na obujam povrata ulaganja, što u bitnome predstavlja ključan motiv sudjelovanja na tržištu kapitala.²⁵ Konačno, alokativna učinkovitost pretpostavlja uspostavu racionalno, objektivno i ekonomski odredivog odnosa cijene i vrijednosti financijskih instrumenata. Kako bi se minimalizirala neprofitabilna ulaganja i promicao gospodarski rast u cjelini, cilj optimalne alokacije kapitala jest osigurati da se sredstva ulažu na siguran način koji omogućava najveću razinu povrata.²⁶

Važnost mehanizma određivanja cijene u ponudi za preuzimanje pokazuje se kao osobito važna upravo u odnosu na element alokativne učinkovitosti tržišta kapitala. U bitnome se temelji na postojanju informacijske asimetrije u odnosu ponuditelja i dioničara ciljnog društva odnosno okolnosti da je ponuditelj bolje informiran o vrijednosti dionica koje su predmet ponude za preuzimanje.²⁷ Posebnosti prava preuzimanja ovdje nalažu da se u obzir uzme okolnost da su, prilikom donošenja odluke o prihvaćanju ponude za preuzimanje, manjinski dioničari ciljnog društva izloženi svojevrsnom „pritisku prodaje“²⁸. Drugim riječima, odluka dioničara da proda dionice ciljnog društva ne počiva jedino na procjeni njihove stvarne vrijednosti već (i) bojazni da ih nakon zavr-

Seiler & Geier, u: Schimansky, H.; Bunte, H.-J.; Lwowski, H.-J. (ur.), *Bankrecht/Handbuch*, sv. 1, 5. izdanje, C. H. Beck, 2017, Vor § 104. Grundlagen des Kapitalmarktrechts, Rbr. 72-76; Weidemann, M., *Die Mindestpreisregelung des WpÜG*, Duncker & Humblot, Berlin, 2019, str. 71 i dalje; Kumpan, u: Schwark, E.; Zimmer, D., *Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung*, C. H. Beck, 2020, BörsG Einleitung, Rbr. 17-19.

²³ Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 75.

²⁴ *Ibid.*, str. 76.

²⁵ *Ibid.*

²⁶ *Ibid.*, str. 76, 77.

²⁷ *Ibid.*, str. 128-130.

²⁸ U engleskom govornom području koristi se sintagma „tender to pressure“. Više o posebnim utjecajima koji otežavaju odluku dioničara da prihvati ponudu za preuzimanje, vidi: Bebchuk, L. A., *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion paper No. 24, 1987, str. 10-20, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480301 (22. 12. 2021.); Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 132 i dalje.

šetka postupka preuzimanja više neće moći prodati ili pak da će njihova cijena biti niža od one koja je bila ponuđena u okviru ponude za preuzimanje.²⁹ Istovremeno, cijena koju je ponuditelj spreman platiti za kontrolni paket dionica u pravilu je viša od tržišne cijene. Odluka o iznosu tzv. kontrolne premije (kao razlike između ponuđene i tržišne cijene dionica) temelji se na subjektivnoj procjeni ponuditelja, njegovim osobno uvjetovanim aspiracijama i poslovnim planovima.³⁰ U okolnostima u kojima dakle načelno ne postoje uvjeti tržišne ravnoteže, zaštita manjinskih dioničara ne iscrpljuje se u okvirima očekivanog povrata ulaganja, već postaje važna karika očuvanja funkcionalnosti tržišta kapitala kao cjeline. U tom smislu i posebno zakonsko pravilo, koje uspostavlja transparentan mehanizam određivanja cijene u ponudi za preuzimanje (te u obzir uzima ne samo cijenu koju je ponuditelj za dionice ciljnog društva platio prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, već i njihovu tržišnu cijenu), za cilj ima omogućiti uredno funkcioniranje tržišta kapitala kroz uspostavu njegova ključnog elementa alokativne učinkovitosti.³¹

3. POLJE PRIMJENE PRAVILA O CIJENI U PONUDI ZA PREUZIMANJE I PROPISANI OBLICI NAKNADE

Iako odredba čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ primjenu pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje izvorno predviđa samo u odnosu na obveznu ponudu, hrvatski je zakonodavac nadišao okvire predviđene minimalne harmonizacije i pravilo o cijeni iz odredbe čl. 16. ZPDD primijenio kako u odnosu na obvezne tako i dobrovoljne ponude.³² Navedeno jasno proizlazi iz okolnosti što odredba čl. 16. ZPDD koristi pojam „cijena u ponudi za preuzimanje“, pri čemu je odredbom čl. 2. st. 1. t. 2. ZPDD propisano da pojam „ponuda za preuzimanje“ obuhvaća svaku javno objavljenu (bilo obveznu ili pak dobrovoljnu) ponudu koja je upućena svim dioničarima ciljnog društva za

²⁹ Beurskens & Oechsler, u: Beurskens, M.; Ehricke, U.; Ekkenga, J.; Oechsler, J.; Schirrmacher, C., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar*, C.H. Beck, München, 2021, WpÜG § 31 Gegenleistung, Rbr. 4.; Bebhuk, *op. cit.* u bilj. 27, str. 15 i dalje.

³⁰ O položaju ponuditelja kao osobe koja je prelaskom kontrolnog praga postala obveznik ponude za preuzimanje (iako u pravilu ne raspolaže sa od 50% dionica s pravom glasa ciljnog društva) te posebnostima sudjelovanja na tzv. tržištu korporativne kontrole, vidi: Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 150 i dalje.

³¹ Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 78-80.

³² Vidi: čl. 3. st. 2. t. b. Direktive 2004/25/EZ, gdje je propisano da države članice prilikom implementacije mogu odrediti dodatne i strože uvjete od onih koji su propisani Direktivom.

stjecanje svih dionica s pravom glasa, uz uvjete i na način određen ZPDD-om.³³

Dobrovoljna ponuda za preuzimanje definirana je odredbom čl. 10. st. 1. ZPDD kao ponuda osobe koja doduše nije obvezna objaviti ponudu za preuzimanje sukladno odredbama ZPDD-a,³⁴ ali namjerava izvršiti preuzimanje. Tada je osoba obvezna, bez odgode, dostaviti obavijest o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA) i bez odgode ju objaviti.³⁵ Objavljivanjem predmetne obavijesti nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje pod uvjetima i na način određen ZPDD-om.³⁶ Drugim riječima, ZPDD dobrovoljnu ponudu za preuzimanje (uz ispunjenje spomenutih uvjeta iz odredbe čl. 10. ZPDD) tretira jednako kao i obveznu ponudu za preuzimanje. Razlika između obvezne i dobrovoljne ponude u bitnome je sadržana u mogućnosti uvjetovanja ponude za preuzimanje. Iako obvezu kupnje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje ponuditelj ne može ničim uvjetovati,³⁷ posebna iznimka ustanovljena je upravo u odnosu na dobrovoljnu ponudu za preuzimanje. Tako je propisano da ponuditelj dobrovoljnu ponudu za preuzimanje može uvjetovati dosizanjem određenog praga uspješnosti koji ne može biti niži od kontrolnog praga. Ako u tom slučaju u ponudi za preuzimanje ukupan postotak pohranjenih dionica s pravom glasa, zajedno s ukupnim postotkom dionica s pravom glasa koje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički već drže u smislu čl. 8. ZPDD³⁸, ne prelazi prag uspješnosti, ponuditelj ne može preuzeti pohranjene dionice. U slučaju pak da se pohranjenim dionicama premašuje prag uspješnosti, ponuditelj je obvezan preuzeti sve pohranjene dionice pod objavljenim i propisanim uvjetima.³⁹

Iako se primjeni pravila o određivanju cijene (i) na dobrovoljne ponude za preuzimanje načelno može prigovoriti da na umjetan način pokušava nadomje-

³³ Proširivanje polja primjene pravila o cijeni na dobrovoljne ponude za preuzimanje prisutno je i u komparativnom pravu država članica. Istu su mogućnost prilikom implementacije Direktive 2004/25/EZ iskoristile Njemačka i Austrija. Više o tome, vidi: Lutter, Bayer & Schmidt, *op. cit.* u bilj. 16, str. 1097; Winner, M., *Die Übernahme-Richtlinie und der Mindestpreis des Pflichtangebots*, u: Grundmann, S.; Merkt, H.; Mülberr, P. O. (ur.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020*, Berlin, De Gruyter, 2020, str. 1492.

³⁴ Pritom se u prvom redu misli na okolnost da nije došlo do prelaska kontrolnog praga sukladno odredbi čl. 9 ZPDD.

³⁵ Čl. 10. st. 2. ZPDD.

³⁶ Čl. 10. st. 3. ZPDD. Vidi i: čl. 10. st. 4. ZPDD.

³⁷ Čl. 23. st. 1. ZPDD.

³⁸ Odredba čl. 8 ZPDD sadrži pravila za utvrđivanje broja i postotka prava glasa.

³⁹ Čl. 23. st. 2. t. 2. ZPDD.

stiti tržišne mehanizme formiranja cijene dionica ciljnog društva,⁴⁰ čini se da bi u postojećoj pravnoj konstelaciji ustrojenoj ZPDD-om suprotno rješenje moglo motivirati preuzimatelje da zaobiđu obvezu objave obvezne ponude za preuzimanje i korespondentnu primjenu pravila iz odredbe čl. 16 ZPDD. Naime, polazeći od toga da nakon uspješne dobrovoljne ponude za preuzimanje (u kojoj je ponuditelj prešao kontrolni prag) nije potrebno stavljati novu (obveznu) ponudu za preuzimanje – osoba koja ima namjeru preuzimanja mogla bi stjecati dionice na način da se približi kontrolnom pragu od 25% dionica s pravom glasa, pazeći pritom da ga istovremeno i ne prijeđe.⁴¹ Ako bi se pravilo o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje primjenjivalo samo u odnosu na obvezne ponude, to znači da bi osoba potom mogla objaviti dobrovoljnu ponudu za preuzimanje i tako izbjeći i primjenu pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje. Iako, naravno, ne postoje garancije da će dobrovoljno preuzimanje biti uspješno odnosno da će dioničari ciljnog društva preuzimatelju prodati dionice u broju koji je dovoljan za prelazak kontrolnog praga, u najmanju se ruku može pretpostaviti da će se ponuditelj „pripremiti“ jer mu je za prelazak kontrolnog praga potreban razmjerno mali broj dionica. Upravo u tom smislu i valja promatrati pravilo iz odredbe čl. 10. st. 3. ZPDD prema kojemu objavljivanjem obavijesti o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje,⁴² za osobu koja namjerava izvršiti preuzimanje nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje pod uvjetima i na način određen ZPDD-om.

⁴⁰ I u raspravama koje su prethodile usvajanju Direktive 2004/25/EZ, prevladalo je stajalište da određenje je li cijena u dobrovoljnoj ponudi za preuzimanje „primjerena“ odnosno „pravična“ načelno valja prepustiti tržištu. Vidi: Winterovo izvješće, *op. cit.* u bilj. 4, str. 45. I u pravnoj je teoriji izneseno stajalište da pravilo o određivanju cijene nije primjereno primjenjivati na dobrovoljne ponude za preuzimanje. U tom se smislu ističe da bi formiranje cijene trebalo prepustiti tržišnim mehanizmima, uz navođenje da dioničari ciljnog društva ionako neće imati motiva dionice prodati za cijenu koja u bitnome odudara od tržišne. Vidi: Wackerbath, *op. cit.* u bilj. 16, Rbr. 6 i dalje; Beurskens & Oechsler, *op. cit.* u bilj. 28, Rbr. 11 i 12; Noack & Zetzsche, *op. cit.* u bilj. 16, Rbr. 3 i 4.

⁴¹ Ovdje svakako treba podsjetiti da je osoba koja ima namjeru izvršiti preuzimanje, sukladno odredbi čl. 10. st. 1. i st. 2. ZPDD, obvezna, bez odgode, o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje dostaviti obavijest HANFI, te ju bez odgode objaviti. Zakonodavac je kršenje spomenute obveze sankcionirao kao prekršaj. Tako je odredbom čl. 59. st. 1. t. 2. ZPDD propisano da će se novčanom kaznom u iznosu od 200.000 do 1.000.000 kuna kazniti za prekršaj pravna osoba, odnosno novčanom kaznom od 100,00 do 50.000,00 kuna fizička osoba ako protivno odredbama čl. 10. st. 2. ZPDD ne dostavi bez odgode obavijest o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje HANFI i/ili istu bez odgode ne objavi sukladno odredbama čl. 4 ZPDD.

⁴² Čl. 10. st. 2. ZPDD.

Konačno, nakon određenja polja primjene odredbe čl. 16. ZPDD, potrebno je kratko se osvrnuti na predviđene oblike naknade. Odredbom čl. 16. st. 1. ZPDD propisano je da su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički obvezni za sve dionice istog roda ponuditi jednaku cijenu odnosno jednak broj zamjenskih dionica. Dalje je odredbom čl. 17. st. 1. ZPDD propisano da ponuditelj kao naknadu za preuzimanje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje može ponuditi novac (novčana naknada), zamjenske dionice (zamjenska naknada) ili kombinaciju novca i zamjenskih dionica, pri čemu se omjer novca i zamjenskih dionica može slobodno odrediti (kombinirana naknada). Ponuditelj je pritom slobodan izabrati oblik naknade koji će ponuditi dioničarima ciljnog društva. Međutim, kada ponuditelj za preuzimanje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje nudi zamjenske dionice (bilo u sklopu zamjenske ili pak kombinirane naknade), ZPDD propisuje i dva dodatna ograničenja. Prvo ograničenje sadržano je u odredbi čl. 17. st. 3. ZPDD kojom je propisano da zamjenske dionice moraju biti uvrštene najmanje u isti segment uređenog tržišta ili segment istog stupnja transparentnosti kao i dionice koje su predmet ponude za preuzimanje, biti iste vrste i roda kao i dionice koje su predmet ponude za preuzimanje te da ne smiju biti pod teretom. Iako iz navedenoga proizlazi da ponuditelj kao naknadu za preuzimanje može ponuditi i dionice koje nisu likvidne,⁴³ mogući problemi vezani za njihovu vrijednosnu evaluaciju neutralizirani su dodatnim ograničenjem iz odredbe čl. 17. st. 2. ZPDD. Tom je odredbom propisano da je ponuditelj koji nudi zamjensku ili kombiniranu naknadu uvijek obvezan ponuditi i novčanu naknadu kao alternativu. Hrvatski je zakonodavac time u cijelosti preuzeo rješenje iz čl. 5. st. 5. podst. 4 Direktive 2004/25/EZ.⁴⁴ Dioničari ciljnog društva u tom će slučaju moći izabrati hoće li

⁴³ Usp. sa § 31 (2) WpÜG. Predmetnom je odredbom propisano da ponuditelj na ime protučinidbe mora ponuditi bilo novčanu naknadu u Eurima ili likvidne dionice uvrštene radi trgovanja na uređeno tržište. Za različita stajališta njemačke pravne teorije o problemu utvrđenja jesu li ponuđene dionice likvidne, vidi: Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 190; Beurskens & Oechsler, *op. cit.* u bilj. 28, Rbr. 82, 83.

⁴⁴ Odredbom čl. 5. st. 5. podst. 1. Direktive 2004/25/EZ propisano je da ponuditelj kao naknadu može ponuditi vrijednosne papire, novac ili njihovu kombinaciju. Međutim, istom su odredbom predviđena i dva ograničenja temeljem kojih ponuditelj mora kao alternativu ponuditi novčanu naknadu. Tako je odredbom čl. 5. st. 5. podst. 2. propisano da naknada koja se ne sastoji od likvidnih vrijednosnih papira koji su uvršteni radi trgovanja na uređenom tržištu, mora uključivati i alternativu u novcu. Dalje je podst. 3. iste odredbe propisana obveza ponuditelja da u svakom slučaju barem kao alternativu ponudi novčanu naknadu kada je on, ili osobe koje s njim djeluju zajednički (tijekom razdoblja koje počinje u isto vrijeme kao i razdoblje određeno od strane države članice u skladu sa st. 4. i završava po proteku roka trajanja ponude) uz novčanu naknadu kupio vrijednosne papire koji daju 5 % ili više

prihvatiti zamjensku odnosno kombiniranu ili pak novčanu naknadu.

4. CIJENA STJECANJA DIONICA CILJNOG DRUŠTVA KAO POSEBAN KRITERIJ ODREĐIVANJA CIJENE U PONUDI ZA PREUZIMANJE

Odredba čl. 16. st. 2. do st. 10 ZPDD sadrži posebna pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje ovisno o tome kada su (i po kojoj cijeni) ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa ciljnog društva. Prije analize sintagme „stjecanje dionica s pravom glasa ciljnog društva“ iz odredbe čl. 16. ZPDD, te kritičkog propitivanja treba li za potrebe određivanja cijene u ponudi za preuzimanje posegnuti za odgovarajućom primjenom presumpcije stjecanja dionica s pravom glasa ciljnog društva iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD, u nastavku se najprije daje sažeti pregled zakonom propisanih kriterija za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje.

4.1. Općenito o kriterijima određivanja cijene u ponudi za preuzimanje

Primjena kriterija za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje ovisi o tome jesu li ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički dionice s pravom glasa stekli u: (1) razdoblju koje je prethodilo danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje,⁴⁵ (2) razdoblju od dana nastanka te obveze do isteka roka trajanja ponude⁴⁶ ili (3) razdoblju nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje⁴⁷.

U odnosu na razdoblje koje prethodi danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, zakonodavac je mehanizam određivanja cijene uspostavio pozivom na dva kriterija: (1) kriterij najviše cijene po kojoj je ponuditelj stekao dionice s pravom glasa ciljnog društva u razdoblju od godine dana prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 2.), i (2) kriterij prosječne cijene dionica ostvarene na uređenom tržištu (čl. 16. st. 3.).

glasačkih prava u glavnoj skupštini ciljnog društva. Konačno, odredbom čl. 5. st. 5. podst. 4. Direktive 2004/25/EZ propisano je da države članice mogu odrediti da se novčana naknada kao alternativa mora ponuditi u svim slučajevima. Kako se dakle hrvatski zakonodavac odlučio za rješenje iz odredbe čl. 5. st. 5. podst. 4., nije bilo potrebe za posebnim transponiranjem pravila iz odredaba čl. 5. st. 5. podst. 2. i podst. 3. Direktive 2004/25/EZ.

⁴⁵ Čl. 16. st. 2. – st. 4. i st. 6. ZPDD.

⁴⁶ Čl. 16. st. 5. ZPDD.

⁴⁷ Čl. 16. st. 7. – st. 10. ZPDD.

Odredbom čl. 16. st. 2. ZPDD propisano je da cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti niža od najviše cijene po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za ponuditelja i/ili osobe koje s njim djeluju zajednički nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Predmetna odredba temelji se na načelu najpovoljnije cijene,⁴⁸ čija je primjena izvorno predviđena odredbom čl. 5. st. 4. podst. 1. Direktive 2004/25/EZ.⁴⁹ Pozivom na načelo jednakog položaja dioničara ciljnog društva,⁵⁰ svrha koja se predmetnim rješenjem nastoji postići jest omogućiti sudjelovanje svih dioničara ciljnog društva u kontrolnoj premiji na način da im se omogući da svoje dionice otuđe po istoj cijeni kao i onaj dioničar koji je prodajom kontrolnog paketa omogućio preuzimanje kontrole nad društvom.⁵¹

U odnosu na drugi kriterij, odredbom čl. 16. st. 3. ZPDD propisani su načini izračuna cijene dionica ciljnog društva. Radi li se o likvidnim dionicama, njihova prosječna cijena koja je ostvarena na uređenom tržištu izračunava se kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, računajući od dana koji prethodi danu nastanka obveze.⁵² Radi li se pak o nelikvidnim

⁴⁸ U njemačkoj pravnoj literaturi koristi se termin *das Meistbegünstigungsprinzip*. Vidi: Lutter, Bayer & Schmidt, *op. cit.* u bilj. 16, str. 1097; Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 191.

⁴⁹ Odredbom čl. 5. st. 4. podst. 1. Direktive 2004/25/EZ propisano je da se pravičnom cijenom smatra *najviša cijena koju su za iste vrijednosne papire platili ponuditelji ili osobe koje s njim djeluju zajednički tijekom razdoblja koje utvrđuju države članice, a ni manje od šest ni više od dvanaest mjeseci prije [obvezne] ponude navedene u stavku 1.* [čl. 5. Direktive 2004/25/EZ].

⁵⁰ Čl. 3. st. 1. (a) Direktive 2004/25/EZ. Vidi i: čl. 3. st. 1. t. 1. ZPDD, gdje je propisano da dioničari ciljnog društva, koji drže dionice ciljnog društva istog roda, na koje se odnosi ponuda za preuzimanje imaju jednak položaj u postupku preuzimanja.

⁵¹ Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 196. Vidi i: A. Körner, *Die angemessene Gegenleistung für Vorzugs- und Stammaktien nach dem WpÜG*, Europäische Hochschulschriften, 2006, Reihe II, Bd. 4453, na str. 157 i dalje.

⁵² Međutim, ako su dionice ciljnog društva uvrštene na više uređenih tržišta, ponuditelj je obavezan ponuditi najmanje volumenom trgovanja ponderiranu prosječnu cijenu ostvarenu na tim tržištima uzimajući u izračun cijene i volumene trgovanja na svim uređenim tržištima u prethodno navedenom razdoblju (čl. 16. st. 3. ZPDD). Odredba čl. 16. st. 3. ZPDD dalje sadrži i pravilo koje se ima primijeniti kada je obveza objave ponude za preuzimanje nastala stjecanjem dionica ciljnog društva u postupku provedenom prema odredbama propisa koji uređuje upravljanje i raspolaganje državnom imovinom. Predmetni se slučajevi u nastavku teksta posebno ne analiziraju.

dionicama (odnosno dionicama ciljnog društva kojima se trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje), njihova se cijena utvrđuje elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva koji je revidiran od strane neovisnog ovlaštenog revizora.⁵³ Ovdje je svakako potrebno spomenuti i da je primjena kriterija iz odredbe čl. 16. st. 3. ZPDD, u doduše modificiranom obliku, predviđena i odredbom čl. 16. st. 6. ZPDD. Radi se o posebnom slučaju kada ponuditelj nije u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje HANFI podnio zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje (kako je to propisano odredbom čl. 24. st. 1. ZPDD). Tada se prosječna cijena (likvidnih) dionica iz odredbe čl. 16. st. 3. ZPDD izračunava kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu, i to za tromjesečje koje prethodi danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje te tromjesečje koje prethodi danu podnošenja zahtjeva.⁵⁴ Spomenuta se cijena, međutim, neće uzeti u obzir ako se dionicama ciljnog društva trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, već će se u tom slučaju cijena iz čl. 16. st. 2. ZPDD usporediti s cijenom koja je utvrđena elaboratom iz čl. 22. st. 2. t. 9. ZPDD.

U postupku određenja cijene u ponudi za preuzimanje potrebno je prethodno utvrditi odnosno izračunati cijenu dionica ciljnog društva sukladno odredbama čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD. Pokaže li se da je cijena dionica koja je izračunata temeljem odredbe čl. 16. st. 3. ZPDD viša od najviše cijene koja je utvrđena pozivom na odredbu čl. 16. st. 2. ZPDD, ponuditelj će dioničarima ciljnog društva biti obavezan ponuditi upravo tu višu cijenu. U suprotnom će cijena u ponudi za preuzimanje biti najviša cijena po kojoj su (sukladno odredbi čl. 16. st. 2. ZPDD) ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje.

U odnosu na razdoblje koje prethodi danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje potrebno je osvrnuti se i na poseban kriterij propisan odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD. Kako se radi o odredbi kojoj se opravdano mogu

⁵³ Čl. 22. st. 3. t. 9 ZPDD u vezi sa čl. 16. st. 3. ZPDD.

⁵⁴ I u tom je slučaju posebno regulirana situacija kada su dionice ciljnog društva izvršene na više uređenih tržišta. Tada se prosječna cijena izračunava na način da se volumenom trgovanja ponderira prosječna cijena ostvarena na tim tržištima, uzimajući u izračun cijene i volumen trgovanja na svim uređenim tržištima s tim da je ponuditelj obavezan u ponudi za preuzimanje ponuditi najmanje najvišu tromjesečnu prosječnu cijenu izračunatu u navedenim razdobljima, ako je ta cijena viša od cijene iz čl. 16. st. 2. ZPDD.

uputiti kritike, u nastavku teksta se ukazuje na nedostatke postojećeg rješenja.

Iz polja primjene odredbe čl. 16. st. 4. ZPDD proizlazi da se odredba ima primijeniti u dvije situacije: (a) ako ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički nisu stekli dionice ciljnog društva u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, ili (b) kada se ne može utvrditi po kojoj cijeni su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice ciljnog društva na temelju kojeg stjecanja je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Tada cijena u ponudi za preuzimanje ne smije biti niža od prosječne cijene ostvarene na uređenom tržištu izračunate sukladno čl. 16. st. 3. ZPDD, odnosno ako dionice ciljnog društva nisu likvidne (jer se njima trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje), cijene utvrđene elaboratom iz čl. 22. st. 3. t. 9. ZPDD.

Analiza odredbe čl. 16. st. 4. ZPDD ukazuje da je namjera zakonodavca (predmnijevano) bila da se predmetna odredba primjenjuje u slučajevima koji nisu pokriveni odredbom čl. 16. st. 2. ZPDD. Naime, kao što je ranije spomenuto, kriterij najviše odnosno najpovoljnije cijene iz odredbe čl. 16. st. 2. ZPDD primjenjuje se u dijametralno suprotnim slučajevima kada su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za ponuditelja i/ili osobe koje s njim zajednički djeluju nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Međutim, kako je zakonodavac propisao da se i na slučajeve iz odredbe čl. 16. st. 4. ZPDD zapravo u bitnome primjenjuje isto rješenje koje se primjenjuje i kada je ispunjeno polje primjene odredbe čl. 16. st. 2. ZPDD, čini se opravdanim i dodatno ispitati radi li se tek o nomotehničkoj nespretnosti ili rješenju koje je potrebno regulirati posebnom zakonskom odredbom. Kako su slučajevi navedeni pod (a) i (b) postavljeni alternativno (na što nesporno ukazuje upotreba veznika „ili“), u nastavku se ukratko propituje opravdanost svakog od predviđenih scenarija.

Situacija ranije opisana pod (a) pretpostavlja da ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički nisu u razdoblju od godine dana prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje stjecale dionice ciljnog društva. Opisani je slučaj, međutim, u cijelosti obuhvaćen odredbom čl. 16. st. 2. ZPDD. Tom je odredbom naime propisano da se u postupku utvrđenja najviše cijene stjecanja u obzir moraju uzeti ne samo cijene po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekle dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, već i cijena stjecanja na temelju kojeg je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzima-

nje. Drugim riječima, čak i ako ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički u referentnom razdoblju od godine dana nisu stjecale dionice s pravom glasa ciljnog društva, pozivom na odredbu čl. 16. st. 2. ZPDD relevantna će biti cijena stjecanja temeljem kojega je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Ta će se cijena usporediti sa prosječnom cijenom dionica ostvarenom na uređenom tržištu iz odredbe čl. 16. st. 3. ZPDD,⁵⁵ pri čemu će cijena u ponudi za preuzimanje biti viša od te dvije cijene. Navedeno zapravo znači da cijena u ponudi za preuzimanje nikada neće biti niža od cijene koja je utvrđena sukladno odredbi čl. 16. st. 3. ZPDD (kao što je to uostalom propisano i odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD). Zaključno, pod pretpostavkom da se cijena stjecanja dionica ciljnog društva na temelju kojega je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje može utvrditi,⁵⁶ posebno reguliranje situacije opisane pod (a) u okviru odredbe čl. 16. st. 4. ZPDD pokazuje se kao suvišno.

Zakonodavac je, međutim, odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD istu pravnu posljedicu propisao i za situaciju kada se ne može utvrditi po kojoj cijeni su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice ciljnog društva na temelju kojeg stjecanja je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje (u gornjem tekstu opisano pod (b)). Iz obrazloženja posljednjih izmjena i dopuna ZPDD-a iz 2013. godine proizlazi da je zakonodavac time želio regulirati situacije u kojima „ponuditelj ne može egzaktno utvrditi po kojoj je cijeni stekao dionice (npr. zbog strukture transakcije ili u nekim slučajevima posrednog stjecanja dionica)“.⁵⁷ Međutim, i ovdje se pokazuje da je posebno zakonsko uređenje zapravo suvišno jer su i takvi slučajevi adekvatno pokriveni odredbama čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD. Naime, analiza pokazuje da je u okviru scenarija (b) moguće zamisliti dvije situacije, ovisno o tome jesu li ponuditelj i osobe

⁵⁵ (Pojednostavljeni) primjer koji se koristi pretpostavlja da se radi o likvidnim dionicama koje nisu uvrštene na više uređenih tržišta.

⁵⁶ Primjer u kojemu se cijena stjecanja dionica ciljnog društva na temelju kojega je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje ne može utvrditi, a pritom ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju nisu u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze stekli dionice ciljnog društva, posebno se analizira u nastavku teksta, kao dio scenarija (b).

⁵⁷ *Prijedlog Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava, s Konačnim prijedlogom zakona*, 21. studenoga 2013. godine, str. 41, 42. Iako se to u obrazloženju Konačnog prijedloga ne spominje, zakonodavac je očito želio naglasiti koliko važnost (u smislu određivanja cijene u ponudi za preuzimanje) ima upravo cijena u okviru transakcije temeljem koje je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje. Teško se oteti dojmu da je zakonodavac pri tom na određeni način želio amortizirati činjenicu što se u predmetnom slučaju neće moći utvrditi niti iznos kontrolne premije. Sugerirano rješenje je, međutim, u cijelosti pokriveno predviđenom interakcijom odredaba čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD.

koje s njim djeluju zajednički u razdoblju od godine dana prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje stjecale dionice ciljnog društva.

Ako ponuditelj u relevantnom razdoblju nije stjecao dionice ciljnog društva, pri čemu se istovremeno ne može utvrditi ni cijena stjecanja temeljem kojega je prešao kontrolni prag – odredba čl. 16. st. 4. ZPDD propisuje da cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti niža od cijene iz odredbe čl. 16. st. 3. ZPDD. U opisanom scenariju, isti rezultat nastupa i pozivom na odredbe čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD. Naime, kako se najviša cijena uopće neće moći utvrditi pozivom na odredbu čl. 16. st. 2. ZPDD, cijena u ponudi za preuzimanje biti će cijena određena pozivom na odredbu čl. 16. st. 3. ZPDD.⁵⁸ I u drugom scenariju (kada je ponuditelj u relevantnom razdoblju doduše stjecao dionice ciljnog društva, ali se cijena stjecanja temeljem kojega je prešao kontrolni prag ipak ne može utvrditi) primjena odredbe čl. 16. st. 4. ZPDD dovodi do istog rezultata kao i primjena odredaba čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD. Naime, iako se u opisanom slučaju prilikom određivanja cijene u ponudi za preuzimanje u obzir neće moći uzeti cijena stjecanja temeljem kojega je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 2. ZPDD), cijena u ponudi za preuzimanje i dalje će se utvrđivati pozivom na interakciju odredaba čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD. Bude li cijena utvrđena sukladno odredbi čl. 16. st. 3. ZPDD viša od cijene koja je određena pozivom na odredbu čl. 16. st. 2. ZPDD – onda će upravo ta viša cijena biti i cijena u ponudi za preuzimanje, iz čega opet logično slijedi da cijena u ponudi za preuzimanje ionako nikada neće biti niža od cijene koja se utvrdi pozivom na odredbu čl. 16. st. 3. ZPDD (a kako je to propisano i odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD). Drugim riječima, puka činjenica da ponuditelj ne može utvrditi cijenu stjecanja na temelju kojega je nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje ne znači da se cijena u ponudi za preuzimanje ne može odrediti pozivom na odredbe čl. 16. st. 2. i st. 3. ZPDD, pri čemu se radi o primjeni mehanizma koji dovodi do istog rješenja kao i onoga koje je propisano odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD.

Kao što je ranije spomenuto, zakonodavac je korekciju cijene u ponudi za preuzimanje predvidio i u slučaju kada ponuditelj i/ili osoba koje s njim zajednički djeluje dionice ciljnog društva stekne u razdoblju od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude. Jednako kao i u odnosu na razdoblje koje prethodi nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, pravilom se nastoji osigurati primjena načela jednakog položaja dioničara i ravnopravno sudjelovanje u kontrolnoj premiji. U tom smislu odredba čl. 16. st. 5. ZPDD upućuje na primjenu čl. 40 ZPDD,

⁵⁸ Što je u skladu s odredbom čl. 16. st. 4. ZPDD, jer cijena dakle nikada neće biti niža od one koja je izračunata pozivom na odredbu čl. 16. st. 3. ZPDD.

kojim je propisana zabrana stjecanja i otuđivanja dionica s pravom glasa. Tako je odredbom čl. 40. st. 1. i st. 2. ZPDD propisano da, od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude, ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički ne smiju steći niti se smiju obvezivati da će steći dionice ciljnog društva na drugi način osim ponudom za preuzimanje te ne smiju otuđivati niti se smiju obvezivati na otuđivanje dionica ciljnog društva koje drže. Radi se dakle o jednostranoj zabrani stjecanja i otuđivanja dionica u zakonom predviđenom razdoblju, koja je usmjerena na ponuditelja i osobe koje s njim zajednički djeluju.⁵⁹ Hrvatski je zakonodavac, za pretpostaviti je, time želio onemogućiti da u relevantnom razdoblju dolazi do promjena u broju dionica koje će biti predmet ponude za preuzimanje ciljnog društva, a što bi moglo otežati postupak preuzimanja.⁶⁰ Postupak korekcije cijene u ponudi za preuzimanje pozivom na višu cijenu po kojoj je ponuditelj dionice ciljnog društva stekao u razdoblju od nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude predviđen je Direktivom 2004/25/EZ, te njemačkim i austrijskim pravom.⁶¹

⁵⁹ Odredbom čl. 40. st. 3. ZPDD propisano je da ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički, iznimno od odredbe čl. 40. st. 2. ZPDD, smiju otuđivati dionice ciljnog društva, ako su ispunjeni sljedeći uvjeti: (1) ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički obvezni su najkasnije 30 dana prije namjeravanog otuđivanja dionica ciljnog društva objaviti obavijest kojom ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički izjavljuju da ne namjeravaju provesti postupak preuzimanja ciljnog društva te da imaju namjeru otuđiti određeni broj dionica; (2) obavijest iz čl. 40. st. 3. podst. 1. ZPDD mora sadržavati podatke o broju dionica koje ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju drže te podatke o broju dionica koje namjeravaju otuđiti; (3) ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički obvezni su bez odgode objaviti podatke o svakom otuđivanju dionica ciljnog društva, a ista obavijest mora sadržavati podatke o datumu otuđivanja, broju otuđenih dionica i postotku od ukupno izdanih dionica s pravom glasa ciljnog društva koje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže nakon otuđivanja. Dalje je čl. 40. st. 4. ZPDD propisano da se odredbe čl. 40. st. 1. do st. 3. ZPDD na odgovarajući način primjenjuju i u slučaju objave obavijesti o namjeri objavljivanja dobrovoljne ponude za preuzimanje.

⁶⁰ Povrh navedenoga, predmetnom se zabranom posredno sankcionira ponuditelja koji, unatoč nastanku obveze objave, ponudu nije objavio. U takvoj situaciji, naime, zabrana stjecanja odnosno otuđivanja dionica ciljnog društva traje sve do isteka roka trajanja ponude (što dakako povratno znači da zabrana može prestati samo pod pretpostavkom da ponuda bude objavljena).

⁶¹ Čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ; § 31 (4) WpÜG; § 16 ÜbG. Svojevrsna posebnost hrvatskog rješenja u tom se smislu odnosi na okolnost što je odredbom čl. 16. st. 5. ZPDD propisana obveza ponuditelja i/ili osobe koja s njim djeluje zajednički da u ponudi za preuzimanje ponudi najvišu cijenu ne samo ako protivno odredbama čl. 40. ZPDD stekne dionice ciljnog društva po cijeni višoj od cijene iz čl. 16. st. 2. do st. 4. ZPDD, već i ako protivno spomenutoj zabrani *otudi* dionice po cijeni višoj

Konačno, hrvatski zakonodavac predvidio je i posebna pravila za korekciju cijene isplaćene dioničarima koji su prihvatili ponudu za preuzimanje. Tako je odredbom čl. 16. st. 7. ZPDD propisano da je ponuditelj ili osoba koja s njim djeluje zajednički, ako u roku od jedne godine od dana proteka roka trajanja ponude za preuzimanje stekne dionice ciljnog društva po cijeni koja je viša od cijene iz ponude, obvezan dioničarima koji su prihvatili ponudu za preuzimanje isplatiti razliku u cijeni u roku od sedam dana od dana stjecanja.⁶² Iako usporedivo pravilo postoji i u pravima uzorima,⁶³ svakako je interesantno primijetiti da ono nije sadržano u pravilu o cijeni iz odredbe čl. 5. st. 4. Direktive 2004/25/EZ. U Winterovom se izvješću doduše predlagalo da se na europskoj razini usvoji rješenje koje bi državama članicama dalo mogućnost izbora između dva sustava: prvog koji bi u potpunosti zabranio stjecanje dionica ciljnog

od cijene iz čl. 16. st. 2. do st. 4. ZPDD.

⁶² Zakonodavac je u odredbama čl. 16. st. 8. do st. 9. ZPDD vrlo detaljno propisao postupak koji ponuditelj ili osoba koja s njim djeluje zajednički mora slijediti ako, u roku iz odredbe čl. 16. st. 7. ZPDD, stekne dionice ciljnog društva po cijeni koja je viša od cijene iz ponude za preuzimanje. Predmnijevano se radi o proceduri kojom se želi na transparentan način o takvom stjecanju obavijestiti sve relevantne sudionike tržišta kapitala te osigurati da se razlika u cijeni isplati svim dioničarima koji su prihvatili ponudu za preuzimanje. Tako je odredbom čl. 16. st. 8. ZPDD propisano da je ponuditelj ili osoba koja s njim djeluje zajednički dužna o stjecanju dionica ciljnog društva iz čl. 16. st. 7. ZPDD bez odgode, a najkasnije sljedeći radni dan od dana stjecanja, obavijestiti HANFU, ciljno društvo i uređeno tržište na koje su dionice ciljnog društva uvrštene, pri čemu obavijest mora sadržavati podatke o ponuditelju i osobama koje s njim zajednički djeluju (tvrtka, poslovna adresa i sjedište), razdoblju u kojem je trajala pohrana dionica u provedenoj ponudi za preuzimanje, broju pohranjenih, isplaćenih i preuzetih dionica u provedenom preuzimanju, podatke o apsolutnom i relativnom broju dionica kojima ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju raspolažu prije i nakon stjecanja, cijeni u provedenoj ponudi, razlici u cijeni koja će se isplatiti u roku od sedam dana i detaljno obrazloženje okolnosti nastanka obveze isplate razlike u cijeni. Uz obavijest dostavljenu HANFI potrebno je dostaviti i dokumentaciju iz koje će biti vidljiva cijena stjecanja i razlika u cijeni koja se mora isplatiti dioničarima. Dalje je st. 9. propisano da je ponuditelj ili osoba koja s njim djeluje zajednički dužna bez odgode, a najkasnije u roku od pet dana od dana isplate, o isplati razlike u cijeni koja je isplaćena dioničarima obavijestiti HANFU. Obavijesti mora biti priložena dokumentacija iz koje će biti vidljiva cijena stjecanja, razlika u cijeni koja je isplaćena dioničarima, popis dioničara kojima je ista razlika isplaćena, kao i dokumentacija iz koje proizlazi da je ista razlika dioničarima isplaćena. Konačno, odredbom čl. 16. st. 10. ZPDD propisano je da se obveza iz st. 7. ne odnosi na stjecanja dionica u slučaju statusnih promjena ciljnog društva ili povećanja temeljnog kapitala ciljnog ili u slučaju stjecanja dionica ciljnog društva u zamjenu za isplatu dividende.

⁶³ § 31 (5) WpÜG; § 16 (7) ÜBG.

društva po povoljnijim uvjetima, kako tijekom trajanja ponude tako i određeno vrijeme nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje, odnosno drugog koji bi ponuditelja obvezao da u slučaju stjecanja dionica ciljnog društva po povoljnijim uvjetima (bilo tijekom trajanja ponude za preuzimanje ili određeno vrijeme nakon proteka roka njena trajanja) isplati razliku u cijeni dioničarima koji su prihvatili ponudu za preuzimanje.⁶⁴ Pozadinsko razmišljanje temeljilo se na dosljednoj primjeni načela jednakog položaja dioničara, uz očekivanje da će usvajanje takvih pravila utjecati na ponuditelja da u ponudi za preuzimanje sam inicijalno odredi cijenu koja je „razumna“ – što povratno ide u korist manjinskim dioničarima koji razmišljaju o prodaji svojih dionica ciljnog društva.⁶⁵ Iako konačno usvojeno rješenje Direktive 2004/25/EZ u obzir ne uzima stjecanje dionica u razdoblju nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje (već samo u razdoblju prije prelaska kontrolnog praga odnosno u razdoblju od objavljivanja do isteka ponude za preuzimanje),⁶⁶ valja pozdraviti okolnost što je hrvatski zakonodavac iskoristio mogućnost propisivanja uvjeta koji su stroži od onih predviđenih Direktivom 2004/25/EZ.

4.2. Kritika primjene presumpcije iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD

Kao što je ranije pojašnjeno, za određenje cijene u ponudi za preuzimanje potrebno je utvrditi jesu li ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju dionice ciljnog društva stekli u zakonom propisanim referentnim razdobljima: razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, razdoblju od dana nastanka te obveze pa do isteka roka trajanja ponude odnosno razdoblju od jedne godine od dana proteka roka trajanja ponude za preuzimanje. Pritom je ključno ispravno odrediti trenutak kada su (odnosno kada se može smatrati da su) ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju stekli dionice ciljnog društva.

Pitanje stjecanja dionica kao nematerijaliziranih vrijednosnih papira⁶⁷ regu-

⁶⁴ Visoka grupa stručnjaka za pravo društava predložila je da se radi o razdoblju u trajanju od minimalno šest do maksimalno devet mjeseci. Vidi: Winterovo izvješće, *op. cit.* u bilj. 4, str. 51, 52.

⁶⁵ Vidi: Winterovo izvješće, *op. cit.* u bilj. 4, str. 51, 52.

⁶⁶ Vidi: čl. 5. st. 4. podst. 2. Direktive 2004/25/EZ.

⁶⁷ Sukladno odredbi čl. 321. st. 5. ZTK, vrijednosni papiri izdavatelja sa sjedištem u Republici Hrvatskoj mogu biti uvršteni na redovito tržište samo ako su u nematerijaliziranom obliku. Za uvjete za uvrštenje na službeno tržište, vidi: čl. 325 ZTK. Nematerijalizirani vrijednosni papir definiran je kao vrijednosni papir koji se u obliku elektroničkog zapisa vodi kod središnjeg depozitorija ili drugog registra propisanog posebnim zakonima (čl. 523. st. 1. t. 2. ZTK), pri čemu je njegov zakoniti imatelj

lirano je odredbama Zakona o tržištu kapitala (dalje u tekstu: ZTK)⁶⁸. Sukladno propisanom općem režimu, dionica kao vrijednosni papir stječe se temeljem dva pravna posla. Prvi pravni posao predstavlja valjanu pravnu osnovu stjecanja (*titulus*), a drugi način stjecanja (*modus*) odnosno pravni posao prijenosa dionice. Tako je odredbom čl. 530. st. 1. ZTK propisano da se nematerijalizirani vrijednosni papir i prava koja iz njega proizlaze stječu na temelju valjanog pravnog posla (*titulus*) u trenutku njegova upisa na račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira stjecatelja ili osobe koja drži nematerijalizirani vrijednosni papir za račun stjecatelja (*modus*), osim ako trenutak stjecanja nije drugačije utvrđen posebnim propisom. Osim na temelju valjanog pravnog posla, nematerijalizirani vrijednosni papir i prava koja proizlaze iz nematerijaliziranog vrijednosnog papira mogu se steći na temelju odluke suda odnosno druge nadležne vlasti, nasljeđivanjem i na temelju zakona.⁶⁹ Prikazano na primjeru ugovora o kupoprodaji dionica (koji se u nastavku teksta, radi jednostavnosti, uvijek koristi kao primjer valjane pravne osnove stjecanja), kupac dakle ne stječe dionice u trenutku sklapanja ugovora o kupoprodaji, već u trenutku kada se dionice odgovarajućom preknjižbom upišu na račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi u Središnjem klirinškom depozitarnom društvu (dalje u tekstu: SKDD).⁷⁰

Međutim, analiza odredbe čl. 8 ZPDD pokazuje da je hrvatski zakonodavac u okviru ZPDD-a prepoznao posebnost stjecanja dionica temeljem dva (vremenski odvojena) pravna posla te za potrebe utvrđivanja broja i postotka prava glasa propisao primjenu posebne presumpcije stjecanja dionica s pravom glasa ciljnog društva. Tako je odredbom čl. 8. st. 1. t. 1. ZPDD propisano da će se, u smislu ZPDD-a, pri utvrđivanju broja dionica s pravom glasa ciljnog društva koje drži ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički, u obzir uzeti dionice s pravom glasa ciljnog društva koje su te osobe stekle.⁷¹ Dalje je odredbom čl. 8. st. 3. ZPDD propisano

onaj subjekt kojem pripada tražbina odnosno pravo iz nematerijaliziranog vrijednosnog papira (čl. 528. st. 1. ZTK).

⁶⁸ NN br. 65/18, 17/20, 83/21.

⁶⁹ Čl. 530. st. 2. ZTK.

⁷⁰ Više o pripadnosti i stjecanju nematerijaliziranih vrijednosnih papira u hrvatskom pravu, vidi: Markovinović, H., Tepeš, N., *Skrbnništvo nad vrijednosnim papirima*, Zbornik 49. susreta pravniku u Opatiji, Pravo u gospodarstvu, 2011, str. 96-100.

⁷¹ Cjelokupna odredba čl. 8. st. 1. ZPDD glasi: *U smislu ovoga Zakona, pri utvrđivanju broja dionica s pravom glasa ciljnog društva koje drži ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički, u obzir će se uzeti dionice s pravom glasa ciljnog društva: 1. koje su te osobe stekle, 2. koje su te osobe prenijele na treću osobu kao osiguranje, osim ako je ta osoba ovlaštena samostalno ostvarivati pravo glasa iz tih dionica neovisno o uputama tih osoba, 3. za koje je u korist tih osoba osnovano pravo plodouživanja, 4. koje te osobe mogu steći izjavom volje, kao npr. opcija za kupnju dionica, 5. koje su tim osobama povjerene, ako one mogu prava glasa iz*

da će se u smislu čl. 8. st. 1. t. 1. ZPDD smatrati da su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa kad sklope pravni posao ili nastankom drugoga pravnog temelja za prijenos dionica, neovisno o prijenosu dionica i upisu u depozitorij ili registar dionica ciljnog društva, te neovisno o tome što je pravni posao sklopljen pod odgovornim uvjetom.⁷²

Ne ulazeći u analizu (ne)primjerenosti presumpcije iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD u postupku utvrđivanja broja i postotka prava glasa ciljnog društva koje drži ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju, opravdano je postaviti pitanje može li se ona primijeniti i u postupku određivanja cijene u ponudi za preuzimanje. Čini se naime da bi u slučaju negativnog odgovora kupac (kao budući ponuditelj) mogao uspješno izbjeći mehanizam određivanja cijene u ponudi za preuzimanje iz odredbe čl. 16 ZPDD.

Kupac bi tako, primjerice, mogao s prodavateljem sklopiti ugovor o kupoprodaji dionica ciljnog društva, te mu odmah potom i isplatiti ugovorenu cijenu. Istovremeno, međutim, ugovorne bi se strane mogle sporazumjeti da će do prijenosa dionica sa prodavatelja na kupca doći tek kasnije.⁷³ Za potrebe primjera, može se pretpostaviti da je ugovor o kupoprodaji sklopljen u razdoblju od jedne godine prije nego li je za kupca nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje,⁷⁴ da je ugovorena cijena najviša cijena po kojoj su ponuditelj i osobe

tih dionica ostvarivati samostalno, po vlastitoj ocjeni, bez posebnih uputa dioničara.

⁷² Odredbom je dalje propisano da će se pod istim uvjetima smatrati da su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa i kada, umjesto dionica, steknu potvrde koje predstavljaju vlasništvo određenog broja dionica ciljnog društva, kao npr. globalne potvrde o deponiranim dionicama, pri čemu se odredbe st. 1. t. 2. – t. 5. čl. 8. na odgovarajući način primjenjuju i na te potvrde.

⁷³ U tom smislu je odredbom čl. 530. st. 3. ZTK propisano da se stjecanje iz čl. 530. st. 1. ZTK, do kojega dolazi na temelju valjanih pravnih poslova sklopljenih izvan uređenog tržišta, MTP-a ili OTP-a, odluke suda odnosno druge nadležne vlasti, nasljeđivanja i na temelju zakona, provodi u sustavu središnjeg depozitorija ili drugog registra propisanog posebnim zakonom. U st. 4. iste odredbe dalje je propisano da se stjecanje iz čl. 530. st. 1. ZTK, do kojega dolazi na temelju transakcije sklopljene na uređenom tržištu, MTP-u, OTP-u ili izvan uređenog tržišta, MTP-a i OTP-a, a uz posredovanje sudionika sustava poravnanja i namire, provodi putem sustava poravnanja i namire. Konačno, kada se nematerijalizirani vrijednosni papiri stežu na mjestu trgovanja, izložena ponuda za prijenos nematerijaliziranih vrijednosnih papira smatra se izjavom o njihovu prijenosu, ako je druga strana prihvatiti, sukladno pravilima mjesta trgovanja (st. 5.).

⁷⁴ Za potrebe primjene odredbe čl. 16. st. 2. ZPDD formalnopravno je nevažno radi li se o kontrolnom paketu dionica (u smislu transakcije temeljem koje za ponuditelja nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje) ili o paketu dionica čijom kupnjom kupac ne prelazi kontrolni prag. Kao što je ranije napomenuto, odredbom čl. 16. st. 2. ZPDD propisano je da cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti

koje s njim djeluju zajednički u referentnom razdoblju stjecali dionice ciljnog društva (čl. 16. st. 2. ZPDD), da je viša od prosječne cijene dionica ostvarene na uređenom tržištu (čl. 16. st. 3. ZPDD) te da će prijenos dionica uslijediti u roku od 14 mjeseci od dana protoka roka trajanja ponude za preuzimanje.

Nije sporno da će se u opisanom slučaju za potrebe utvrđivanja broja i postotka prava glasa, a pozivom na presumpciju iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD, smatrati da je kupac dionice ciljnog društva stekao u trenutku sklapanja ugovora o kupoprodaji. Ako se presumpcija stjecanja pritom izravno primjeni i u postupku određivanja cijene u ponudi za preuzimanje, onda će se ugovorena i isplaćena kupoprodajna cijena uzeti u obzir i prilikom određivanja cijene u ponudi za preuzimanje. Drugim riječima, kupac iz gornjeg primjera morat će u sklopu ponude za preuzimanje svim dioničarima ponuditi istu cijenu kao najvišu cijenu po kojoj je u referentnom razdoblju stjecao dionice ciljnog društva. Međutim, do dijametralno suprotnog rješenja dolazi se ako se isključi primjena presumpcije iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD, a trenutak stjecanja dionica se odredi pozivom na opći režim stjecanja iz ZTK. Jer ako će kupac dionice ciljnog društva steći tek u trenutku njihova upisa na račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira (a transakcija je strukturirana tako da do upisa dođe tek u roku od 14 mjeseci od dana protoka roka trajanja ponude za preuzimanje), onda će prodavatelj biti njihov zakoniti imatelj tijekom cjelokupnog razdoblja od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Shodno navedenom, ugovorena kupoprodajna cijena neće se uzeti u obzir prilikom određivanja cijene u ponudi za preuzimanje jer kupac u relevantnom razdoblju formalnopravno nije stekao dionice ciljnog društva. Iako je dakle u analiziranom primjeru ugovorena i isplaćena cijena ujedno i najviša cijena koju je ponuditelj u okviru referentnog razdoblja platio za dionice ciljnog društva (pa stoga nesumnjivo postoji i dovoljno jasan kriterij za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje), ostali dioničari pod istim uvjetima neće moći otuđiti svoje dionice ciljnog društva.

Komparativno promatrano, rješenja u kojima je za primjenu kriterija za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje važan trenutak nastanka pravnog temelja za prijenos dionica nalazimo kako u njemačkom tako i u austrijskom pravu.⁷⁵ Također, u pravnoj je teoriji ispravno uočeno da bi ponuditelj u suprotnom mogao „kreativnim“ strukturiranjem transakcija pokušati izbjeći primjenu

niža od najviše cijene po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za ponuditelja i/ili osobe koje s njim djeluju zajednički nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.

⁷⁵ § 31 WpÜG; § 16 ÜbG.

pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje.⁷⁶ Drugim riječima, naglasak je stavljen na obveznopravni element i subjektivnu procjenu kupca (budućeg ponuditelja) o tome koliko vrijede dionice ciljnog društva koje kupuje, a ne trenutak njihova formalnopravnog prijenosa.

Međutim, unatoč načelnoj opravdanosti stajališta da se, za potrebe određivanja cijene u ponudi za preuzimanje, odstupi od općeg pravnog režima stjecanja iz ZTK, čini se da se takvo tumačenje ipak ne može temeljiti na presumpciji iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD. Riječ je naime o presumpciji čije je djelovanje, kao što je ranije naglašeno, ograničeno na primjenu odredbe čl. 8. st. 1. t. 1. ZPDD. Drugim riječima, iz teksta same odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD proizlazi da se presumpcija ima primijeniti isključivo za potrebe utvrđivanja broja i postotka prava glasa.

Pritom je također potrebno naglasiti da presumpcija iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD ne predstavlja posebno pravilo kojim bi se odstupilo od općeg režima stjecanja dionica kako je to propisano odredbama ZTK. Jer iako je zakonodavac evidentno predvidio da će se dionice koje su predmet pravnog posla koji je temelj za njihov prijenos pripisati ponuditelju već u trenutku sklapanja tog pravnog posla, to ne znači i da će ponuditelj (u smislu općeg režima propisanog ZTK) biti njihov zakoniti imatelj, pa shodno tome niti da će po njima moći ostvarivati pravo glasa. Drugim riječima, presumpcija iz čl. 8. st. 3. ZPDD ne mijenja trenutak stjecanja dionice kao nematerijaliziranog vrijednosnog papira, već samo određuje u kojem će se trenutku, za potrebe utvrđenja prelaska kontrolnog praga, dionice ciljnog društva pripisati ponuditelju iako nije njihov zakoniti imatelj odnosno unatoč tome što ih formalnopravno još nije stekao. U prilog takvog zaključka govori i sam ZPDD u mjeri u kojoj na odgovarajućim mjestima naglašava razliku između pravnog posla koji je temelj za prijenos dionica (*titulus*) i stjecanja dionica u smislu odgovarajuće preknjižbe na račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi u SKDD (*modus*). Tako je, primjerice, ranije spomenutom odredbom čl. 40. st. 1. ZPDD propisano da od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude, ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički *ne smiju steći niti se smiju obvezivati da će steći* dionice ciljnog društva na drugi način osim ponudom za preuzimanje. Da je namjera zakonodavca bila da se presumpcija stjecanja dionica iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD univerzalno primjenjuje na pojam stjecanja u cijelom ZPDD-u (uključujući i određivanje cijene u ponudi za preuzimanje iz odredbe čl. 16 ZPDD), onda bi izričaj koji se koristi u odredbi čl. 40. st. 1. ZPDD bio suvišan.⁷⁷

⁷⁶ U tom smislu vidi: Weidemann, *op. cit.* u bilj. 21, str. 199.

⁷⁷ U tom smislu, vidi i: čl. 40. st. 2. ZPDD i čl. 14. st. 1. t. 14 ZPDD.

4.3. Prijedlog teleološkog tumačenja odredbe čl. 16 ZPDD

Kako je hrvatski zakonodavac u određenim segmentima prava preuzimanja očito posegnuo za rješenjima koja ne poznaju ni prava (uzori) država članica ni relevantni europski instrumenti, od iznimne je važnosti odredbe ZPDD-a tumačiti tako da se u postupku evaluacije značenja pravnog pravila u obzir uzme kako cilj koji se pravilom želi postići, tako i njegova unutarnja povezanost sa drugim pravilima i/ili institutima u okviru ZPDD-a. Potonji sustavni pristup trebao bi minimalizirati uočene nedosljednosti zakonskih rješenja, za koja je ponekad načelno teško utvrditi jesu li posljedica nomotehničke nespretnosti i nedostatka promišljenog sustavnog pristupa analiziranim pravnim institutima ili namjere zakonodavca da im pristupi na izvoran i autonoman način, predmnijevano iz razloga što tako zahtijevaju posebnosti hrvatskog tržišta kapitala.

Pristupajući analizi odredbe čl. 16 ZPDD, valja uočiti da je pojam *stjecanje dionica ciljnog društva* središnji pravni pojam koji se javlja u odnosu na sva tri zakonom određena relevantna vremenska razdoblja. Međutim, čini se da mu zakonodavac pripisuje posebno značenje samo kada ponuditelj dionice ciljnog društva *stekne* u razdoblju od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude, kako je to propisano odredbom čl. 16. st. 5. ZPDD. Kao što je ranije u tekstu pojašnjeno, predmetnom je odredbom propisano da je ponuditelj i/ili osoba koja s njim djeluje zajednički, ako protivno odredbama čl. 40 ZPDD *stekne* ili otuđi dionice ciljnog društva po cijeni višoj od cijene iz čl. 16. st. 2., 3. i 4. ZPDD, obvezan u ponudi za preuzimanje ponuditi najvišu cijenu. Pritom je ključno upravo izravno upućivanje na odredbu čl. 40 ZPDD. Jer ako je ponuditelj obvezan višu cijenu ponuditi kada dionicu ciljnog društva *stekne protivno čl. 40 ZPDD*, onda je za određenje pravnog pojma *stjecanja* relevantna upravo odredba čl. 40 ZPDD odnosno tamo sadržana jednostrana zabrana *stjecanja* koja je usmjerena na ponuditelja i/ili osobu koja s njim zajednički djeluje.

Jednostrana zabrana *stjecanja dionica ciljnog društva* iz odredbe čl. 40. st. 1. ZPDD ranije je analizirana u sklopu odredbe čl. 16. st. 5. ZPDD. Njome je propisano da od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude, ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički ne smiju steći niti se smiju obvezivati da će steći dionice ciljnog društva na drugi način osim ponudom za preuzimanje. Drugim riječima, zabranom su obuhvaćene dvije situacije: prva se odnosi na *stjecanje dionica ciljnog društva*, a druga na *preuzimanje obveze* da će se steći dionice ciljnog društva.

U odnosu na prvu situaciju odnosno zabranu *stjecanja dionica ciljnog društva* na drugi način osim ponudom za preuzimanje, pojam *stjecanja* treba shva-

titi u smislu općeg režima propisanog ZTK-om. Sukladno ranije spomenutoj odredbi čl. 530. st. 1. ZTK, to znači da se trenutak stjecanja odnosi na trenutak upisa dionice na račun nematerijaliziranih vrijednosnih papira stjecatelja ili osobe koja drži nematerijalizirani vrijednosni papir za račun stjecatelja.⁷⁸ Ne bi pritom trebalo biti sporno da nema mjesta primjeni presumpcije iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD. Naime, upravo je odredba čl. 40. st. 1. ZPDD (u mjeri u kojoj na istu razinu stavlja zabranu stjecanja dionica i zabranu preuzimanje obveze da će se dionica steći) jasan pokazatelj da je zakonodavna namjera bila da se presumpcija iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD primjenjuje isključivo u postupku utvrđivanja broja i postotka prava glasa.

U odnosu na drugu situaciju, odredba čl. 40. st. 1. ZPDD predviđa da se ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički ne smiju *obvezivati da će steći dionice ciljnog društva* na drugi način osim ponudom za preuzimanje. Zabrana se dakle odnosi na sklapanje valjanog pravnog posla kao pravne osnove stjecanja dionica (*titulus*). Prikazano na ranije korištenom primjeru kupoprodaje dionica, to znači da ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički, u razdoblju od nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje pa do isteka roka trajanja ponude, ne smiju sklapati ugovore o kupoprodaji dionica ciljnog društva, već dionice smiju stjecati samo u okviru ponude za preuzimanje.

Sintagmu iz odredbe čl. 16. st. 5. ZPDD o *stjecanju dionica ciljnog društva protivno odredbama čl. 40. ZPDD* potrebno je tumačiti tako da su njome obuhvaćene obje spomenute situacije. To znači da se pravni pojam *stjecanja* iz odredbe čl. 16. st. 5. ZPDD odnosi i na stjecanje u smislu općeg režima propisanog ZTK-om i na preuzimanje obveze da će se steći dionice ciljnog društva. Naime, ako bi se zauzelo stajalište da se sintagma *stjecanje dionica ciljnog društva protivno odredbama čl. 40. ZPDD* iz odredbe čl. 16. st. 5. ZPDD odnosi samo na opći režim stjecanja propisan odredbama ZTK (uz isključenje slučajeva kada je sklopljen pravni posao kojim se preuzima obveza stjecanja), onda bi to značilo da je u obzir uzet samo jedan od dva oblika postupanja koja su odredbom čl. 40. st. 1. ZPDD ponuditelju i/ili osobama koje s njim zajednički djeluju zabranjena. Drugim riječima, *steći protivno odredbi čl. 40. st. 1. ZPDD* iz odredbe čl. 17. st. 5. ZPDD znači *steći protivno jednostranoj zabrani koja je propisana odredbom čl. 40. st. 1. ZPDD*, a koja se odnosi i na slučaj stjecanja dionica ciljnog društva, i na slučaj preuzimanja obveze da će se dionice ciljnog društva steći. Valja stoga zaključiti da će ponuditelj (i/ili osoba koja s njim djeluje zajednički) biti obvezan u ponudi za preuzimanje ponuditi (najvišu) cijenu čak i kada se, u razdoblju od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka

⁷⁸ Osim ako trenutak stjecanja nije drugačije utvrđen posebnim propisom. Vidi: čl. 530. st. 1. ZTK.

roka trajanja ponude, samo obvezao da će steći dionice ciljnog društva (iako u spomenutom razdoblju nije došlo i do njihova formalnopravnog prijenosa).

Tako određeni pravni pojam *stjecanja dionica ciljnog društva*, kojim se prepoznaje i (za potrebe određivanja cijene u ponudi za preuzimanje) pravilno evaluira okolnost što *titulus* vremenski prethodi *modusu* potrebno je sustavno primijeniti u okviru cijele odredbe čl. 16. ZPDD. U prilog takvom tumačenju, koje u obzir uzima potrebu ujednačene primjene pravnih pojmova u okviru istog instituta, svakako govori i okolnost da je *ratio* instituta određivanja cijene u ponudi za preuzimanje istovjetan neovisno o tome u kojem referentnom razdoblju ponuditelj i/ili osobe koje s njima djeluju zajednički „steću“ dionice ciljnog društva. Kao što je ranije napomenuto, radi se primjeni načela jednakog položaja dioničara te potrebi da se dioničarima osigura da u okviru ponude za preuzimanje svoje dionice otuđe po cijeni koja nije niža od one po kojoj su dionice ciljnog društva otuđene u promatranim vremenskim razdobljima. U tom je smislu uistinu teško konstruirati dovoljno uvjerljiv argument koji bi opravdao stav da je, u postupku određivanja cijene u ponudi za preuzimanje, preuzimanje obveze na stjecanje dionica ciljnog društva važno samo u razdoblju od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka njena trajanja (čl. 16. st. 5. ZPDD), ali ne i u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 2. ZPDD) odnosno razdoblju od jedne godine od dana protoka roka trajanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 7. ZPDD). Osim ako se dakle ne želi zauzeti stav da je zakonodavac pojam stjecanja proširio tako da obuhvaća i trenutak preuzimanja obveze na stjecanje dionica ciljnog društva samo u odnosu na razdoblje trajanja ponude za preuzimanje, pri čemu je isti pojam (namjerno) drugačije odredio u odnosu na relevantna razdoblja koja prethode i slijede ponudi za preuzimanje, uočene probleme tumačenja odredbe čl. 16. ZPDD ipak valja pripisati zakonodavčevim nomotehničkim propustima i nedostatku promišljenog sustavnog pristupa analiziranim pravnim institutima. Kao što je ranije iscrpno objašnjeno, cilj koji se institutom određivanja cijene u ponudi za preuzimanje želi postići jasno govori u prilog tumačenja odredbe čl. 16. ZPDD na način da se odstupi od općeg režima stjecanja iz ZTK i u obzir uzme okolnost da je subjektivna procjena kupca o cijeni dionica ciljnog društva (koja postaje razvidna u trenutku preuzimanja obveze na stjecanje dionica) itekako važan kriterij određivanja cijene u ponudi za preuzimanje.

Prikazano na konkretnom primjeru kupoprodaje dionica ciljnog društva, primjena predloženog tumačenja odredbe čl. 16. ZPDD značila bi da je za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje podjednako relevantan trenutak sklapanja samog ugovora o kupoprodaji kao i trenutak upisa dionica na račun

nematerijaliziranih vrijednosnih papira stjecatelja (kupca). U tom je smislu moguće zamisliti tri scenarija: (1) ugovor o kupoprodaji dionica ciljnog društva sklopljen je u referentnom zakonom propisanom razdoblju u kojem je došlo i do prijenosa dionica; (2) ugovor o kupoprodaji dionica sklopljen je prije referentnog zakonom propisanog razdoblja, ali je do prijenosa dionica došlo unutar tog razdoblja; te (3) ugovor o kupoprodaji dionica ciljnog društva sklopljen je u referentnom zakonom propisanom razdoblju, ali je do prijenosa dionica došlo nakon protoka referentnog zakonom propisanog razdoblja.⁷⁹ Predloženo tumačenje odredbe čl. 16. ZPDD znači da će ugovorena kupoprodajna cijena biti relevantna za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje u sva tri scenarija. Upravo takav pristup će onemogućiti da ugovorne strane vlastitim dispozicijama zaobiđu primjenu pravila o određivanju cijene u ponudi za preuzimanje iz odredbe čl. 16. ZPDD, što će povratno doprinijeti uspostavi pravne sigurnosti.

Konačno, ukratko se potrebno osvrnuti i na mogućnost da strane koje su ugovor o kupoprodaji dionica ciljnog društva sklopile u referentnom razdoblju (primjerice, razdoblju od godine dana prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, sukladno odredbi čl. 16. st. 2. ZPDD), te predvidjele da će prijenos dionica uslijediti tek naknadno, pozivom na opća pravila obveznog prava u međuvremenu izmijenjene ugovorenu cijenu. U tom smislu ne bi trebalo biti sporno da će, dođe li do izmjene cijene u okviru referentnog zakonom propisanog razdoblja, za potrebe određivanja cijene u ponudi za preuzimanje relevantna biti upravo nova izmijenjena kupoprodajna cijena. Međutim, ako bi ugovorne strane kupoprodajnu cijenu izmijenile nakon isteka referentnog zakonom propisanog razdoblja (u gornjem primjeru, nakon nastanka obveze objave ponude za preuzimanje, ali prije isteka roka njena trajanja), čini se da bi u obzir valjalo uzeti i odredbu čl. 29 ZPDD koja se odnosi na izmjenu ponude za preuzimanje. A kako je tom odredbom propisano da izmjena ponude za preuzimanje mora biti objavljena najkasnije deset dana prije isteka roka trajanja ponude za preuzimanje,⁸⁰ proizlazi da se eventualne izmjene kupoprodajne cijene koje bi uslijedile nakon tog roka ne bi mogle uzeti u obzir kao kriterij za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje. Radi se dakle o potencijalnom

⁷⁹ Kada se u navedenim primjerima govori o „referentnom zakonom propisanom razdoblju“, misli se na bilo koje od tri razdoblja koja su u okviru odredbe čl. 16 ZPDD predviđena kao relevantna u smislu određivanja cijene u ponudi za preuzimanje: razdoblje od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 2. ZPDD), razdoblje od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka trajanja ponude (čl. 16. st. 5. ZPDD) te razdoblje od jedne godine od dana protoka roka trajanja ponude za preuzimanje (čl. 16. st. 7. ZPDD).

⁸⁰ Čl. 29. st. 1. ZPDD.

slučaju pravne nesigurnosti, u kojoj bi ugovorne strane mogle izigrati primjenu mehanizma određivanja cijene u ponudi za preuzimanje na način da naknadno ugovore višu kupoprodajnu cijenu koja se ne bi mogla uzeti u obzir kao relevantan kriterij za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje, iako je ponuditelj kao kupac obvezu na isplatu te cijene izvorno preuzeo u razdoblju koje je prethodilo nastanku obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Kako se radi o svojevrsnoj pravnoj praznini, čini se da bi takve situacije valjalo riješiti analognom primjenom odredbe čl. 16. st. 5. ZPDD odnosno tretirati ih kao slučaj u kojemu je ponuditelj u razdoblju od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka njena trajanja stekao dionice ciljnog društva po cijeni koja je viša od cijene iz odredbe čl. 16. st. 2. ZPDD. Kako je odredbom čl. 16. st. 5. ZPDD propisano da je ponuditelj u tom slučaju *obvezan u ponudi za preuzimanje ponuditi najvišu cijenu*, za zaključiti je da se radi o posebnoj iznimci koja predviđa izmjenu ponude za preuzimanje neovisno o roku trajanja ponude za preuzimanje. U skladu sa navedenim, na jednak bi način valjalo riješiti i situacije u kojima bi ponuditelj preuzeo obvezu isplate kupoprodajne cijene u razdoblju od godine dana prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje i ugovorio da će do prijenosa dionica doći tek nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje, te nakon okončanja postupka preuzimanja u dogovoru s prodavateljem izmijenio kupoprodajnu cijenu na način da je viša od one koja je bila izvorno ugovorena. Ako bi do povećanja cijene došlo u roku od jedne godine od dana proteka roka trajanja ponude za preuzimanje, valjalo bi primijeniti odredbu čl. 16. st. 7. ZPDD i obvezati ponuditelja i/ili osobu koja s njim djeluje zajednički da dioničarima koji su prihvatili ponudu za preuzimanje isplati razliku između izvorno ugovorene i naknadno izmijenjene cijene.⁸¹

5. ZAKLJUČAK

Problemi svojstveni tumačenju odredbe čl. 16. ZPDD su, na žalost, tipični za hrvatsko pravo preuzimanja. Iako nominalno usklađen sa Direktivom 2004/25/EZ, ZPDD i dalje često izaziva nedoumice. Neke od njih rezultat su neadekvatne nomotehnike, neke potječu od nedovoljnog razumijevanja instituta koji se žele regulirati, a neke su pak rezultat okolnosti što zakonodavac čini se nikada nije u potpunosti prihvatio koncept da pravo preuzimanja predstavlja

⁸¹ Alternativno, opisane slučajeve u kojima dolazi do naknadne izmjene cijene po kojoj su se ponuditelj i/ili osobe koje s njim zajednički djeluju obvezale steći dionice ciljnog društva moglo bi se tretirati i kao slučajeve ispravka ponude za preuzimanje. U tom smislu načelno ne bi trebalo isključiti mogućnost da HANFA izravno intervenira u sklopu svojih nadzornih ovlasti. Vidi: čl. 48. st. 3. t. 3. ZPDD.

posebnu granu prava koja je na poseban način funkcionalno povezana sa statusnim pravom dioničkih društava i pravom tržišta kapitala.

Iako je institut određivanja cijene u ponudi za preuzimanje u hrvatskom pravu preuzimanja prisutan još od prve verzije Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine (dakle, prije obveze usklađenja s Direktivom 2004/25/EZ), pa bi bilo za očekivati da su uočeni problemi ispravljani u sklopu neke (od brojnih) zakonodavnih inicijativa koje su za cilj imale unaprijediti postojeća zakonska rješenja, čini se da odredba čl. 16. ZPDD i dalje trpi ozbiljne prigovore.

Nije sporno da je hrvatski zakonodavac, načelno slijedeći kontinentalno europsku pravnu filozofiju, prednost dao zaštiti manjinskih dioničara. Prodaja dionica ciljnog društva po „pravičnoj cijeni“ u tom smislu pretpostavlja da, uslijed prelaska kontrolnog praga od strane ponuditelja, svi dioničari imaju pravo svoje dionice otuđiti po najvišoj cijeni po kojoj ih je ponuditelj stjecao u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze za preuzimanje odnosno (višoj) prosječnoj cijeni dionica koja je ostvarena na uređenom tržištu. Usporediva zaštita manjinskih dioničara predviđena je i u odnosu na razdoblje koje počinje danom nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje i traje do isteka roka trajanja ponude te razdoblje od jedne godine od dana proteka roka trajanja ponude za preuzimanje. I u potonja se dva slučaja kao središnji kriterij uzima u obzir cijena po kojoj su ponuditelj i/ili osobe koje s njim zajednički djeluju stjecale dionice ciljnog društva. Međutim, a kao što je jasno pokazala provedena analiza, problem instituta određivanja cijene u ponudi za preuzimanje iz odredbe čl. 16 ZPDD načelno nije ni u opisanom mehanizmu određivanja cijene niti primjeni načela koja se njime žele ugraditi u postupak preuzimanja. Sasvim suprotno, problem je u određivanju pravnog pojma stjecanja dionica ciljnog društva, kao pojma na kojem se temelji primjena cjelokupnog instituta. Jer ako se kao sporno javlja pitanje u kojem trenutku je ponuditelj i/ili osobe koje s njim djeluju zajednički *stekao* dionice ciljnog društva, onda će se to pitanje očekivano preliti i na primjenu instituta koji se u bitnome temelji na ideji da je upravo cijena stjecanja u relevantnom razdoblju ključna za određivanje cijene u ponudi za preuzimanje.

Komparativna analiza je pokazala da postoje uvjerljivi razlozi da se, za potrebe određivanja cijene u ponudi za preuzimanje, pojam stjecanja dionica ciljnog društva proširi tako da su njime obuhvaćeni i slučajevi kada ponuditelj preuzme obvezu stjecanja dionica ciljnog društva (iako će one formalnopravno biti prenesene tek kasnije). U pokušaju odgovora na pitanje dozvoljava li hrvatski zakonski okvir takovo tumačenje, u prvi plan dolazi zakonska presumpcija iz odredbe čl. 8. st. 3. ZPDD koja, međutim, vlastito polje primjene izrijekom

ograničava na utvrđivanje broja i postotka prava glasa. Analiza u radu nije bila usmjerena na kritičko propitivanje modela koji spomenutu presumpciju primjenjuje u postupku utvrđenja je li ponuditelj prešao kontrolni prag. Međutim, čak i ako je teško formulirati dovoljno uvjerljive razloge zbog kojih bi se smatralo da je ponuditelj (iako nije zakoniti imatelj dionica ciljnog društva, pa shodno tome po njima ne može ostvarivati ni pravo glasa) obvezan objaviti ponudu za preuzimanje, razlozi koji govore u prilog primjene presumpcije stjecanja dionica u trenutku sklapanja pravnog posla (ili nastankom nekog drugog pravnog temelja za prijenos dionice) u postupku određivanja cijene u ponudi za preuzimanje i više su nego opravdani.

U radu se predlaže teleološko tumačenje odredbe čl. 16. ZPDD. Polazeći od ciljeva koji se institutom određivanja cijene u ponudi za preuzimanje nastoje postići, uočene nedosljednosti zakonskog rješenja nastoje se sustavno riješiti na način koji uzima u obzir unutarnju povezanost propisnih zakonskih kriterija. U tom smislu svojevrsnu polazišnu točku tumačenja predstavlja stajalište da pravni pojam stjecanja dionica ciljnog društva mora imati isto značenje u odnosu na sva tri vremenska razdoblja koja su propisana odredbom čl. 16. ZPDD. Upućivanje na odredbu čl. 40. ZPDD (u odnosu na razdoblje od trenutka nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje do isteka roka njena trajanja) tako ostavlja prostora da se preuzimanje obveze ponuditelja da će se steći dionice ciljnog društva – izvorno propisano na razini jednostrane zabrane – konstruirati kao pravni pojam stjecanja i relevantan kriterij koji će se primjenjivati i u odnosu na preostala dva zakonom određena vremenska razdoblja.

LITERATURA

- Bebchuk, L. A., *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion paper No. 24, 1987., str. 10-20, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=480301 (22. 12. 2021.).
- Berding, B., *Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze im Übernahmerecht*, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, vol. 23, 2002., str. 1149-1157.
- Beurskens, M.; Ehrlicke, U.; Ekkenga, J.; Oechsler, J.; Schirmacher, C. (ur.), *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar*, C.H. Beck, München, 2021.
- Clerc, C.; Demarigny, V.; Valiante, D.; de Manuel Aramendía, M., *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, Centre for European Policy Studies, European Capital Markets Institute, 2012.

- Ebenroth, C. T.; Boujong, K.; Joost, D.; Strohn, L. (ur.), *Handelsgesetzbuch, sv. 2, Bank- und Börsenrecht*, 4. izdanje, C. H. Beck / Verlag Vahlen, 2020.
- Edwards, V., *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?*, ECFR, vol. 1, no. 4, 2004., str. 416-439.
- Gatti, M., *Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive*, European Business Organization Law Review, no. 6, 2005., str. 553-579.
- Goette, W.; Habersack, M.; Kalss S. (ur.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Verlag C.H. Beck München, 2021.
- Hopt, K. J., *European Takover Reform of 2012/2013 – Time to Re-examine the Mandatory Bid*, European Business Organization Law Review, no. 15, 2014., str. 143-190.
- Kindler, P., Horstmann, H., *Die EU-Übernehmerichtlinie - Ein „europäischer“ Kompromiss*, DStR, sv. 20/21, 2004., str. 866-873.
- Körner, A., *Die angemessene Gegenleistung für Vorzugs- und Stammaktien nach dem WpÜG*, Europäische Hochschulschriften, Reihe II, Bd. 4453, 2006.
- Lutter, M.; Bayer, W.; Schmidt J., *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht: Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien*, ZGR, Sonderheft 1, Teil 1, De Gruyter, 6. izdanje, 2017.
- Markovinović, H.; Tepeš, N., *Skrbnništvo nad vrijednosnim papirima*, u: Zbornik 49. susreta pravnika u Opatiji, Pravo u gospodarstvu, 2011., str. 81-124.
- Porobija, B., *Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava – neke temeljne nedoumice*, Pravo u gospodarstvu, vol. 37, br. 4, 1998, str. 499-521.
- Psaroudakis, G., *The Mandatory Bid and Company Law in Europe*, ECFR, vol. 7, no. 4, 2010., str. 550-584.
- Schimansky, H.; Bunte, H-J.; Lwowski, H-J. (ur.), *Bankrecht/Handbuch*, sv. 1, 5. izdanje, C. H. Beck, 2017.
- Schwark, E.; Zimmer, D. (ur.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung*, C. H. Beck, 2020.
- The High Level Group of Company Law Experts (Winter, J.; Schans Christensen, J.; Garrido Garcia, J. M.; Hopt, K. J.; Rickford, J.; Rossi, G.; Simon, J.), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10.1.2002., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322 (15. 12. 2021.).

Weidemann, M., *Die Mindestpreisregelung des WpÜG*, Duncker & Humblot, Berlin, 2019.

Winner, M., *Die Übernahme-Richtlinie und der Mindestpreis des Pflichtangebots*, u: Grundmann, S.; Merkt, H.; Mülbart, P. O. (ur.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020*, Berlin, De Gruyter, 2020, str. 1491-1506.

PRAVNI IZVORI

Aktiengesetz, 6.9.1965., BGBl. I S. 1089, posljednja izmjena 10.8.2021., BGBl. I S. 3436.

Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote, öBGBI. I 127/98, posljednja izmjena 23.7.2019., öBGBI. I 63/19.

Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL [2004] L 142/12).

Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine (NN br. 124/97, 57/01, 84/02).

Zakon o preuzimanju dioničkih društava iz 2002. godine (NN br. 84/02, 87/02, 120/02, 2/07, 109/07).

Zakon o preuzimanju dioničkih društava iz 2007. godine (NN br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13).

Zakon o trgovačkim društvima (NN br. 1/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 111/12, 125/11, 68/13, 110/15, 40/19).

Zakon o tržištu kapitala (NN br. 65/18, 17/20, 83/21).

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 20.12.2001., BGBl. I S. 3822, posljednja izmjena 10.8.2021., BGBl. I S. 3436.

Summary

Nina Tepes^{*}

THE TAKEOVER BID PRICE

Rules relating to equitable price to be offered in takeover bid represent corner stone of takeover regulation. They aim to achieve an adequate protection of the minority shareholders and sustain effectiveness of capital market, particularly regarding its allocative function. Relevant criteria and their application depend on whether the offeror and/or persons acting in concert with him acquired target company's voting shares in the period preceding the obligation to publish takeover bid, period from publishing of the bid until its closure for acceptance or period following closure of the takeover bid. As Croatian law departs from solutions adopted in member states that otherwise serve as legislative role models, as well as from certain solutions provided by European instruments, paper proposes teleological interpretation of Art. 16 of Croatian Law on taking over of joint stock companies. By considering the goals of the equitable price rule and internal interconnection with other regulations pertaining to takeover process, special emphasis is given to the precise determination of the moment when the offeror acquires voting shares. Such an approach aims to minimize existing legislative inconsistencies, which often relate to either faulty drafting or legislative intentions aiming to provide an autonomous solution that serves presumed particularities of Croatian capital market.

Keywords: equitable price, Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, minority shareholders' protection, presumption relating to acquisition of voting shares of the target company

^{*} Nina Tepes, Ph. D., Professor, Faculty of Law, University of Zagreb, Trg Republike Hrvatske 14, 10000 Zagreb; nina.tepes@pravo.hr; ORCID ID: orcid.org/0000-0002-9679-222X