

Izv. prof. dr. sc. Marko Ivkošić*

KONTROLA NAD DIONIČKIM DRUŠTVOM U PRAVU PREUZIMANJA I PRAVU POVEZANIH DRUŠTAVA

UDK: 347.725

DOI: 10.31141/zrpf.2023.60.147.37

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: 10. 2. 2023.

Formalni pojam kontrole u pravu preuzimanja razlikuje se od materijalnopravnog pojma kontrole u pravu povezanih društava s obzirom na opseg sudjelovanja u temeljnom odnosno glasačkom kapitalu ciljnoga odnosno ovisnoga društva. Razlika u određenju pretpostavljene mogućnosti prevladavajućeg utjecaja i kontrole nad društvom ne proizlazi iz različitog stupnja utjecaja u društvu. Jer i vladanje i kontrola ponajprije ovise o mogućnosti postavljanja članova upravljačke strukture, a koja se ostvaruje dosezanjem obične većine na glavnoj skupštini društva. Ako dioničar i ne drži apsolutnu većinu glasačkih prava u društvu, kadar je izvršavati prevladavajući utjecaj u njemu. Stjecanjem dionica s pravom glasa u iznosu većem od 25% dioničar prekoračuje kontrolni prag i dužan je objaviti javnu ponudu za preuzimanje, a adresati ponude su svi preostali tzv. manjinski dioničari ciljnoga društva. Oni slobodno odlučuju o prihvatu ponude i istupanju iz društva ili njezinu odbijanju. Stjecatelju dionica pribrajaju se glasovi i onih dioničara koji s njim zajednički djeluju. Uočena su nedostatci u određenju visine kontrolnog praga kao i uređenju zajedničkog djelovanja pa se de lege ferenda preporučuje izmjena relevantnih odredbi i daju se prijedlozi za nju. U pravu povezanih društava štite se vanjski dioničari ovisnoga društva na način da ih se ovlašćuje na isplatu primjerene naknade odnosno otpremnine, ali samo u slučajevima kada je sklopljen ugovor *o vođenju poslova* društva i ugovor o prijenosu dobiti. Moć vladajućega društva nad ovisnim iskazuje se sintagmom „prevladavajući utjecaj“. Vladajuće je ono društvo koje može neposredno ili posredno imati prevladavajući utjecaj na ovisno društvo, a presumira se da je društvo koje se nalazi u većinskom sudjelovanju ovisno o društvu koje u njemu ima većinski udio. Nakon razmatranja odnosa moći u društvima dionice kojih su uvrštene na uređenom tržištu i povezanih društava uočava se da se pravozaštitni ciljevi prava preuzimanja i prava povezanih društava ne preklapaju, niti su im isti adresati osim u slučaju društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište.

Ključne riječi: kontrola na društvom, dioničko društvo, preuzimanje, zajedničko djelovanje, povezana društva

* Izvanredni profesor na Katedri za trgovačko pravo i pravo društava, Pravni fakultet sveučilišta u Splitu, Domovinskog rata 8, 21000 Split. E-mail: marko.ivkoscic@pravst.hr. ORCID ID: orcid.org/0000-0001-8597-4960

1. UVOD

U svim je državama članicama Europske unije postupak preuzimanja dioničkih društava uređen na zakonskoj razini, a zakoni su usklađeni sa zahtjevima iz Direktive o ponudama za preuzimanje¹. U našem je pravu 1997. donesen prvi Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava, dvije godine potom donesen je drugi, a 2007. i treći Zakon o preuzimanju dioničkih društava (nadalje: ZPDD)². *Ratio legis* pravnog uređenja postupka preuzimanja jest zaštita ostalih dioničara ciljnoga društva (manjinskih u smislu prava preuzimanja), jačanje izvjesnosti na tržištu kapitala i povećanje dopadljivosti države kao investicijskog cilja. Kao adresati ponude za preuzimanje dioničari samostalno odlučuju o njezinu prihvatu, a uspjeh preuzimanja ovisi o ukupnosti privatnopravnih transakcija između ponuditelja i dioničara ciljnoga društva kojima je ponuda izravno i upućena. Na temelju općih načela pravnog uređenja dioničkih društava i tržišta kapitala, preuzimanje se definira kao ponuditeljev pokušaj da stekne kontrolu nad ciljnim društvom³ odnosno postupak u kojem se stječe mogućnost odlučujućeg utjecaja na donošenje ključnih odluka u ciljnome društvu.⁴ Kontrola se ostvaruje sklapanjem ugovora koji stjecatelj samostalno, ili djelujući usklađeno odnosno zajednički s drugima, sklapa s jednim ili više dioničara ciljnoga društva. Ugovor je sklopljen u trenutku kada dioničar ciljnoga društva prihvati preuzimateljevu javnu ponudu za otkup dionica. Preuzimanje je u pravilu posljedica više pojedinačnih privatnopravnih poslova koje dioničari, ako se odluče prihvatiti objavljenu ponudu za preuzimanje, slobodno sklapaju sa stjecateljem odnosno preuzimateljem. Predmet transakcije su dionice ciljnoga društva, pri čemu to društvo nije ugovorna strana, već njegovi dioničari. Preuzimanje nije statusna promjena jer nema promjene pravnog subjektiviteta nijednog sudionika transakcije. Svaki dioničar samostalno odlučuje hoće li prihvatiti

¹ Direktiva prava društava o ponudama za preuzimanje (*Directive 2004/25 of European Parliament and of Council on 21. april 2004. on Takeover Bids*).

² Narodne novine br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.

³ Osoba koja preuzima dionice ciljnoga društva u hrvatskom, njemačkom i britanskom pravu preuzimanja naziva se ponuditelj (njem. *Bieter*, engl. *offeror*). U njemačkom Zakonu o uređenju javne ponude za stjecanje vrijednosnih papira i preuzimanje društava iz 2001. („*Gezetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen*“ vom 20. Dezember 2001., *BGBI. I S. 3822, zuletzt geändert durch Artikel 2. Absatz 46. des Gesetzes vom 22. Dezember 2011. BGBI. I S. 3004.*, nadalje: *WpÜG.*) ponuditelj se definira u odredbi § 2. st. 4. *WpÜG.-a*. U britanskom pravu u uvodu autonomnog Kodeksa o preuzimanju, spajanju i pripajanju – *The City code on Take-overs and Mergers* iz 1968. godine (nadalje: *City Code*) sadržana je definicija ponuditelja (engl. *offeror*). Više o tome vidi Denzel, S., *Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht*, Hamburg, 2005., str. 5.

⁴ Tako Weinberg, M. A.; Blank, M. V., *Takeovers and mergers*, Fifth edition, Sweet & Maxwell, 2008., RdN 1-1002.

ponudu i po aktualnoj tržišnoj cijeni prodati svoje dionice i tako istupiti iz društva.⁵ Stjecatelj želi steći dostatan broj dionica s pravom glasa kako bi mogao ostvariti odlučan utjecaj na donošenje odluka na glavnoj skupštini ciljnoga društva. U pravu preuzimanja kontrola nad društvom poistovjećuje se s prijelazom propisanog tzv. kontrolnog praga. Polazi se od pretpostavke da dioničar koji stekne dionice s pravom glasa u opsegu većem od kontrolnog praga postaje novi kontrolni dioničar, a time i adresat odredbi o obveznoj objavi javne ponude za preuzimanje. U nastavku će se propitivati i objašnjavati razlozi zbog kojih se u pravu preuzimanja usidrio formalni pojam kontrole, te će se raščlaniti institut zajedničkog djelovanja kao njegov potporanj. Kako se relativna kontrola ne mora poklapati s formalnom kontrolom, rasvijetliti će se iznimke od obveze objave ponude za preuzimanje kao i slučajevi tzv. hladnih preuzimanja kada neki stjecatelj postane relativni kontrolni dioničar, ali ne i obveznik objave ponude za preuzimanje jer se „zadržao“ ispod razine kontrolnog praga. Materijalnopравни pojam kontrole u pravu povezanih društava imenuje se sintagmom „prevladavajući utjecaj“. Prikazat će se područje primjene odredbi prava preuzimanja i raščlaniti pitanje preklapaju li se pravozaštitni učinci tih odredbi s onima iz prava preuzimanja. U zaključku će se istaknuti nedostaci ZPDD-a i dati prijedlozi za njihovo otklanjanje.

2. OBVEZNA PONUDA ZA OTKUP DIONICA

Preuzimanjem dionica s pravom glasa u opsegu kojim se mijenja odnos snaga na glavnoj skupštini društva stvara se napetost unutar toga društva. Kod ostalih dioničara⁶, manjinskih u odnosu na novog kontrolnog dioničara, može se pojaviti strah odnosno ulagačka sumnja da će novi stjecatelj kontrole nad društvom, samostalno ili djelujući zajednički, ubuduće izmijeniti strategiju, poduzetničku ili organizacijsku politiku društva, čime se mogu narušiti i podjariti primarno ekonomski interesi manjinskih dioničara. U slučaju stjecanja takva većinskog sudjelovanja kojim netko stječe kontrolu nad društvom, manjinskim dioničarima se, uz opće zaštitne odredbe

⁵ Na temelju čl. 16. st. 2. ZPDD-a propisuje se da cijena ne može biti niža od najviše cijene po kojoj su ponuditelj ili osobe koje s njim zajednički djeluju stekle dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze. Preuzimatelj bi temeljem relevantnih informacija o ciljnome društvu (godišnjih financijskih izvješća, izvješća o prihodima, izvještaja (ne)ovisnih analitičara i sl.), a uvažavajući navedenu odredbu o cijeni, trebao obazrivo sagledati pravne, financijske, porezne i računovodstvene vidove odnosno posljedice preuzimanja ciljnoga društva i njegovim dioničarima ponuditi cijenu. Dioničari samostalno odlučuju o prihvatu ponude, a ponudena cijena je pritom u pravilu najznačajniji razlog koji utječe na njihovu odluku.

⁶ Takve se dioničare u pravu preuzimanja naziva manjinskim dioničarima. U pravu povezanih društava dioničari koji ne ostvaruju prevladavajući utjecaj u ovisnome društvu nazivaju se vanjski odnosno slobodni dioničari. Na temelju odredbe čl. 487.a Zakona o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 111/2012, 125/2011, 68/2013, 110/2015, 40/2019, 34/2022 (nadalje: ZTD) određuje se da su vanjski dioničari svi dioničari ovisnoga društva osim onih koji na temelju pravno ili gospodarski utemeljene veze s vladajućim društvom (drugom ugovornom stranom) neposredno ili posredno imaju od ugovora koristi na sličan način kao i to društvo (druga ugovorna strana).

prava dioničkih društava pružaju i dodatne mjere zaštite.⁷ Dioničari koji žele mogu izaći iz društva kada smatraju da je većinsko sudjelovanje u njemu nekog ili nekih dioničara takvo da im to ne pruža onakvu zaštitu kakvu zahtijevaju njihovi interesi.⁸

Moguće tenzije između novog kontrolnog dioničara i osoba koje s njim djeluju zajednički i ostalih dioničara ciljnoga društva, manjinskih u smislu prava preuzimanja, neutralizira se uvođenjem uređenog postupka preuzimanja društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište.⁹ Postupak započinje javnom objavom ponude za preuzimanje. Na temelju odredbe čl. 9. st. 1. ZPDD-a dioničar koji stekne dionice ciljnoga društva putem utvrđenog postotka udjela u temeljnom kapitalu društva mora ostalim dioničarima uputiti ponudu za preuzimanje dionica ciljnoga društva.¹⁰ Obvezna ponuda okosnica je i središnji institut prava preuzimanja jer se većina odredbi ZPDD-a odnosi na nju, primjerice odredbe o trajanju ponudbenog razdoblja, utvrđenju pravične cijene, obvezi obavještanja, pravila o postupanju

⁷ U pravu dioničkih društava ustale su se mjere zaštite dioničara od postupanja drugih dioničara ili organa društva detaljno propisane Zakonom o trgovačkim društvima. Zakon pruža zaštitu primjerice tako što: a) propisuje posebne kvalificirane većine za donošenje nekih ključnih odluka u glavnoj skupštini koje se statutom jedanput mogu samo povećati, a drugi put smanjiti ili su takve da se određuju u odnosu prema svim dionicama društva, a ne samo onima zastupljenima na glavnoj skupštini pri donošenju odluke; b) daje pravo da određena manjina spriječi donošenje odluke u glavnoj skupštini društva; c) daje pravo dioničarima dionice kojih predstavljaju najmanje deseti dio temeljnog kapitala, a dioničari su najmanje tri mjeseca prije održavanja glavne skupštine, da na njoj zahtijevaju podizanje tužbe za naknadu štete od osoba navedenih u čl. 273.a st. 1. Zakona; d) daje pravo sazivanja glavne skupštine; e) daje svakom dioničaru pravo na pobijanje odluke glavne skupštine ako je donesena protivno zakonu ili statutu društva; f) daje pravo na pobijanje odluke glavne skupštine kad se njome oštećuju interesi manjinskih dioničara; g) daje pravo dioničarima koji imaju dionice na koje se odnosi najmanje deset posto temeljnog kapitala društva da pod propisanim pretpostavkama postave zahtjev sudu da imenuje posebne revizore društva; h) zabranjuje da se dioničaru bez njegove suglasnosti nameću dodatne obveze ili odredi vinkulacija dionice koju ima; i) propisuje pod određenim pretpostavkama odgovornost članova uprave i/ili nadzornog odbora, odnosno članova upravnog odbora i izvršnih direktora za štetu počinjenu dioničaru bez obzira na veličinu njegova udjela u društvu; j) propisuje na više mjesta razne mjere zaštite dioničara kada je riječ o povezanim društvima. Spomenuti primjeri nisu jedini, pa se može reći da je Zakon manjinskim dioničarima pružio primjerenu mjeru zaštite, kakva im se pruža i u drugim pravima u kojima je dioničko društvo dobro uređeno. Više o tome vidi Barbić, J., *Pravo društava*, Knjiga druga, svezak prvi, Društva kapitala, Zagreb, 2010, str. 378 i dalje.

⁸ Propisuje se mjere zaštite dioničara od postupanja drugih dioničara ili osoba izvan društva. Ide se za time da se dioničarima osiguraju isti uvjeti raspolaganja dionicama pod kojima su njima raspolagali dioničari što su ih prenijeli na stjecatelja koji je u društvu time stekao članstvo određenog propisanog opsega sudjelovanja njegovih dionica u temeljnom kapitalu društva. *Ibidem*, str. 380.

⁹ Pravo preuzimanja razvilo se u pravnim sustavima u kojima je razvijeno tržište kapitala. Kao posljedica velikog porasta trgovanja dionicama na uređenim tržištima vrijednosnih papira i pratećih zakonodavnih promjena u Sjedinjenim Američkim Državama se početkom prošloga stoljeća pojavljuje prvi veliki val preuzimanja, pripajanja i spajanja dioničkih društava. Pedesetih godina prošloga stoljeća u Velikoj Britaniji postaju sve učestalija preuzimanja društava dionicama kojih se trguje na uređenom tržištu. U nedostatku pravnog uređenja, stihijski postupci preuzimanja na britanskom tržištu kapitala stvaraju neželjenu neizvjesnost i nepredvidivost. Radi bolje zaštite sudionika na tržištu kapitala donosi se autonomni pravilnik kojim se uređuje postupak preuzimanja, pripajanja i spajanja, tzv. *Note of Amalgamation of British Business*. Godine 1968. donosi se *City Code*. Razvoj *Marger and Acquisition* aktivnosti se u literaturi slikovito opisuje u obliku valova pripajanja, spajanja i preuzimanja koji periodično zapljuskuju nacionalnu ekonomiju. Više o povijesnom razvoju prava preuzimanja vidi Ferrarini, G.; Hopt, K. J.; Winter, J.; Mymeersch, E., *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, 2004., str. 545. i dalje.

¹⁰ Obvezna ponuda u njemačkom pravu uređuje se § 35. st. 1. *WpÜG-a*, a u britanskom ju pravu uređuje *Rule 9.1. City Codea*.

upravljačke strukture, zajedničkog djelovanja i sl. Obveza objave ponude za preuzimanje nastaje *ex lege* i ne ovisi o subjektivnoj volji dioničara ili/i činjenici može li on zaista odlučno utjecati na donošenje odluka na glavnoj skupštini ciljnoga društva. Ona nastaje u trenutku kada je dioničar stekao dionicu ili dionice s pravom glasa na temelju koje/kojih je prekoračio kontrolno prag. U našem je pravu kontrolni prag odnosno opseg udjela u glasačkom kapitalu ciljnoga društva 25%, dok je u njemačkom i britanskom pravu, kao i u većini europskih zemalja, kontrolni prag u iznosu od 30% ili veći.¹¹ Sprječavanjem negativnih ekonomskih učinaka nekoordiniranog djelovanja dioničara osigurava se „jednakost šansi svih dioničara“¹².

Ponuda za preuzimanje nije privatnopravne, već javnopravne naravi kojom se osnažuje pravo tržišta kapitala.¹³ Kao pravni institut zaštite ulagača, pravnozaštitni opseg propisa o obveznoj ponudi ne preklapa se s privatnopravnom zaštitom. Pravilima o obveznoj ponudi dodatno se osigurava zaštita manjinskih, pa i vanjskih dioničara prigodom stvaranja koncerna, ili poduzetničkim ugovorima povezanih društava koja čine koncern.¹⁴ Javnopravna priroda prava preuzimanja potvrđuje nedostatak voluntarizma, odnosno dispozitivnosti u postupanju dioničara koji samostalno ili zajedničkim djelovanjem prijeđe kontrolni prag, jer je dužan objaviti ponudu za preuzimanje. Važan razlog u prilog tezi o pravu preuzimanja kao dijelu javnog prava jest izuzimanje redovitog pravosuđenja, jer se u slučaju povrede propisa prava preuzimanja isključivo nacionalnim nadzornim tijelima prepušta „uspostavljanje zakonitosti“. Nadzor nad postupkom preuzimanja obavljaju nacionalna regulatorna tijela s javnim ovlastima¹⁵, kod nas to čini Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), a protiv njihovih akata nije dopuštena žalba, već upravnoopravni put zaštite sudionika u preuzimanju. Sudionici tijekom postupka preuzimanja, u slučaju povrede ili kršenja njihovih subjektivnih prava, ne mogu tražiti zaštitu redovitih, odnosno specijaliziranih sudova, već se moraju podvrgnuti volji nacionalnog regulatornog tijela. Javnopravnu narav prava preuzimanja potkrepljuje i propisani kriterij utvrđivanja cijene u ponudi za preuzimanje, kojeg nema u pravu povezanih društava. Sadržajem ponude za preuzimanje i recipročnim mišljenjem uprave, odnosno upravnog odbora ciljnoga društva o njezinoj prikladnosti uspostavlja se simetrija u obavještanju sudionika u preuzimanju, a dioničarima se olakšava odluka o prihvatu ponude. Obveze izvješćivanja na tržištu kapitala o odnosima s povezanim društvima ne pružaju manjinskim, pa ni vanjskim dioničarima ciljnoga društva tako detaljne informacije kao što je to slučaj u postupku preuzimanja. Stjecanjem kontrole nad društvom novi kontrolni dioničar dobiva moć da mijenja poduzetničku, organizacijsku i personalnu

¹¹ Čl. 9. st. 2. ZPDD-a. U njemačkom pravu visina kontrolnog praga uređena je § 29. st. 2. *WpÜG-a*, a u britanskom pravu to uređuje *Rule 9.2. City Codea*. Više o tome vidi *infra ad 3.*

¹² Više o tome vidi Haarmann, W.; Schüppen, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG 2.Auflage*, Frankfurt am Main, 2005., § 33. RdN 31.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Arg. ex. čl. 47. ZPDD-a, § 40. i § 41. *WpÜG-a, Introduction 2. City Code*.

politiku društva. On pritom može, povodeći se vlastitim poduzetničkim instinktom ili utilitarističkim motivima, previdjeti ili zanemariti interese manjinskih dioničara koji nisu htjeli prihvatiti ponudu za preuzimanje. Manjinskim se dioničarima prigodom promjene kontrole u društvu osigurava uvid u relevantne činjenice vezane uz ponudu i buduće planove preuzimatelja/ponuditelja, a upravljačka struktura ciljnoga društva u svom obveznom mišljenju o ponudi treba procijeniti primjerenost ponuđene naknade za dionice. Uspostavljanjem simetrije u izvješćivanju sudionika u preuzimanju i osiguravanjem slobode njihova izbora prepušta se dioničarima da samostalno odluče o svojoj sudbini u društvu. Postojeće obveze izvješćivanja na tržištu kapitala, kao i obveze ovisnih društava da podnose izvješća o odnosima s povezanim društvima, manjinskim dioničarima ne pomažu dovoljno u otklanjanju dvojbe o ostanku ili istupanju iz društva prigodom promjene kontrole u njemu. Obvezni sadržaj ponude za preuzimanje popunjava postojeću pravnu prazninu i manjinskim dioničarima olakšava donošenje odluke. Načelo jednakog položaja dioničara osnažuje se propisivanjem postupka po kojem se manjinskim dioničarima omogućuje istupanje iz društva pod istim uvjetima za sve dioničare. Kao preventivna zaštita od prijetjećeg oštećenja manjinskih dioničara zbog promjene kontrolnog dioničara, institutom obvezne ponude preostalim se dioničarima pruža mogućnost da istupe iz društva.¹⁶ Tako se sprječavaju stihijske promjene tečaja dionica koje bi mogle nastupiti kao posljedica masovne, nekoordinirane prodaje na uređenom tržištu vrijednosnih papira.¹⁷ Potreba za takvom zaštitom izazvana je i mogućim negativnim popratnim učincima preuzimanja dioničkog društva na tržište vrijednosnih papira. Sudionici u postupku preuzimanja dolaze u vezu s povlaštenim informacijama, koje mogu imati učinak na cijenu dionica, jer su imatelji tih informacija u prednosti u odnosu na ostale sudionike. Raspolaganje povlaštenim informacijama može znatno utjecati na trgovanje dionicama i koristiti se za stjecanje probitaka na štetu drugih sudionika u trgovini dionicama.¹⁸ Objava ponude može potaknuti trgovanje na temelju povlaštenih informacija čime se izravno utječe na cijenu dionica ciljnoga društva. Nacionalna prava tržišta kapitala i pravo Europske unije strogo zabranjuju uporabu povlaštenih informacija radi korištenja prednosti ili ekonomske koristi, manipulaciju tržišta i trgovanje upućenih.¹⁹ Propisi o preuzimanju dioničkih društava usmjereni su zaštiti dioničara kojima se može znatno smanjiti utjecaj u društvu time što stjecanjem dionica jedne osobe ili više njih koje zajednički djeluju ne mogu više

¹⁶ Više o tome vidi Haarmann; Schüppen, *op. cit.* u bilj. 12, § 33. RdN 30. i dalje.

¹⁷ *Ibidem.*

¹⁸ Više o tome vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 7, str. 457.

¹⁹ Zakonom o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18, 17/20, 83/21 propisuje se zabrana svakog oblika manipulacije tržištem. Javnopravno uređenje trgovanja na osnovi povlaštenih informacija i trgovanja upućenih razvilo se izvorno u SAD-u. Slična zakonska uređenja slijede i druge države. U skladu sa zahtjevima prava Europske unije, države članice usvojile su zakone koji zabranjuju trgovanje na temelju povlaštenih informacija i trgovanje upućenih. Trgovanje upućenih je trgovanje na temelju važnih nejavnih informacija, koje koristi upućenom trgovcu i šteti drugim ulagačima. To trgovanje šteti ulagačima koji su bili prisiljeni prodati ili su biti spriječeni u kupovanju vrijednosnih papira ciljnoga društva i može povrijediti ulagače s povredom cijena vrijednosnih papira ciljnoga društva. Više o tome vidi Maurović, Lj., *Trgovanje upućenih u preuzimanju dioničkih društava – mogućnosti i regulativa*, Hrvatska pravna revija, br. 4, 2006., str. 44.

utjecati na izbor organa u društvu, vođenje politike isplate dividende i uopće uporabe dobiti, sklapanje poduzetničkih ugovora i njihovo raskidanje, statusne promjene i sl.²⁰ Promjena kontrolnog dioničara u ciljnome društvu ne bi trebala ugroziti položaj ostalih dioničara niti izazvati nepoželjan poremećaj tržišta vrijednosnih papira. Dosezanje odlučujuće glasačke snage na glavnoj skupštini ciljnoga društva ne omogućuje dioničaru da zaobilazi ili povrjeđuje javni poredak. Propisi prava društava, prava preuzimanja i prava tržišta kapitala omeđuju autonomiju postupanja novog kontrolnog dioničara.

3. KONTROLA NAD DRUŠTVOM U PRAVU PREUZIMANJA

Kontrola nad društvom označava takvo pozicioniranje dioničara unutar društva na osnovi kojeg se može suvereno upravljati društvom osmišljavanjem i provođenjem poduzetničke, organizacijske i financijske politike društva.²¹ Kao dio vanjskog korporacijskog upravljanja kontrola se može steći, bilo stjecanjem kontrolnog paketa dionica u postupku preuzimanja, bilo ovladavanjem glasovima u društvu kada ne dolazi do stjecanja dionica već samo punomoći za glasovanje na glavnoj skupštini ili pisanih pristanaka.²² Preuzeti kontrolu nad društvom znači na glavnoj skupštini raspolagati s onoliko glasova koliko je u konkretnom slučaju potrebno da bi jedna osoba ili osobe koje zajednički djeluju mogle samostalno donositi odluke kojima se može posredno ili neposredno utjecati na poslove društva. O unutarnjem ustroju organa dioničkog društva ovisi hoće li onaj tko stekne dostatnu većinu u glavnoj skupštini društva moći utjecati izravno na poslove društva ili će to činiti neizravno putem nadzornog odbora.²³ Nije lako odrediti pod kojim pretpostavkama neki dioničar može kontrolirati ciljno društvo na glavnoj skupštini društva. Moguće

²⁰ Osim toga stjecanjem određenog opsega dionica u društvu od jedne osobe ili više njih koje zajednički djeluju često prestaje promet tim dionicama ili se znatno smanjuje, osobito ovisno o poslovnoj politici koju većina tada provodi u društvu, što u pravilu dovodi do pada vrijednosti dionice na tržištu. Manjina u takvom slučaju može postati taocem većine. Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 7, str. 380.

²¹ Pojam kontrole nad društvom izvorno je nastao u angloameričkom pravu. Više o tome vidi: Meyer, O., *Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften nach der EU-Übernehmerichtlinie*, Hamburg, 2006., str. 72.

²² Korporacijsko upravljanje može se podijeliti na unutarnje i vanjsko. Kada se razmatra unutarnje ustrojstvo dioničkog društva, riječ je o unutarnjem korporacijskom upravljanju, dok se kod vanjskog korporacijskog upravljanja naglasak stavlja na vanjske čimbenike tržišta kapitala. Moguće je govoriti i o mješovitom korporacijskom upravljanju koje se bavi pitanjima izradbe i revizije financijskih izvješća. U američkoj se pravnoj književnosti stjecanje dionica u postupku preuzimanja kao i natjecanju u ovladavanju glasovima u društvu stjecanjem punomoći za glasovanje na glavnoj skupštini (engl. *proxy contest*) naziva tržištem kontrole nad društvom (eng. *Market for corporate control*). Više o tome vidi: Jurić, D., *Pravno uređenje unutarnjeg korporacijskog upravljanja (corporate governance)* u dioničkim društvima u hrvatskom i usporednom pravu društava (doktorska disertacija), Rijeka, 2005., str. 58.

²³ U dualističkom ustroju organa dioničkog društva ne postoji hijerarhijski ustroj organa, a glavna skupština je ovlaštena izabirati članove nadzornog odbora koji imenuje članove uprave društva (čl. 275. st. 1. i 244. st. 1. ZTD-a). Za razliku od toga u monističkom ustroju organa dioničkog društva postoji hijerarhijski odnos između organa jer je upravni odbor, koji na temelju čl. 272.c i 272.e ZTD-a imenuje i opoziva glavna skupština, ovlašten davati izvršnim direktorima obvezujuće upute. Detaljno o ustroju organa dioničkog društva vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 7, str. 645. i dalje.

je ostvarivati apsolutnu ili pak stvarnu (relativnu) kontrolu nad društvom.²⁴ Apsolutnu kontrolu nad društvom može ostvarivati dioničar koji, samostalno ili djelujući zajednički, drži više od 50% dionica, dočim je utvrđenje relativne kontrole nad društvom ovisno o konkretnim okolnostima. Utjecaj kontrolnog dioničara na donošenje odluka u glavnoj skupštini ciljnoga društva ne ovisi samo o broju dionica s pravom glasa koje on drži, već i o opsegu sudjelovanja ostalih dioničara na glavnoj skupštini društva, raštrkanosti dionica, dioničarskoj strukturi, stupnju dioničarske suradnje i sl. Nije moguće pouzdano i točno utvrditi visinu praga prijelazom kojeg se stječe relativna kontrola nad društvom. Kako uređeno tržište kapitala pretpostavlja izvjesnost, sigurnost i jasnoću u pravu preuzimanja, propisao se formalni prag prijelazom kojeg se aktivira obveza javne objave ponude za preuzimanje.

Kontrola nad društvom u formalnom smislu stječe se prekoračenjem kontrolnog praga u iznosu od 25% dionica s pravom glasa ciljnoga društva.²⁵ Osobe koje zajednički djeluju tretiraju se kao da je riječ o jednom stjecatelju.²⁶ Dionicama s pravom glasa stjecatelja pribrajaju se dionice s pravom glasa osoba koje s njim djeluju zajednički.²⁷ Ponuda za preuzimanje usmjerena je stjecanju kontrole nad ciljnim društvom, a pojam kontrole određuje se s obzirom na držanje najmanje 25% dionica s pravom glasa u ciljnome društvu. Pojam kontrole vezuje uz točno utvrđeni minimalni postotak u glasačkom kapitalu društva, odnosno normativno se određuje u formalnom smislu. Zbog fiksnog određenja visine kontrolnog praga u našem pravu preuzimanja može se kazati da ciljno društvo kontrolira onaj tko drži barem 25% dionica s pravom glasa, a promjena kontrolnog dioničara događa se u trenutku kada netko prekorači taj prag. Vlastite dionice, s obzirom na to da na temelju njih društvo ne pripadaju nikakva, pa ni glasačka prava u glavnoj skupštini, ne računaju se u temeljni kapital s pravom glasa. To znači da u slučaju kada društvo ima u trezoru vlastite dionice, ta obveza može nastati i onda kada neka osoba stekne manje od jedne četvrtine ukupnog broja dionica s pravom glasa.²⁸ Tako nisko određen udio u glasačkom kapitalu društva ne osigurava dioničaru koji izravno drži ili posredno kontrolira više od 25% glasova u glavnoj skupštini društva ostvarenje dominantnog utjecaja u društvu. On je tada, doduše, kadar spriječiti donošenje onih odluka na glavnoj skupštini za koje je propisana kvalificirana (tročetvrtinska)

²⁴ Raspolaganje natpolovičnom većinom u dioničkom društvu predstavlja apsolutnu ili većinsku kontrolu, dok se relativna ili manjinska kontrola shvaća kao mogućnost dioničara da, samostalno ili djelujući zajednički, ostvaruje ključni utjecaj u društvu, premda je imatelj manje od 50% dionica. Tako: Maier, S., *Die Pflichten des Bieters bei freiwilligen Übernahmeangeboten*, Berlin, 2006, str. 28.

²⁵ Na temelju prisilnopravne odredbe čl. 9. st. 1. ZPDD-a fizička ili pravna osoba obvezna je objaviti ponudu za preuzimanje kada neposredno ili posredno, samostalno ili djelujući zajednički, stekne dionice s pravom glasa ciljnoga društva, tako da zajedno s dionicama koje je već stekla prijeđe prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnoga društva (kontrolni prag).

²⁶ *Arg. ex čl. 2. st. 1. t. 3. i 4., čl. 6. st. 1. ZPDD-a.*

²⁷ Čl. 6. st. 2. ZPDD-a.

²⁸ Iznimka od pravila da prava iz vlastitih dionica miruju postoji jedino kod povećanja temeljnog kapitala iz sredstava društva. Usporedi čl. 235. i čl. 363. st. 1. ZTD-a. Ako bi društvo imalo u konkretnom slučaju 10% vlastitih dionica, u postupak preuzimanja morat će se upustiti i ona osoba koja stekne samo 22,6% od ukupnog broja izdanih dionica s pravom glasa. Više o tome vidi Parać, Z., *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, br. 4, 2003., str. 45. i 46.

većina glasova, ali mu to ne jamči da može imati odlučujući utjecaj na odluke koje se donose običnom (natpolovičnom) većinom. U obrazloženju uz konačni prijedlog prvoga Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. izbor praga od 25% dionica s pravom glasa opravdavao se tvrdnjom „da raspolaganje s više od 25% glasova u glavnoj skupštini otvara mogućnost blokade, odnosno zaustavljanja donošenja nekih bitnih odluka u društvu“²⁹. Visina kontrolnog praga do danas se, unatoč opravdanim kritikama, nije mijenjala.³⁰ Nije ispravno vezivati visinu kontrolnog praga uz mogućnost blokiranja odluka na glavnoj skupštini društva koje se donose kvalificiranom većinom glasova. Trebalo bi, kao što se to učinilo i u drugim europskim državama, kontrolni prag vezati uz prosječnu nazočnost dioničara na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište vrijednosnih papira. Dijeljenjem tako dobivenog postotaka s brojem dva dobiva se prosječan opseg udjela u glasačkom kapitalu ciljnoga društva koji novom kontrolnom dioničaru omogućuje ostvarenje obične većine na glavnoj skupštini ciljnoga društva. Na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište u državama članicama Europske unije su u prosjeku bili nazočni dioničari koji imaju dionice na koje otpada 64% temeljnog kapitala društva³¹, dočim je primjerice u SR Njemačkoj u 2015. nazočnost dioničara bila manja za gotovo 10% u odnosu na europski prosjek.³² Za ostvarenje obične većine u glavnoj skupštini prema europskom prosjeku dostatno je držati dionice na koje se odnosi 32% temeljnog kapitala. Glede prosječne nazočnosti dioničara koji drže dionice s pravom glasa u glavnim skupštinama naših dioničkih društava ne postoji znatna razlika u odnosu na zemlje članice Europske unije. Nije primjereno kontrolni prag vezivati uz broj glasova kojima se može spriječiti donošenje odluka za koje je potrebna kvalificirana tročetvrtinska većina, jer ti glasovi ne moraju biti dovoljni da se u glavnoj skupštini donese neka odluka za donošenje koje je potrebna natpolovična većina. Činjenica je da ni u jednoj državi članici Europske unije nije propisan kontrolni prag u iznosu nižem od 30% udjela u temeljnom kapitalu ciljnoga društva, a u njemačkom i britanskom pravu je to upravo 30%. U nacionalnim zakonima o preuzimanju dioničkih društava država članica Europske unije propisuje se da je udio dioničara, odnosno osoba s kojima oni zajednički djeluju, u aktivnom glasačkom kapitalu društva u rasponu od 30% do 50%.³³ U

²⁹ Obrazloženje Vlade Republike Hrvatske uz konačni prijedlog Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. Više o tome vidi službene stranice Vlade Republike Hrvatske, www.vlada.gov.hr, posjećeno 10. prosinca 2022.

³⁰ Više o tome vidi: Parać, *op. cit.* u bilj. 28, str. 47. i dalje.

³¹ U desetogodišnjem razdoblju od 2002. do 2012. prosječni postotak nazočnosti na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište porastao je s 53% na 64%. Više o tome vidi: Müllbert, K.; Kaim, R.; Wittig, A., *10 Jahre WpÜG- Entwicklungsstand- Praktische Erfahrungs-Reformbedarf- Perspektiven*, Frankfurt am Main, 2012., str. 81. i dalje.

³² Više o tome vidi Gegler, F., *Übernahmerechtliche Kontrolle*, Berlin, 2018., str. 36. i dalje.

³³ U izvješću o Direktivi o ponudama za preuzimanje tzv. *Takeover bid directive assessment Report 2017.*, države članice Europske unije (Ujedinjeno Kraljevstvo više nije članica) svrstane su u tri razine iznosa kontrolnog praga: a) 30% – Austrija, Belgija, Cipar, Češka, Finska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Nizozemska, Španjolska, Švedska i Ujedinjeno Kraljevstvo, b) 33% – Grčka, Mađarska, Luksemburg, Poljska, Portugal, Rumunjska i Slovačka i c) 50% – Danska i Estonija. Više o tome vidi: www.europa.eu, *Takeover bid directive assessment Report*, 2017., Posjećeno 25. rujna 2022.

odredbi čl. 5. st. 1. Direktive o ponudama za preuzimanje propisuje se da države članice samostalno, u svojim legislativnim instrumentima kojima se uređuje preuzimanje dioničkih društava, utvrde visinu kontrolnog praga. *De lege ferenda* trebalo bi utvrditi kolika je prosječna nazočnost dioničara u društvima dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj i kontrolni prag prilagoditi toj činjenici. Bude li taj postotak manji od 60%, visina kontrolnog praga treba iznositi 30%, a bude li od veći od 60%, visinu kontrolnog praga treba razmjerno povisiti. U hrvatskim okolnostima, *prima facie*, optimalno je povećanje od 30%, ako „studija nazočnosti dioničara“ na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na sređeno tržište vrijednosnih papira ne pokaže znatan odmak od europskog prosjeka. Znatnije povećanje visine kontrolnog praga potaknulo bi tzv. hladna preuzimanja, kada stjecatelj dionice ciljnoga društva ispod kontrolnog praga biva u stanju ostvariti običnu većinu na glavnoj skupštini društva i ostvarivati relativni kontrolu i *de facto* biti u poziciji novog kontrolnog dioničara u smislu utjecaja na upravljanje društvom, ali *de iure* takav stjecatelj ne bi bio novi kontrolni dioničar ni adresat odredbi o objavi obvezne ponude.³⁴

3.1. Iznimke od obveze objave ponude za preuzimanje

Zbog formalnog određenja visine kontrolnog praga manjinskim se mogu nazvati oni dioničari ciljnoga društva koji, samostalno ili djelujući zajednički, drže manje od 25% dionica s pravom glasa u tom društvu. U trenutku dodatnog stjecanja dionica, odnosno barem jedne dionice kojom prijeđe kontrolni prag, stjecatelj je dužan objaviti ponudu za preuzimanje. Presumira se da je time postao novi kontrolni dioničar te da stoga može odlučujuće utjecati na donošenje ključnih odluka u društvu, odnosno usmjeravati gospodarsku, financijsku i personalnu politiku ciljnoga društva. Međutim, odgovor na pitanje je li netko tko drži 25% plus jednu ili više dionica postao stvarni (relativni) kontrolni dioničar ovisi o nizu konkretnih okolnosti, kao što su primjerice raštrkanost dioničarske strukture u konkretnom društvu, postoji li dioničar koji ima veći postotak dionica s pravom glasa od onoga tko je prekoračio kontrolni prag, postoji li neki sporazum između dioničara, koliki je prosjek nazočnosti dioničara na zadnje tri glavne skupštine i sl. Utvrđi li se da dioničar, samostalno ili djelujući zajednički, koji je prekoračio kontrolni prag ne može ostvarivati relativnu kontrolu nad društvom, odnosno ne može doseći običnu visinu na glavnoj skupštini ciljnoga društva, bilo bi neopravdano obvezivati ga financijski tegobnu objavu ponude za preuzimanje svih dionica ciljnoga društva. Radi toga se ZPDD-om propisuje mogućnost oslobođenja od te obveze u vidu iznimki od objave javne ponude za preuzimanje. Odredbom čl. 14. st. 1. ZPDD-a utvrđeno je 15 iznimki, a osobito važne iznimke stipulirane su u toč. 7. kad „nije došlo do promjene osobe koja ostvaruje kontrolu nad ciljnim društvom“ i toč. 10. kada stjecatelj „drži dionice s pravom glasa koji je jednak ili manji od postotka dionica s pravom glasa koji drži drugi dioničar ciljnog društva“.

³⁴ Više o tome vidi *infra ad* 3.3.

Stjecatelji dionica koji prijeđu kontrolni prag mogu se osloboditi obveze objave javne ponude „traženjem“ izuzeća. Premda takva osoba postaje presumirani novi kontrolni dioničar, on je ovlašten oboriti navedenu presumpciju pozivanjem na okolnosti utvrđene odredbama o izuzeću, a teret dokazivanja je na njemu. Osobe koje ne žele postati adresati obveze objave javne ponude za preuzimanje dužne su, u roku od četiri dana od dana nastanka relevantne okolnosti, obavijestiti HANFA-u o nakani korištenja iznimke.³⁵ Ako HANFA rješenjem utvrdi da nije riječ o iznimci odnosno da se radi o zlouporabi iznimke, stjecatelj je dužan objaviti javnu ponudu.³⁶ Kada se rješenjem odobri korištenje iznimke, određuju se mjere i/ili uvjeti korištenje iznimke i rokovi njihova ispunjenja te obvezuje stjecatelja dionica na dostavu dokaza kojima potvrđuje izvršenje mjera i uvjeta u zadanom roku.³⁷ Bez ovlaštenja stjecatelja dionica koji prekorači kontrolni prag da se poziva na zakonom propisane iznimke bi se pretjerano oštro zadiralo u privatnopravna ovlaštenja dioničara. Intervencija zakonodavca u privatnopravne odnose trebala bi načelno biti neutralna, a zaštitu sudionika na uređenom tržištu kapitala treba ostvariti prikladnim pravnim instrumentarijem koji anticipira činjenicu da je novi kontrolni dioničar član društva kao privatnopravne zajednice. Neovisno o njegovoj volji i suprotno načelu slobode ugovaranja, ponuditelj je obvezan sklopiti ugovor o kupoprodaji dionica sa svim dioničarima ciljnoga društva koji se odluče na prihvatanje njegove ponude za preuzimanje. Nametanje takve jednostrane obveze kao prisile na sklapanje ugovora svima koji prekorače kontrolni prag obuhvaća prisilu na stjecanje vlasništva.³⁸ Ako on za to nema poduzetnički interes ili nije pripremio financijska sredstva, ili je izgledno da neće imati dostatno sredstava, mogao bi prekršiti stroge odredbe o objavi obvezne ponude. U tom slučaju pogađaju ga rigidne sankcije suspenzije prava glasa iz dionica kojima prelazi kontrolni prag u ciljnome društvu.³⁹

³⁵ Čl. 14. st. 5. ZPDD-a.

³⁶ Čl. 14. st. 6. ZPDD-a.

³⁷ Čl. 14.a st. 1. ZPDD-a.

³⁸ Ponuditelja se obvezuje da prisilno, prijetnjom sankcije gubitka prava glasa iz dionica kojima se prekoračuje kontrolni prag (čl. 24.a st. 2. ZPDD-a), stječe dionice ciljnoga društva. U njemačkoj doktrini raspravlja se o prisili na stjecanje vlasništva (njem. *Eigentumserwerbszwang*). Više o tome vidi: Simon, B., *Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot* nach § 35 WpÜG, Nomos, 2005., str. 205. i dalje.

³⁹ Arg. ex čl. 24.a st. 2. ZPDD-a. Iako kod dionice nije riječ o vlasničkim pravima, nego o utjelovljenju članstva u društvu, radi zaštite privatne imovine treba i udio u društvu, koji je dio imovine dioničara i ima imovinsku vrijednost, svrstati u širi predmet zaštite odredbe čl. 48 st. 1 Ustava RH. Vidi odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske U-I-4120/2003, U-I-4237/2003, U-I-3099/2004, U-I-29/2005, U-I-4056/2006. Za razliku od odlučivanja o pozitivnom ustavnom jamstvu prava vlasništva, pred našim ustavnim sudom nije se pojavio problem negativne slobode vlasništva u vidu neiskorištavanja vlasničkih ovlaštenja (njem. *negative Eigentumsfreiheit*). Više o tome vidi: Dimke, A. W., *Neutralitätspflicht und Übernahmegesetz*, Peter Lang, 2007., str. 5. i dalje. Bude li se procjenjivala ustavnost obvezne ponude za preuzimanje kao instrumenta prisilnog ugovaranja, odnosno stjecanja vlasništva, trebalo bi se osvrnuti na dosadašnju praksu ustavnih sudova. Temeljno je utvrditi spada li diskriminacija ponuditelja u ZPDD-om propisana ograničenja poduzetničke i tržišne slobode učinjena radi legitimnog, ustavom propisanog cilja i jesu li razmjerna cilju koji se ograničenjem želio postići.

3.2. Zajedničko djelovanje u pravu preuzimanja

Pojedinačni stjecatelj dionica ciljnoga društva mogao bi držati dionice s pravom glasa ispod kontrolnog praga te povezati se s nekim dioničarima radi zajedničkog ostvarenja relativne ili apsolutne kontrole nad društvom. Uzajamno se povezivanje ne mora temeljiti na obveznopravnom ili organizacijskopravnom ugovoru, već ga se može svesti na razinu uzajamnih obećanja, bez mogućnosti uzajamnog postavljanja obveznopravnih zahtjeva. Na taj bi način novi stjecatelj kontrole u društvu mogao zaobići prisilnopravne odredbe o obvezi objave javne ponude. Ako ponuditelj s trećima svjesno surađuje radi postizanja ili osiguravanja položaja prevladavajućeg utjecaja u društvu koristeći upravljačka prava u društvu ili posredno ostvarujući moć u društvu putem poduzetničkih ugovora, ugovora o zajedničkom pothvatu, tajnom društvu, ugovoru o licenci, tehničkoj pomoći, konzorciju i sl., riječ je o usklađenom odnosno zajedničkom djelovanju.⁴⁰ Pravnopolitički cilj normiranja zajedničkog djelovanja jest sankcionirati činjenicu nepodudarnosti glasačke snage i stvarnog držanja dionica i onemogućiti zaobilaženje odredbi o obveznoj ponudi. Jasnijim oslikavanjem odnosa moći u ciljnome društvu sprječava se „skrivanje“ kontrolnog ili kontrolnih dioničara. Institut služi stvarnom prikazivanju odnosa moći u ciljnome društvu čime se osujećuju ili raskrinkavaju pokušaji da promjena kontrole u društvu ostane nezamijećena.⁴¹ Dva ili više dioničara ciljnoga društva, koji pojedinačnim udjelima sudjeluju u glasačkom kapitalu ispod razine kontrolnog praga, mogu usklađenim djelovanjem na glavnoj skupštini usmjeravati poduzetničku politiku društva. Česta poslovna, ugovorna ili statusna povezanost i umreženost sudionika na uređenom tržištu kapitala uzrok je njihova usklađenog djelovanja prigodom stjecanja dionica ciljnoga društva ili donošenja odluka u njemu. Sinergijsko korištenje upravljačkih prava može se skrivati iza teško prepoznatljivih oblika osobne ili poslovne povezanosti dioničara. Radi zaštite prava manjinskih dioničara, za određeni intenzitet organiziranog djelovanja dioničara ciljnoga društva pretpostavlja se da oni djeluju usklađeno, te ih se pravno tretira kao ponuditelje. Suradnja između dioničara relevantna je samo ako te osobe zajedno imaju udjele u glasačkom kapitalu društva u opsegu koji premašuje kontrolni prag. Svrha suradnje, odnosno, usklađenog djelovanja tih osoba jest ostvarenje kontrole nad društvom koja se može sastojati u stjecanju dionica s pravom glasa ciljnoga društva ili usklađenim ostvarivanjem prava glasa. S druge strane, ne bi trebalo svako usklađeno ponašanje dioničara, primjerice istovjetno glasovanje na glavnoj skupštini, proglašavati zajedničkim djelovanjem jer bi to obeshrabilo aktivno sudjelovanje dioničara u upravljanju društvom.⁴² Institut zajedničkog djelovanja je opsežno uređen u

⁴⁰ Za institut zajedničkog odnosno usklađenog djelovanja rabi se kao *terminus technicus* međunarodno prepoznat anglizam *acting in concert*. Kada se taj anglizam prevede na hrvatski jezik, ispravan bi naziv bio usklađeno djelovanje. U našem se pravu preuzimanja već 25 godina rabi zakonska sintagma „zajedničko djelovanje“, ali to ne znači da se u nacrtu novog ZPDD-a mora slijediti dosadašnje nazivlje.

⁴¹ Više o tome vidi: Faden, C., *Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, Hamburg, 2008., str. 37. i dalje.

⁴² Sacco Ginevri, A., *Sustainable governance and regulation of banks and public companies: A study of the concept „acting in concert“*, Corporate Governance and Sustainability Review, vol. 1, br. 1, 2017., str. 42 – 43.

odredbama čl. 5., 6. i 7. ZPDD-a. Propisuje se da su osobe koje zajednički djeluju fizičke i/ili pravne osobe koje surađuju međusobno ili s ciljnim društvom na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, cilj kojeg je stjecanje dionica s pravom glasa, usklađeno ostvarivanje prava glasa ili sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja.⁴³ Usklađeno odnosno zajednički moraju djelovati barem dvije osobe koje svjesno žele ostvariti propisane ciljeve: a) stjecanje dionica s pravom glasa, b) usklađeno ostvarivanje prava glasa i c) sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja. Kako se zapreke u provođenju postupka preuzimanja odnose na pretponudbene i ponudbene obrambene mjere koje mogu postavljati dioničari ili upravljačka struktura ciljnoga društva, nepotrebno je institut zajedničkog djelovanja opterećivati formulacijom iz čl. 5. st. 1. ZPDD-a: „sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja“.⁴⁴ Propisima o zajedničkom djelovanju sprječava se odnosno onemogućuje „nezapažena“ promjena kontrole u društvu. Obrambene mjere poduzimaju dioničari ciljnoga društva ili njegova upravljačka struktura, a nazivaju se i protuponuditeljske mjere⁴⁵ jer se njima ciljno društvo štiti od nepoželjnih ponuditelja uključujući i osobe koje s njim usklađeno djeluju. Dionicama s pravom glasa stjecatelja pribrajaju se i dionice osoba koje s njim djeluju zajednički, a osobe koje djeluju zajednički solidarno odgovaraju za ispunjenje svih obveza iz ZPDD-a.⁴⁶ Kad se utvrdi postojanje zajedničkog djelovanja između ponuditelja i trećih osoba, svaka od njih obvezna je objaviti ponudu za preuzimanje. Definicija općenitog zajedničkog djelovanja se nomotehnički razrađuje i detaljizira dodatnim navođenjem okolnosti koje se smatraju presumptivnim zajedničkim djelovanjem. U našem se pravu presumira da zajednički djeluju osobe: a) koje povezuju samo okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica, b) su članovi upravljačke strukture društava koja zajednički djeluju samostalno ili zajedno s društvom, ili c) su na glavnoj skupštini predlagale odluke za donošenje kojih su potrebni glasovi koji čine barem tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke i koje su glasovale za donošenje te odluke.⁴⁷ Široko postavljene okolnosti koje upućuju na usklađenost u svezi sa stjecanjem dionica ili ostvarivanja upravljačkih prava, *prima facie*, predstavljaju neoborivu presumpciju jer na to upućuje uvodni izričaj odredbe „smatra se“. Međutim, ako bi

⁴³ *Arg. ex* čl. 5. st. 1. ZPDD-a. Definicija zajedničkog djelovanja u njemačkom pravu uređena je § 2 (5) *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (WpÜG)), u britanskom pravu u *Definitions, CI, rule 9. Takeover code.*, a na razini Europske unije čl. 2. st. 1. toč. d Direktive o ponudama za preuzimanje.

⁴⁴ Ponuditelj odnosno novi kontrolni dioničar ciljnoga društva je osoba koja može djelovati usklađeno želeći zaobići primjenu odredbi o obveznoj ponudi za preuzimanje. Osobe koje „sprječavaju druge osobe u provođenju postupka preuzimanja“ su na suprotnoj strani u odnosu od preuzimatelja i osoba s kojima on zajednički djeluje jer upravo oni postavljaju obrambene mjere želeći se zaštititi od nepoželjnih preuzimatelja. Više o postavljanju obrambenih mjera u ciljnome društvu vidi: Ivkošić, M., *Obrana dioničkog društva od neprijateljskog preuzimanja*, doktorska disertacija, Zagreb, 2013. str. 51. i dalje. Miladin, P., *Protuponuditeljske mjere prema nacrtu Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 3, 2018., str. 1319 –1346.

⁴⁵ Više o tome vidi *ibidem*.

⁴⁶ *Arg. ex* čl. 6. st. 2. i čl. 7. ZPDD-a.

⁴⁷ Čl. 5 st. 2. ZPDD-a.

se na temelju vremena, mjesta, cijene ili načina stjecanja dionica utvrđivala takva bliskost među dioničarima te ju se smatralo zajedničkim djelovanjem, to bi potkopalo na tržištu kapitala poželjni dioničarski aktivizam. Naime, stjecanje dionica ciljnoga društva na uređenom tržištu u neko vrijeme i za neku cijenu ne mora biti ni indicija, a kamoli presumpcija, za zajedničko djelovanje jer sudionici na tržištu kapitala slobodno odlučuju o stjecanju ili otuđenju dionica. Manjkavost u izričaju odredbe primjenjivači⁴⁸ trebaju otkloniti valjanim ciljnim i sustavnim tumačenjem odredbe čl. 5. st. ZPDD-a. Naime, ne bi bilo primjereno da se dioničari, koji steknu dionice u istom razdoblju ili na istom mjestu, svaki put moraju „opravdavati“ pred HANFA-om i dokazivati da ne djeluju zajednički i usklađeno. Upitnim se čini i utvrđenje da je presumptivna okolnost zajedničkog djelovanja i slučaj kada dva ili više dioničara na glavnoj skupštini ciljnoga društva predlože neku odluku i za nju glasuju. Time se dodatno i neopravdano opterećuje suradnju između dioničara jer ih se sputava u slobodnom postupanju na glavnoj skupštini i izvan nje. Pojedini dioničari bi u bojazni da ne postanu adresati navedene odredbe mogli apstinirati od sudjelovanja na glavnoj skupštini društva ili odustati od dodatnog stjecanja njegovih dionica.⁴⁹ *De lege ferenda* predlaže se da se pojedine presumpcije iz čl. 5. st. 2. ZPDD-a brišu iz zakona, a pojedine „spuste“ na razinu indicije.

Daljnji oblici zajedničkog djelovanja tiču se statusno povezanih trgovačkih društava⁵⁰, kao i fizičkih osoba koje su u krvnom srodstvu u pravoj liniji, a u pobočnoj liniji do prvoga stupnja zaključno te ako su bračni ili izvanbračni drugovi.⁵¹ Zajedničko djelovanje pravnih i fizičkih i/ili pravnih osoba postoji, pa se može dokazivati da to nije slučaj kad jedna od njih neposredno ili posredno kontrolira drugu ili druge pravne osobe.⁵² To je osobito osjetljivo kad se stječu dionice holding društva, jer to može dovesti do obveze da se objave ponude za preuzimanje svih dioničkih društava u kojima holding društvo drži dionice ili ispunjava neko drugo mjerilo po kojem se smatra da je riječ o kontroli. No, to je moguće i u slučaju koncerna ravnopravnih društava kod kojih nema odnosa ovisnosti, ali je riječ o zajedničkom jedinstvenom vođenju društva. Zato je određenje pojma kontrole vrlo osjetljivo pitanje na koje treba dati odgovor s obzirom na to kontrolira li doista netko pravnu osobu ili ne kontrolira.⁵³ Na temelju odredbi čl. 5. st. 6. do 13. ZPDD-a

⁴⁸ U prvome redu misli se na Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga (nadalje: HANFA) kao tijelo koje nadzire primjenu zakonskih odredbi (čl. 47. ZPDD-a). U povodu rješenja HANFA-e nezadovoljna strana može pokrenuti pred upravnim sudom upravni spor (čl. 50. st. 3 ZPDD-a). Osim HANFA-e i Upravnog suda nadležni trgovački sudovi također mogu biti primjenjivači i tumači zakonskih normi (čl. 49. ZPDD-a).

⁴⁹ Na temelju čl. 7. ZPDD-a osobe koje zajednički djeluju solidarno odgovaraju za ispunjenje svih zakonskih obveza.

⁵⁰ Čl. 5. st. 3. i 4. ZPDD-a.

⁵¹ Čl. 5. st. 6. ZPDD-a.

⁵² Određenje kontrole nad pravnom osobom ima dalekosežne posljedice, jer bi stjecanje dionica s pravom glasa u ciljnome društvu, ako time nastaje obveza za objavljivanje ponude za preuzimanje, imalo za posljedicu da ta obveza nastaje u svim dioničkim društvima dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja u kojima po mjerilima iz ZPDD-a ciljno društvo ima kontrolu. Više o tome vidi: Barbić, *op. cit.* u bilj. 7, str. 389. i dalje.

⁵³ ZPDD nije precizan, jer se iz njega ne vidi mora li se za postojanje kontrole ispuniti samo jedno od spomenutih četiriju mjerila ili se sva mjerila moraju ispuniti kumulativno. Više o tome vidi *ibidem*.

detaljno se i opsežno propisuju iznimke od presumpcije da osobe koje se nalaze u odnosu kontrole, odnosno povezana društva, djeluju zajednički, a iznimke se tiču društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, investicijskih društava i kreditnih institucija. *De lege ferenda* trebalo bi propitati opravdanost tih iznimki i vidjeti treba li suziti ili proširiti njihov broj.

U dosadašnjem djelovanju HANFA-e najprjepornije je bilo pitanje utvrđenja činjenice zajedničkog djelovanja, odnosno nastanka obveze objave javne ponude.⁵⁴ Važnu ulogu u rješavanju često zamršenih materijalnopравnih i činjeničnih pitanja ima procesnopravno određenje tereta dokazivanja. U praksi nije uvijek jednostavno ocijeniti odlikuju li se odnosi među dioničarima, ili između njih i ciljnoga društva, svojstvima nužnima za zajedničko djelovanje. Osim što je otežano utvrđivanje motiva udruživanja, utvrđivanje zajedničkog djelovanja otežava i okolnost da odnosi između osoba koje tako djeluju ne moraju biti izravni, a moguće je zajedničko djelovanje ustanoviti usmenim dogovorom. Za zajedničko je djelovanje važno utvrditi volju sudionika da postupaju prema unaprijed utvrđenom zajedničkom cilju ili interesu, a što ne pretpostavlja postojanje nekog formalnog sporazuma. Postojanje obveznopravnih ili organizacijskopравnih ugovora kojima se može ostvariti upravljačka vlast u ciljnome društvu jasno upućuje na usklađeno djelovanje, ali je dvojbeno koje bi indicije mogle upućivati na prešutno i/ili usmeno sporazumijevanje. Istovjetno glasovanje na glavnoj skupštini, neformalno druženje ili možebitno prijateljstvo između ponuditelja i trećih *per se* ne predstavljaju zajedničko djelovanje, ali takve okolnosti upućuju na to. *In concreto* valja razmotriti sve okolnosti pojedinog slučaja i sveobuhvatnim razmatranjem utvrđivati postojanje zajedničke volje i cilja.⁵⁵ HANFA se nerijetko bavi utvrđivanjem, odnosno otkrivanjem postojanja prešutnog, odnosno prikrivenog zajedničkog djelovanja koje se ne zasniva na formalnom ugovoru ili statusnopravnoj povezanosti, i koji sudionici osporavaju.⁵⁶ U takvim postupcima treba dokazati da neizravne činjenice i indicije u svojoj cjelini zatvaraju razborito čvrst krug za donošenje odluke o zajedničkom djelovanju, koje za posljedicu imaju utvrđenje nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Zajedničko se djelovanje može utemeljiti sporazumom,

⁵⁴ Najpoznatija se rješenja HANFA-e odnose na ciljna društva Liburnia riviera hoteli d.d. (UP/I-451-04/07-10/18 od 04. lipnja 2009.) i Belje d.d. UP/I-451-04/11-10/05 od 06. listopada 2011.

⁵⁵ Sporazum o usklađenom ostvarivanju prava glasa među dioničarima ciljnoga društva u postupku povećanja temeljnog kapitala u vezi i radi sanacije društva ne predstavlja zajedničko djelovanje jer je selektivan i sadržajno i vremenski ograničen. Vidi presudu Visokog upravnog suda Republike Hrvatske, od 11. srpnja 2012. pod Poslovnim brojem: Us-11063/2011-13, na str. 4. obrazloženja. Da bi se pravnim poslom uspostavio odnos zajedničkog djelovanja, Sporazum „bi trebao obuhvatiti više aspekata u svrhu ostvarivanja i provođenja zajedničke kontrole nad ciljnim društvom, a ne samo i isključivo dogovor o glasovanju u vezi namjeravane dokapitalizacije i prava veta koja bi imala jedna strana na odluke koje se donose većinom od 75% glasova – prethodno i u funkciji sanacije, uključujući i dokapitalizaciju“. Takvo je stajalište HANFA-e u vezi s utvrđivanjem objavljivanja ponude za preuzimanje društva Belje d.d., osporavalo društvo Agrokor d.d. Tijekom upravnog postupka i upravnog spora temeljna je tvrdnja društva Agrokor d.d. da je na temelju Ugovora o prodaji i prijenosu dionica između Agrokor d.d. i Hrvatskog fonda za privatizaciju (tj. AUDI-ja) uspostavljen odnos zajedničkog djelovanja. Vidi odluku HANFA-e: UP/I-451-04/11-10/5, Zagreb, 13. prosinca 2012.

⁵⁶ Vidi rješenja HANFA-e: UP/I-451-04/10-10/11 od 10. rujna 2010 (ciljno društvo Badel 1862 d.d.); UP/I-451-04/11-10/1 od 29. rujna 2011. (ciljno društvo Dalekovod d.d.) i sl.

konkludentnim radnjama, ali i drugim vidljivim ili prikrivenim aktivnostima dioničara.⁵⁷

Raščlamba nedvojbeno upućuje na zaključak da institut zajedničkog djelovanja nije odmjereno uređen te se preporučuje rekonstruirati ga u sadržajnom i nomotehničkom smislu. Odredbe bi trebalo sročiti jasnije tako da se ne dovodi u pitanje poželjan dioničarski aktivizam, pojedine presumpcije treba „spustiti“ na razinu indicije, a neke brisati iz zakonskog teksta. Za statusnu povezanost između dioničara jednostavno treba uputiti na prikladnu primjenu odredbi o povezanim društvima jer se nekritičkim prenošenjem odredbi iz ZTD-a stvara neizvjesnost u tumačenju i primjeni relevantnih odredbi, a što nepotrebno potkopava pravnu sigurnost.

3.3. Problem tzv. hladnih preuzimanja

Dioničar može naknadno steći dionice ciljnoga društva na temelju kojih može odlučno utjecati na donošenje ključnih odluka u društvu, a da pritom ne prijeđe kontrolni prag. Takav dioničar je stjecanjem relativne kontrole nad društvom *de facto* postao novi kontrolni dioničar, ali *de iure* nema obvezu objaviti javnu ponudu za preuzimanje jer obveza nastaje samo u slučaju prijelaza kontrolnog praga. Materijalnopravne okolnosti promjene dioničarske snage kojima se ne prelazi kontrolni prag, premda se radilo i o stvarnoj promjeni kontrolnog dioničara, ne indiciraju primjenu prisilne odredbe o objavi javne ponude. Ako novi kontrolni dioničar nije sveukupno stekao više od 25% dionica s pravom glasa, on nije dužan objaviti javnu ponudu i manjinski dioničari tada ne uživaju pravnu zaštitu koju im pruža pravo preuzimanja. Kako je kod nas kontrolni prag najniži u Europskoj uniji, a imajući u vidu da je za ostvarenje relativne kontrole u društvu dionice kojeg su uvrštene na uređeno tržište u prosjeku dovoljno držati 32% dionica s pravom glasa, teško je za očekivati da će dioničar koji sveukupno stječe manje od 25% dionica s pravom glasa postati novi kontrolni dioničar u ciljnome društvu. To, međutim, i nije nevažna pravna praznina u pravnim poredcima gdje je kontrolni prag 30% i veći. Naime, u njemačkoj se doktrini problem promjene nositelja prevladavajućeg utjecaja ispod kontrolnog praga raspravlja u okviru tzv. hladnih preuzimanja (njem. *kalte Übernahme*).⁵⁸ Da to nije samo gospodarski već i pravni izazov,

⁵⁷ Tako se u odluci Ustavnog suda Republike Hrvatske Us-7615/2009-6 se navodi: „Sud smatra da nije od utjecaja činjenica što ne postoji pisani sporazum ili drugi dokaz u pisanoj formi..., već je dovoljna znakovita manifestacija volje kroz druge aktivnosti da sili na zaključak zajedničkog djelovanja stjecanja dionica istog ciljnog društva.“ Kad ta obveza nastane na temelju sporazuma, ili u slučaju da jedna od osoba koje zajednički djeluju stekne dionice tako da tim stjecanjem nastane obveza objavljivanja ponude, smatra se da je obvezi udovoljeno ako ponudu objavi bilo koja od osoba koje djeluju zajednički (čl. 6. st. 3. ZPDD-a). Kada osobe koje zajednički djeluju propuste u zakonskom roku javno objaviti ponudu, HANFA bi po službenoj dužnosti ili na prijedlog zainteresirane strane trebala rješenjem utvrditi postojanje te obveze i trenutak kada je nastala. *Arg. ex. čl. 47. st. 1. i čl. 48. st. 1. i 3. ZPDD-a*, u odnosu na čl. 15. st. 1. i čl. 8. st. 1. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Narodne novine, br. 14/05, 154/11, 12/12.

⁵⁸ Više o tome vidi: Gegler, F., *op. cit.* u bilj. 32, str. 53. i dalje.

svjedoče odluke njemačkih sudova koje su potaknule opsežnu pravnoznanstvenu raščlambu.⁵⁹ Sve dok u našem pravu postoji tako nisko utvrđen kontrolni prag, teško je očekivati da će se pojaviti tzv. hladno preuzimanje, međutim, kada se taj prag povisi na barem 30%, moguće je da se u praksi i pojavi takav problem. U tome slučaju postoji pravna praznina jer se takvog stjecatelja kontrole u društvu, a koji nije prešao kontrolni prag, ne može prisiliti da objavi javnu ponudu za preuzimanje i on ne podliježe sankcijama predviđenima ZPDD-om. Moguće je oslobođenje od obveze objave javne ponude onog stjecatelja koji je prešao kontrolni prag i koji zatraži to oslobođenje u slučajevima koji su utvrđeni u odredbi čl. 14. st. 1. ZPDD-a. Nasuprotno tomu, ne postoji propisani mehanizam kojim bi se novog stjecatelja kontrole u društvu, a koji pritom nije prekoračio kontrolni prag, obvezalo da objavi ponudu. On, doduše, može objaviti dragovoljnu ponudu za preuzimanje, ali ga se *de lege lata* ne može na to prisiliti. Prigodom izrade prijedloga novog ZPDD-a razmatranje određenja visine kontrolnog praga treba buhvatiti i problem tzv. hladnih preuzimanja. Bi li se trebalo propisati da kontrolu u ciljnome društvu stječe onaj dioničar koji stekne dionice s pravom glasa koje mu omogućuju ostvarenje obične većine na glavnoj skupštini ciljnoga društva, bez obzira na okolnost je li pri stjecaju dionica on prekoračio kontrolni prag? Ispravan odgovor moguć je samo ako se to pitanje združi s pitanjem prikladnog povišenja kontrolnog praga, a to je posao koji bi trebao obaviti predlagatelj novog ZPDD-a.

4. KONTROLA NAD DRUŠTVOM U PRAVU POVEZANIH DRUŠTAVA

Povezana društva su pravno samostalna društva koja su povezana kapitalom ili poduzetničkim ugovorima. Kako sačinjavaju jedinstvenu gospodarsku cjelinu, obvezna su izraditi konsolidirana financijska izvješća, a imaju i poseban poreznopravni tretman.⁶⁰ U pravu povezanih društava⁶¹ pruža se posebna zaštita onim dioničarima koji nemaju ključan utjecaj na donošenje odluka u društvu.

⁵⁹ U literaturi se kao ogledni primjeri „hladnog preuzimanja“ navode dva poznata slučaja: a) KUKA AG kada je Grenzebach GmbH kao novi kontrolni dioničar 2009. stekao 29,22% dionica s pravom glasa i ostvario običnu većinu na glavnoj skupštini ciljnoga društva, a kako nije prešao kontrolni prag (u njemačkom pravu 30%), nije bio dužan objaviti javnu ponudu za preuzimanje i b) AUGUSTA Technologie AG gdje su dioničari uskladenim djelovanjem na glavnoj skupštini društva ostvarili običnu većinu sa samo 26,84% dionica s pravom glasa. Više o tome vidi *ibidem*, str. 55. i dalje.

⁶⁰ Okolnost što je riječ o odvojenim pravnim subjektima koji sudjeluju u pravnom prometu koristeći se svojim poduzećima ne prevladava činjenicu da djeluju u skladu s jedinstvenim vođenjem. Povezana društva uređuje pravo koncerna. Njime se uređuju: a) organizacijska pitanja povezanih društava i b) zaštita onih koji jedinstvenim vođenjem poslova mogu biti povrijeđeni. Tako: Barbić, J. *Pravo društava*, Knjiga prva, Opći dio, Zagreb, 2006., str. 617. i dalje.

⁶¹ Povezanim društvima određuje se društva koja su pravno samostalna i u međusobnom odnosu mogu stajati kao: 1) društvu koje u drugome društvu ima većinski udio ili većinsko pravo odlučivanja (čl. 2) ovisno i vladajuće društvo, 3) društva koncerna, 4) društva s uzajamnim udjelima i 5) društva povezana poduzetničkim ugovorima (čl. 473. ZTD-a). U našem pravu povezana društva (glava VI. ZTD-a, odjeljak 1. do 5., čl. 473. - 511.) uređena su po uzoru na njemačko pravo. U njemačkom pravu ta su društva uređena u trećoj knjizi *AktG-a*, § 291 - 338.

Odnosno onemogućava se vladajućemu društvu da pri ostvarenju svojih prava iz sudjelovanja većinskim udjelom ili iz većinskog prava odlučivanja ostvari svoje osobne interese koji su strani interesima toga društva i/ili interesima njegovih vanjskih dioničara. Vanjski su dioničari oni koji nisu pravno ni gospodarski povezani s vladajućim društvom, a ako je sklopljen ugovor o vođenju poslova ili ugovor o prijenosu dobiti s vladajućim društvom, vanjski su dioničari oni koji nemaju koristi iz tih ugovora.⁶² Moć vladajućega društva nad ovisnim iskazuje se se sintagmom „prevladavajući utjecaj“ (njem. *beherrschender Einfluss*). Vladajuće je ono društvo koje može neposredno ili posredno imati prevladavajući utjecaj na ovisno društvo, a zakonska je presumpcija da je društvo koje se nalazi u većinskom sudjelovanju ovisno o društvu koje u njemu ima većinski udio.⁶³ Prevladavajućim utjecajem smatra se utjecaj vladajućega društva na vođenje poslova i donošenje odluka u ovisnome društvu, odnosno mogućnost vladajućega društva da prema ovisnome društvu ili osobama koje u njemu vode poslove društva primjenjuje određene mjere ili daje upute. Prevladavajući utjecaj u načelu postoji kada jedno društvo ima takvu mogućnost utjecaja koja odgovara onoj koju ima društvo s većinskim sudjelovanjem u društvu na koje se utječe.⁶⁴ Riječ je o neposrednom prevladavajućem utjecaju vladajućega društva na ovisno, kad vladajuće društvo izravno ostvaruje svoj utjecaj prema ovisnome društvu, a može se ostvariti na temelju sklopljenih poduzetničkih ugovora, društvenog ugovora, međusobnom povezanošću osoba koje su imenovane u organima vladajućega i ovisnoga društva, ugovorima o vezivanju glasova i sl.⁶⁵ O posrednom prevladavajućem utjecaju govori se kad jedno vladajuće društvo ima većinsko sudjelovanje u ovisnome društvu, a to ovisno društvo ima vladajući položaj u nekom drugom ovisnome društvu. U tom slučaju vladajuće društvo ima posredno prevladavajući utjecaj i u tom drugom ovisnome društvu.⁶⁶ Kao privatnopravni *terminus technicus* prevladavajući utjecaj na donošenje ključnih odluka dioničar

⁶² *Arg. ex* čl. 478.a ZTD-a.

⁶³ *Arg. ex* čl. 475. st. 1. i 2. ZTD-a. To se presumira i kad društvo koje je dioničar u drugome društvu može: a) izabrati odnosno imenovati i opozvati imenovanje odnosno razriješiti većinu članova uprave, odnosno većinu izvršnih direktora odnosno članova nadzornog odnosno upravnog odbora društva, ili b) na temelju sporazuma sklopljenog s drugim dioničarima ima kontrolu nad većinom glasačkih prava u društvu (čl. 475. st. 3. ZTD-a). Okolnost da je društvo koje se nalazi u većinskom sudjelovanju ovisno o društvu koje u njemu ima većinsko sudjelovanje jedna je od oborivih pretpostavki po samom Zakonu. No, da bi se ona oborila, potrebno je dokazati da se prevladavajući utjecaj u ovisnome društvu ne ostvaruje ili da postoje pravni razlozi koji ga isključuju. Više o tome vidi Gorenc, V.; Filipović, V.; Slakoper, Z., *Zakon o trgovačkim društvima s komentarom*, Zagreb, 1995., str. 1184.

⁶⁴ Za prevladavajući utjecaj dovoljno je da je vladajuće društvo u takvom položaju da može primijeniti mjere protiv ovisnoga društva ili osoba koje u njemu vode poslove ako ono ne provede njegovu volju. To treba prosuditi s motrišta ovisnoga, a ne vladajućega društva. Takav će utjecaj biti onda kada vladajuće društvo može imenovati i opozvati članove uprave ovisnoga društva ili kad može na drugi način određivati kako da se vode poslovi društva (npr. davanjem uputa). Za to je potreban utjecaj na bitna područja djelovanja društva, a ne traži se da postoji mogućnost utjecaja na baš sva područja njegova djelovanja. Nije dovoljna mogućnost negativne kontrole, tj. samo tako da se može spriječiti donošenje neke odluke, nego se traži postojanje mogućnosti utjecaja na pozitivne radnje onoga tko vodi poslove društva. Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 60, str. 626. i dalje.

⁶⁵ Neki drugi ugovori (ugovor o zajednici dobiti, ugovor o djelomičnom prijenosu dobiti, ugovor o zakupu ili prepuštanju pogona) dovode do prevladavajućeg utjecaja ako za to postoje i dodatne okolnosti. Više o tome vidi: *ibidem*.

⁶⁶ *Ibidem*.

ostvaruje temeljem članstva koje donosi vlast u društvu. Pođe li se od činjenice da imanje većine dionica drugog društva ili raspolaganje većinskim pravom odlučivanja u tome društvu u načelu znači i mogućnost ostvarivanja prevladavajućeg utjecaja na to društvo, kao i da se prevladavajući utjecaj može ostvariti i drugim putem, moglo bi se kazati da pojam prevladavajućeg utjecaja donekle sadržajno odgovara pojmu kontrole nad društvom angloameričkog prava.⁶⁷ Međutim, sadržajna bliskost termina „prevladavajući utjecaj“ i „kontrola nad društvom“ ne znači da su oni istovjetni.

Propisi prava povezanih društava sadržavaju materijalnopravno polazište na temelju kojeg se prevladavajući utjecaj utvrđuje *in concreto* putem stvarne mogućnosti utjecaja. Većinsko sudjelovanje u nekome pravno samostalnom društvu može biti većinskim udjelom ili većinskim pravom odlučivanja.⁶⁸ Većinski udio u dioničkom društvu računa se prema udjelu u temeljnom kapitalu društva,⁶⁹ dočim većinsko pravo odlučivanja u društvu postoji, bez obzira na veličinu udjela, kada netko ima većinu glasova kojima se može koristiti.⁷⁰ Prevladavajući utjecaj u društvu može ostvariti dioničar koji drži manje od 50% udjela u temeljnom kapitalu društva odnosno raspolaže s manje od 50% dionica s pravom glasa. Glasačka snaga takvog dioničara pojačava se razmjerno stupnju apstinencije preostalih dioničara. Zna li se da je prosječna nazočnost dioničara na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište vrijednosnih papira oko 64%, uobičajeno je da imatelj 32% dionica s pravom glasa može ostvarivati prevladavajući utjecaj u tome društvu. Član društva tako može utjecati na društvo odnosno imati ključni utjecaj na donošenje odluka za koje je potrebna natpolovična većina na glavnoj skupštini društva. Kako u dioničkom društvu ne postoji hijerarhija među organima i svakom su organu pridodane njegove nadležnosti, glavna skupština ni dioničar koji može ostvariti natpolovičnu većinu na njoj nisu ovlašteni voditi poslove društva. U društvu s dualističkim ustrojem organa uprava vodi poslove na vlastitu odgovornost i nije dužna slijediti upute nadzornog odbora odnosno glavne skupštine društva.⁷¹ Glavna skupština nije ovlaštena donositi odluke iz područja vođenja poslova društva, a uprava bi ih u svakom slučaju trebala odbiti ako pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika procijeni da nisu u interesu društva.⁷² Uprava je vezana odlukama glavne skupštine samo iznimno, kada je sama zatražila da glavna skupština odluči

⁶⁷ Kontrola nad društvom u angloameričkom pravu, također, označava mogućnost odlučujućeg utjecaja na donošenje odluka nekog društva odnosno raspolaganje izravno ili neizravno moći vođenja ili utjecaja na vođenje i politiku nekog društva. Više o tome vidi Petrović, S., *Preuzimanje dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, br. 2, 1999., str. 104.

⁶⁸ Arg. ex čl. 474. st. 1. ZTD-a.

⁶⁹ U čl. 474. st. 2. ZTD-a propisuje se način kako se to određuje za društva kapitala.

⁷⁰ S obzirom na to da se uzima u obzir pravo glasa koje se može koristiti, pri određivanju većinskog prava odlučivanja valja paziti na ograničenje prava glasa ako je određeno statutom i tada uzeti u obzir samo najviši dopušteni broj glasova koji se tako dopušta članu društva. Na određenje prava glasa ne utječu sporazumi o vezivanju glasova, pa i kad se netko obveže da neće ostvariti pravo glasa. Ako netko ostvaruje pravo glasa za drugoga, primjerice na temelju punomoći ili ugovora o vezivanju glasova, takvi se glasovi pripisuju onomu za koga se ostvaruje pravo glasa. Pravo glasa ne računa se ni založnom vjerovniku ni plodouživatelju, jer ga oni nemaju, ali pripada povjereniku. Tako Barbić, *op. cit.* u bilj. 60, str. 625.

⁷¹ Arg. ex čl. 240. st. 1. ZTD-a.

⁷² Barbić, *op. cit.* u bilj. 7, str. 777. i dalje.

o pitanjima vođenja poslova, što je u vezi s nekim pitanjima kojima se u bitnome utječe na položaj članova u društvu uprava dužna učiniti.⁷³ Članove uprave ne imenuje glavna skupština niti je ona ovlaštena opozivati njihovo imenovanje, već je za to, na temelju odredbe čl. 244. ZTD-a, ovlašten nadzorni odbor. Radi stroge podjele nadležnosti među organima dioničkog društva, *prima faciae*, čini se da većinski dioničar putem glavne skupštine ne može ostvarivati prevladavajući utjecaj u smislu utjecaja na vođenje poslova ovisnoga društva. Međutim, glavna skupština imenovanjem članova nadzornog odbora posredno utječe na sastav uprave, a izglasavanje nepovjerenja članovima uprave na glavnoj skupštini važan je razlog za njihov opoziv. Većinski bi dioničar, dakle, putem glavne skupštine mogao imenovati članove nadzornog odbora i takvom nadzornom odboru pružiti mogućnost da na jednostavna način postojeće članove nadzornog odbora zamijene novima. Iako bi takvi novi članovi uprave sami bili dužni voditi poslove društva neovisno o utjecaju glavne skupštine, jasno je da će oni u praksi ostati naklonjeni osobi kojoj mogu zahvaliti svoje imenovanje.⁷⁴ Zbog toga se koncernski pojam prevladavajućeg utjecaja proširuje s mogućnosti utjecaja na vođenje poslova na mogućnost poduzimanja mjera protiv ovisnoga društva ili osoba koje u njemu vode poslove.⁷⁵ To je prepoznao i Visoki trgovački sud proširivši pojam prevladavajućeg utjecaja s utjecaja na vođenje poslova na mogućnost „vladajućeg društva da prema ovisnome društvu ili osobama koje u njemu vode poslove društva može primjenjivati određene mjere ili davati upute“.⁷⁶ Iako većinski dioničar nema pravo izravno utjecati na vođenje poslova društva, pravni sustav prepoznaje da do takvog utjecaja lako može doći putem mjera koje većinski dioničar može poduzeti prema osobama koje vode poslove društva. Upravo u tome leži bit faktičnog koncerna – koncern je faktičan jer pravo društava omogućuje vladajućemu društvu da stekne stvarnu, izvanpravnu mogućnost odlučujućeg utjecaja na vođenje poslova društva.⁷⁷ Za razliku od toga, u monističkom ustroju dioničkog društva mogućnost prevladavajućeg utjecaja većinskog dioničara proizlazi iz zakonskih odredbi. U takvom ustroju postoji hijerarhijski odnos između organa jer je upravni odbor, kojeg na temelju čl. 272.c i 272.e ZTD-a imenuje i opoziva glavna skupština, ovlašten davati izvršnim direktorima obvezujuće upute.

U pravu povezanih društava se dodatno štiti ovisno društvo, njegove članove i vjerovnike. Obveza je vladajućega društva (druge ugovorne strane) da manjinskim dioničarima ovisnoga društva pruži izbor – osiguranje primjerene naknade ako žele ostanu u društvu ili primjerene otpremnine ako iz njega žele izaći. Tako se kod ugovora o vođenju poslova društva ili ugovora o prijenosu dobiti mora predvidjeti primjerena naknada vanjskim dioničarima onoga društva koje drugomu prepušta

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ Tako Bilić, A.; Petrović, S., *Odgovornost članova organa društava u faktičkom koncernu*, Zbornik Pravnog fakulteta sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 2, (2018), str. 733.

⁷⁵ *Ibidem*.

⁷⁶ Visoki trgovački sud Pž 3289/2017-2 od 29. svibnja 2017.

⁷⁷ Tako Bilić; Petrović, *op. cit.* u bilj. 74, str. 733. i 734.

da vodi njegove poslove, odnosno koje prenosi dobit.⁷⁸ Osim obveze da se plati naknada ta dva ugovora moraju sadržavati obvezu druge ugovorne strane da na zahtjev vanjskih dioničara preuzme njihove dionice, odnosno udjele u zamjenu za isplatu primjerene otpremnine koja je određena ugovorom.⁷⁹ Nakon što se sklope takvi poduzetnički ugovori vladajuće društvo tijekom trajanja tih ugovora svakodobno može očekivati od bilo kojeg vanjskog dioničara ovisnoga društva da postavi zahtjev za isplatu primjerene otpremnine. Kako vanjski dioničari ovisnoga društva mogu birati između primjerene naknade i primjerene otpremnine, mogu se koristiti pravom na isplatu primjerene naknade i nakon toga ostvariti pravo na otpremninu.⁸⁰ Obveza na isplatu primjerene otpremnine nastaje kad se vanjski dioničar ovisnoga društva koristi pravom opcije da vladajućemu društvu proda svoje dionice, a to je trenutak kad vladajućemu društvu prisprije očitovanje volje kojim se iskorištava opcija ili kad ono prisprije nekome tko je njegov opunomoćenik za primanje takva očitovanja.⁸¹ Za statusno povezana društva ne utvrđuje se takva obveza vladajućih dioničara i recipročno pravo vanjskih dioničara, već se društvu koje stekne u drugome društvu više od četvrtine udjela u temeljnom kapitalu samo nameće obveza izvješćivanja.⁸²

5. PREKLAPANJE I/ILI RAZLIČITOST ADRESATA I PRAVNOPOLITIČKIH CILJEVA PRAVA PREUZIMANJA I PRAVA POVEZANIH DRUŠTAVA

Propisi prava preuzimanja primjenjuju se samo na ciljna društva kojih su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj ili državi članici Europske unije.⁸³ Stoga ostala dionička društva kao i društva drugih pravnih oblika nisu adresati prava preuzimanja odnosno nalaze se izvan dosega primjene ZPDD-a. Dočim, odredbe čl. 473. – 515. ZTD-a o povezanim društvima se pretežno odnose na društva kapitala, a mogu se, uz neke iznimke, odnositi na sve pravne oblike trgovačkih društava. Propisi prava povezanih društava primjenjuju se neovisno o tome jesu li dionice nekog društva uvrštene na uređeno tržište ili nisu, dočim je takva uvrštenost dionica odlučna činjenica za primjenu propisa prava preuzimanja.

Nisu istovjetni niti se preklapaju pravozaštitni ciljevi preuzimanja i prava povezanih društava. U pravu preuzimanja se u slučaju promjene kontrolnog dioničara štite manjinski dioničari tako da ih se ovlašćuje da samostalno odlučuju o prihvatu ponude za preuzimanje ili odbijanju toga prihvata, odnosno da ostanu u društvu ili istupe iz njega. Istodobno se preuzimateljima/ponuditeljima osigurava

⁷⁸ Čl. 491. st. 1. ZTD-a.

⁷⁹ Čl. 492. st. 1. ZTD-a.

⁸⁰ Pravo opcije prelazi na osobu koja od vanjskog dioničara stekne dionice pod uvjetom da je i stjecatelj vanjski dioničar društva. Više o tome vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 60, str. 689. i dalje.

⁸¹ *Ibidem.*

⁸² Čl. 497. st. 1. ZTD-a.

⁸³ *Arg. ex* čl. 2. st. 1. toč. 1. ZPDD-a.

sigurnost planiranja i djelovanja na tržištu kapitala, predvidljivost i javnost postupka i sankcija, što pridonosi boljem ulagačkom ozračju. Novi kontrolni dioničar postaje adresat propisa o obveznoj ponudi za preuzimanje u trenutku stjecanja dionica s pravom glasa na temelju kojih, zajedno s dionicama koje već drži, prekorači kontrolni prag. Ta obveza ne spada u sferu autonomne odluke dioničara, već je ona posljedica objektivne činjenice prekoračenja kontrolnog praga. U pravu povezanih društava štiti se članove ovisnih društava, odnosno vanjske dioničare kad je ovisno dioničko društvo, na način da im se osigurava primjerena naknada odnosno otpremnima. Ali samo u slučajevima kada ovisno društvo s vladajućim sklopi ugovor o vođenju poslova ili ugovor o prijenosu dobiti. Propisan je kriterij određenja primjerene naknade, a ako ona nije određena ili određiva, njezino se određenje može zatražiti od nadležnog suda.⁸⁴ Vanjskim dioničarima koji ne žele istupiti iz društva vladajuće društvo dužno je osigurati isplatu naknade, dočim je dioničarima koji žele istupiti iz društva ovisno društvo dužno isplatiti otpremninu.⁸⁵ Odredbe o primjerenoj naknadi i otpremnini pružaju *ex post* zaštitu vanjskim dioničarima ovisnoga društva, ali samo u slučajevima kada je to društvo s vladajućim društvom sklopilo navedene ugovore. Vladajuće društvo nije dužno isplatiti otpremninu samom činjenicom bliskog povezivanja s ovisnim društvom na temelju dvaju poduzetničkih ugovora, jer obveza ovisi isključivo o volji vanjskog dioničara ovisnoga društva da istupi iz društva. Ako se on za to odluči, na njemu je inicijativa da prema vladajućem društvu postavi zahtjev za isplatu otpremnine, a tek nakon toga nastaje obveza vladajućega društva da preuzme njegove dionice i da mu za to plati primjerenu otpremninu. Propisivanjem obveze objave javne ponude manjinskim se dioničarima pruža zaštita *ex ante*. Ponuditelj je novi kontrolni dioničar, a ponuđeni se svi ostali dioničari ciljnoga društva koji samostalno odlučuju hoće li odbiti ponudu i ostati u društvu ili će pod objavljenim uvjetima prihvatiti ponudu i istupiti iz društva.

Opseg i intenzitet zaštite vanjskih dioničara koje pruža pravo povezanih društava ne preklapa se sa zaštitom koju pruža pravo preuzimanja. Isplata primjerene naknade odnosno otpremnine u pravu povezanih društava ne ovisi o činjenici trguje li se dionicama na uređenom tržištu kapitala, već isključivo ovisi o postojanju dvaju poduzetničkih ugovora. Žele li ostvariti pravo da iziđu iz ovisnoga društva i dobiju primjerenu otpremninu, vanjski dioničari moraju inicirati postupak odnosno očitovati takvu volju prema vladajućemu društvu. Do toga trenutka vladajuće društvo nema nikakvu obvezu prema vanjskim dioničarima ovisnoga društva u smislu inicijative za preuzimanjem njihovih dionica. Dočim u pravu preuzimanja obveza na objavu ponude za preuzimanje nastaje u trenutku prijelaza kontrolnog praga i ponuditelj ju je, pod prijetnjom propisanih sankcija, dužan objaviti. Kako je riječ o društvima dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište, dioničari koji ne prodaju svoje dionice tijekom preuzimateljskog razdoblja, svakako, to mogu učiniti i kasnije. Ali im tada izmiče „preuzimateljska premija“ pa je pitanje hoće li tečaj dionica rasti i u kojem opsegu. Dosezanje glasačke snage u glavnoj skupštini društva kojom se može

⁸⁴ Arg. ex čl. 491. st. 2., 4. i 5. ZTD-a.

⁸⁵ Arg. ex čl. 492. st. 1. ZTD-a. Otpremnina se može dati u dionicama vladajućega društva, ili društva koje je u odnosu prema njemu vladajuće, ili u novcu (čl. 492. st. 2. ZTD-a).

ostvariti kontrola nad društvom je sama po sebi i samostalna gospodarska vrijednost, za što su preuzimatelji često spremni platiti i posebnu premiju, tj. iznos veći od tržišne vrijednosti dionice. Posebni dodatak koji se osigurava dioničarima koji se odluče prihvatiti preuzimateljevu ponudu i tako istupiti iz društva ne spominje se u pravu povezanih društava.

Formalni pojam kontrole u pravu preuzimanja razlikuje se od materijalnopravnog pojma kontrole u pravu povezanih društava s obzirom na opseg sudjelovanja u temeljnom odnosno glasačkom kapitalu ciljnoga odnosno ovisnoga društva. Formalno određenje kontrole u vidu kontrolnog praga polazi od pretpostavke da imatelj barem 25% dionica s pravom glasa u ciljnome društvu može kontrolirati to društvo. S druge strane, u pravu povezanih društava oboriva je presumpcija da netko može ostvarivati prevladavajući utjecaj u društvu tek kada dosegne visinu od 50% udjela u društvu. Razlika u određenju pretpostavljene mogućnosti prevladavajućeg utjecaja i kontrole nad društvom ne proizlazi iz različitog stupnja utjecaja u društvu. Jer i vladanje i kontrola ponajprije ovise o mogućnosti postavljanja članova upravljačke strukture, a koja se ostvaruje dosezanjem obične većine na glavnoj skupštini društva.⁸⁶ Ako dioničar i ne drži apsolutnu većinu glasačkih prava u društvu, kadar je izvršavati prevladavajući utjecaj u njemu. Bilo zbog raštrkanosti dioničarske strukture, bilo zbog dioničarske apstinencije i manje sudjelovanje u glasačkom kapitalu društva od natpolovičnog može dioničaru omogućiti da ključno utječe na donošenje odluka na glavnoj skupštini. U pogledu predmeta i kvalitete mogućnosti utjecaja dioničara na stvaranje volje u društvu prevladavajući utjecaj u pravu povezanih društava ne razlikuje se od kontrole u pravu preuzimanja.⁸⁷ Obilježje „prevladavajućeg utjecaja“ prikladno je za sva trgovačka društva, uključujući društva dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište kao i onih koje to nisu, dočim se obilježje „kontrola“ povezuje samo s društvima dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište.

6. ZAKLJUČAK

Na temelju odredbe o obveznoj ponudi čl. 9. st. 1. ZPDD-a obvezuje se stjecatelj (ponuditelj) koji posredno ili neposredno stekne dionice s pravom glasa kojima prelazi kontrolni prag da preostalim dioničarima ciljnoga društva objavi javnu ponudu za preuzimanje. U ciljnome društvu ponuditelj stječe dionice s pravom glasa koje mu omogućuju stvarni utjecaj na donošenje odluka u tome društvu. Pritom nema prijenosa imovine i obveza, ne dolazi do prestanka društva, a promjena u dioničarskoj strukturi rezultat je individualne volje svakog pojedinog dioničara, a ne posljedica odluke organa društva. Prihvat ponude izravno utječe na pravni položaj ponuditelja samo u smislu opsega njegove članske snage u ciljnome društvu. Unutar imovine ponuditelja i svakog pojedinog dioničara koji prihvati ponudu dolazi do

⁸⁶ Upravljačka struktura u našem pravu dioničkih društava obuhvaća članove uprave, nadzornog odnosno upravnog odbora.

⁸⁷ Više o tome vidi Mülberr; Kiem; Wittig, *op. cit.* u bilj. 31, str. 911. i dalje.

preraspodjele sredstava u imovinskoj masi. Iz imovinske mase ponuditelja izlazi novac odnosno zamjenske dionice, koje nadomještaju članska prava u ciljnome društvu. Obrnuti se proces događa u imovinskoj masi dioničara koji odluče prihvatiti ponudu.

U našem je pravu propisani opseg sudjelovanja u glasačkom kapitalu društva nakon kojeg nastaje obveza objavljivanja ponude 25%, a u njemačkom i britanskom pravu 30%. Nisko propisani kontrolni prag *de lege ferenda* treba u našem pravu povisiti na 30% ili više, a taj bi postotak trebalo odrediti s obzirom na rezultate studije prosječne nazočnosti dioničara na glavnim skupštinama društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište vrijednosnih papira. Novi kontrolni dioničar morao bi presudno utjecati na odluke glavne skupštine koje se donose glasovima što predstavljaju najmanje polovinu temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Ako je u tome spriječen, dioničar koji *de facto* prelazi kontrolni prag ne može ostvariti prevladavajući utjecaj u društvu. Kad se materijalnopravna kontrola nad ciljnim društvom ne podudara s formalnopravnom kontrolnom, stjecatelj koji prijeđe kontrolni prag može na temelju odredbe čl. 14. st. 1. t. 7. od HANFA-e zatražiti da ga oslobodi od obveze objave javne ponude. S druge strane, ne postoji obveza objave javne ponude ako je riječ o tzv. hladnom preuzimanju. Naime, kada dioničar stječe dionice kojima doseže običnu većinu na glavnoj skupštini ciljnoga društva i *de facto* može ostvariti prevladavajući utjecaj u njemu, ali ne prijeđe kontrolni prag, ne postaje adresat odredbi o obveznoj ponudi.

Ponuditelju se *ex lege* pribrajaju i dionice onih osoba koje s njim djeluju zajednički. Osobe koje zajednički djeluju fizičke su ili pravne osobe koje svoje postupanje usklađuju s ponuditeljem radi stjecanja dionica ciljnoga društva ili ostvarenja prava glasa. U postupcima pred HANFA-om utvrđenje zajedničkog djelovanja često je prethodilo utvrđenju obveze objave javne ponude. Zajedničko djelovanje na temelju pisanog sporazuma ne stvaraju poteškoće pri utvrđivanju kao što je to slučaj kod planskog skrivenog djelovanja dioničara. Međutim, kako odredbe čl. 5. i 6. ZPDD-a u sadržajnom i nomotehničkom smislu nisu besprijeckorno sročene, niz praktičnih pitanja ostao je otvoren odnosno izložen različitim interpretativnim tezama. Kako takvo stanje potkopava pravnu sigurnost, *de lege ferenda* treba sadržajno i nomotehnički preoblikovati institut zajedničkog djelovanja. Predlaže se primjerice da se jasnije odredi koje su presumpcije za utvrđenje zajedničkog djelovanja oborive, te da se pojedine „spuste“ na razinu indicija, a neke brišu. Trebalo bi propitati i utvrditi pravopolitičke razloge zašto su određeni adresati izuzeti iz obveze objave javne ponude, a drugi nisu. Određivanje presumpcije da su društva povezana i druga pitanja vezana uz povezana društva treba riješiti jednostavnim pozivanjem na prikladnu primjenu odredbi ZTD-a o povezanim društvima. Pravno uređenje istih društvenih odnosa u više legislativnih instrumenata narušava pravnu sigurnost, *a contrario*, pozivanjem na odredbe kojima se društveni odnos uređuje u matičnom zakonu olakšava tumačenje i primjenu odredbi. Ako se utvrdi postojanje zajedničkog djelovanja, kontrolni se prag računa tako da se zbrajaju sve dionice s pravom glasa koje drže dioničari koji djeluju zajednički, a svi su obvezni objaviti

javnu ponudu. Ako to ne učine, pogađa ih oštra sankcija zamrzavanja prava glasa iz dionica ciljnoga društva na temelju kojih su prešli kontrolni prag.

Neorganizirani i manje upućeni dioničari u postupku preuzimanja suočavaju se s bolje upućenim, organiziranim i u pravilu s financijski bolje opskrbljenim ponuditeljima. Propisima prava preuzimanja pružena im je zaštita koja se ne preklapa sa zaštitom vanjskih dioničara ovisnoga društva u pravu povezanih društava. Puno je širi krug adresata kao i područje primjene u pravu povezanih društava u odnosu na pravo preuzimanja. Adresati normi prava preuzimanja su društva dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj ili državi članici Europske unije i njihovi dioničari i članovi upravljačke strukture, dočim su u pravu povezanih društava to i sva ostala dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću, a ponekad i sva trgovačka društva. U pravu povezanih društava štiti se članove ovisnih društava, odnosno vanjske dioničare kad je riječ o ovisnome dioničkom društvu, na način da im se osigurava primjerena naknada odnosno otpremnima, i to samo u slučajevima kada ovisno društvo s vladajućim sklopi ugovor o vođenju poslova ili ugovor o prijenosu dobiti. Moglo bi se kazati da, kao preventivna zaštita od stvaranja statusno i ugovorno povezanih društava, propisi o preuzimanju produbljuju pravozaštitni učinak prava povezanih društava, ali samo u odnosu na dioničare društava dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište. Propisi prava preuzimanja popunjavaju prazninu privatnopravne preventivne zaštite manjinskih dioničara zasebnim pravnim institutima kojima se povezuje pravo povezanih društava s pravom tržišta kapitala.

POPIS LITERATURE

Pravna književnost

1. Barbić, J., *Pravo društava*, Knjiga prva, Opći dio, Zagreb, 2006.
2. Barbić, J., *Pravo društava*, Knjiga druga, svezak prvi, Društva kapitala, Zagreb, 2010.
3. Bilić, A.; Petrović, S., *Odgovornost članova organa društava u faktičkom koncernu*, Zbornik Pravnog fakulteta sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 2, 2018.
4. Denzel, S., *Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht*, Hamburg, 2005.
5. Dimke, A. W., *Neutralitätspflicht und Übernahmegesetz*, Peter Lang, 2007.
6. Faden, C., *Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, Hamburg, 2008.
7. Ferrarini, G.; Hopt, K. J.; Winter, J.; Mymeersch, E., *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, 2004.
8. Gegler, F., *Übernahmerechtliche Kontrolle*, Berlin, 2018.
9. Gorenc, V.; Filipović, V.; Slakoper, Z., *Zakon o trgovačkim društvima s komentarom*, Zagreb, 1995.
10. Haarmann, W., Schüppen, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG 2.Auflage*, Frankfurt am Main, 2005.

11. Ivkošić, M., *Obrana dioničkog društva od neprijateljskog preuzimanja*, doktorska disertacija, Zagreb, 2013.
12. Jurić, D., *Pravno uređenje unutarnjeg korporacijskog upravljanja (corporate governance) u dioničkim društvima u hrvatskom i usporednom pravu društava*, doktorska disertacija, Rijeka, 2005.
13. Löhdefink, A., *Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht*, Carl Heymanns Verlag, 2007.
14. Maier, S., *Die Pflichten des Bieters bei freiwilligen Übernahmeangeboten*, Berlin, 2006.
15. Maurović, Lj., *Trgovanje upućenih u preuzimanju dioničkih društava – mogućnosti i regulativa*, Hrvatska pravna revija, br. 4, 2006.
16. Miladin, P., *Protuponuditeljske mjere prema nacrtu Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 39, br. 3, 2018.
17. Mülbert, K.; Kaim, R.; Wittig, A., *10 Jahre WpÜG- Entwicklungsstand- Praktische Erfahrungen- Reformbedarf- Perspektiven*, Frankfurt am Main, 2012.
18. Parać, Z., *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, br. 4, 2003.
19. Sacco Ginevri, A., *Sustainable governance and regulation of banks and public companies: A study of the concept „acting in concert“*, Corporate Governance and Sustainability Review, vol. 1, br. 1, 2017.
20. Simon, B., *Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG*, Nomos, 2007.

Pravni izvori

1. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Narodne novine, br. 14/05, 154/11, 12/12.
2. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.
3. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 111/2012, 125/2011, 68/2013, 110/2015, 40/2019, 34/2022.
4. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18, 17/20, 83/21.
5. Direktiva prava društava o ponudama za preuzimanje (*Directive 2004/25 of European Parliament and of Council on 21. april 2004. on Takeover Bids*).
6. *Gezetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 20. Dezember 2001., BGBl. I S. 3822, zuletzt geändert durch Artikel 2. Absatz 46. des Gesetzes vom 22. Dezember 2011. BGBl. I S. 3004.*
7. *The City code on Take-overs and Mergers* 1968., revizija iz 2013.
8. Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske: U-I-607/1998, U-I-4120/2003, U-I-4237/2003, U-I-3099/2004, U-I-29/2005, U-I-4056/2006.

9. Odluka Visokog trgovačkog suda Pž 3289/2017-2.
10. Rješenja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga: UP/I-451-04/07-10/18, UP/I-451-04/10-10/11, UP/I-451-04/11-10/1, UP/I-451-04/11-10/05 od 06.

CONTROL OVER JOINT STOCK COMPANIES IN THE LAW ON TAKEOVER AND THE LAW ON ASSOCIATED COMPANIES

The formal concept of control in the law on takeover differs from the substantive concept of control in the law on affiliated companies related to the extent of participation in the basic or voting capital of the target or subsidiary company. The difference in determining the assumed possibility of prevailing influence and control over the company does not stem from a different degree of influence in the company. This is because both governance and control primarily depend on the possibility of appointing members of the management structure, which is achieved by reaching a simple majority at the general meeting of the company. If the shareholder does not even hold the absolute majority of voting rights in the company, s/he can exercise his/her predominant influence therein. By acquiring shares with voting rights to an amount greater than 25%, the shareholder exceeds the control threshold and is obliged to announce a public offer for takeover, and the addressees of the offer are all the remaining so-called minority shareholders of the target company. They freely decide whether to accept the offer and leave the company or reject it. The votes of those shareholders who act together with him/her are added to those of the share acquirer. Shortcomings were observed in the determination of the maximum of the control threshold as well as in arranging joint action, so recommendations *de lege ferenda* regarding amendments to the relevant provisions and proposals are made. In the law of affiliated companies, the external shareholders of the subsidiary company are protected in such a way that they are authorized to pay appropriate compensation or severance pay, but only in cases where a contract on the management of the company's affairs and a contract on the transfer of profits have been concluded. The power of the ruling company over the dependent is expressed by the phrase "dominant influence". The ruling company is the one that can directly or indirectly have a predominant influence on the dependent company, and it is presumed that the company that is in majority participation is dependent on the company that has a majority share in it. After considering the power relations in companies whose shares are listed on the regulated market and related companies, it is observed that the legal protection objectives of the right of takeover and the rights of related companies do not overlap, nor are they the same addressees, except in the case of companies whose shares are listed on the regulated market.

Key words: *control over the company, joint-stock company, takeover, joint action, related companies*