

Doc. dr. sc. Antun Bilić*

ZAJEDNIČKO DJELOVANJE PRI PREUZIMANJU DIONIČKIH DRUŠTAVA

UDK: 347.725

DOI: 10.31141/zrpf.2023.60.147.93

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: 6. 2. 2023.

Uočljiv je nerazmjer između važnosti instituta zajedničkog djelovanja u pravu preuzimanja dioničkih društava i kvalitete njegova uređenja u aktualnim odredbama Zakona o preuzimanju dioničkih društava (ZPDD). Problemi počinju već sa samom definicijom, a zaoštavaju se mnogobrojnim presumpcijama koje po svojoj naravi često nisu dovoljne ni da posluže kao indicij zajedničkog djelovanja, a kamoli da prebace teret dokaza na stjecatelje. Možda najvažnije, zajedničko djelovanje postavljeno je toliko široko da obeshrabruje poželjni dioničarski aktivizam kao što je raspravljanje i dogovaranje oko pojedine odluke na glavnoj skupštini. Osim kritika, članak preporučuje konkretne izmjene, koje zahtijevaju gotovo potpuno novo zakonsko uređenje.

Cljučne riječi: *zajedničko djelovanje, kontrola, usklađeno glasovanje, presumpcije, iznimke*

1. UVOD

Nezanemariv dio Zakona o preuzimanju dioničkih društava (dalje: ZPDD)¹ posvećen je zajedničkom djelovanju. Riječ je o važnom institutu kojim se sprječava zaobilaženje prisilnih odredaba prava preuzimanja dioničkih društava, u prvome redu obveze na objavljivanje ponude za preuzimanje.² Naime, kada bi se pretpostavke za obvezu objavljivanja ponude za preuzimanje (čl. 9 st. 1 ZPDD-a) procjenjivale samo u odnosu na pojedinačnog stjecatelja, on bi mogao lako izbjeći formalno stjecanje kontrolnog praga od 25% dionica s pravom glasa tako da višak dionica

* Docent na Katedri za trgovačko pravo i pravo društava, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg Republike Hrvatske 14, 10000 Zagreb, Republika Hrvatska. E-mail: antun.bilic@pravo.hr. ORCID ID: orcid.org/0000-0001-5144-0821

¹ Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013.

² Petrović, S., *Zajedničko djelovanje prema Zakonu o postupku preuzimanja dioničkih društava*, Vladavina prava, vol. 4, br. 3-4, 2000., str. 77, 80; Čulinović Herc, E.; Zubović, A, *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 50, br. 2, 2013., str. 382; Mastilović, B., *Zajedničko djelovanje prema Zakonu o preuzimanju dioničkih društava*, Hrvatska pravna revija, vol. 5, br. 11, 2005., str. 37; Winner, M., *Active Shareholders and European Takeover Regulation*, *European Company and Financial Law Review*, vol. 11, br. 3., 2014., str. 367; za njemačko pravo Noack, U.; Holzborn, T. u: Schwark, E.; Zimmer, D. (ur.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, C. H. Beck, München, 2020., WpÜG, § 2, para. 33; Wackerbarth, U. u: Goette, W.; Habersack, M. (ur.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, C. H. Beck, München, 2021., WpÜG, § 2, para. 48; Angerer, L. u: Angerer, L.; Geibel, S.; Süßmann, R. (ur.), *WpÜG Kommentar*, C. H. Beck, München, 2017., § 2, para. 24.

stekne putem neke druge osobe s kojom je povezan na ugovornoj ili statusnopravnoj osnovi. Pod uvjetom da je njihova povezanost trajnog i čvrstog karaktera, došlo bi do sličnog učinka kao i da je pojedinačni stjecatelj preuzeo kontrolu nad društvom. Svrha instituta zajedničkog stjecanja je sprječavanje takvog ponašanja tretiranjem svih osoba koje djeluju zajednički kao jedne jedine, jedinstvene osobe.³ Time se, kao u konačnici i čitavim pravom preuzimanja, štite manjinski dioničari.⁴

Zajedničko djelovanje je u praksi poprilično često. Dioničari nekog društva koji pojedinačno možda nemaju dovoljnu glasačku snagu da bi mogli utjecati na donošenje odluka na glavnoj skupštini znaju sklopiti ugovore o vezivanju glasova kojim se obvezuju glasati na istovjetan način (*shareholders' agreement*).⁵ Do zajedničkog djelovanja također dolazi u sklopu grupa trgovačkih društava, koncerna, koji su po definiciji povezani jedinstvenim, odnosno zajedničkim vođenjem (čl. 476 Zakona o trgovačkim društvima⁶).⁷

Ne smije se, međutim, otići u drugu krajnost i svaki dogovor među dioničarima ili čak i puko faktično usklađeno ponašanje proglasiti zajedničkim djelovanjem. To bi obeshrabilo aktivno sudjelovanje dioničara u upravljanju društvom, sve iz straha da ne bi morali objaviti ponudu za preuzimanje.⁸ Cilj prava preuzimanja je zaštititi manjinske dioničare od strukturalne promjene kontrole nad društvom, ne i od toga da se nađu na gubitničkoj strani u pogledu pojedine odluke.

Definicija zajedničkog djelovanja nalazi se u čl. 5 ZPDD-a.⁹ Riječ je o jednom od „zastrašujućih“ članaka toga zakona, koji sadržava šest kartica teksta i više od 1500 riječi. Prednost dugačkih odredbi bi, barem u teoriji, trebala biti detaljna razradba i promišljanje svih zamislivih situacija. Međutim, čl. 5 ZPDD-a je istodobno i previše i nedovoljno detaljan. Dok se određene njegove odredbe upuštaju u mikroregulaciju, druge pak ostavljaju neodgovorenima neka od temeljnih pitanja. Nadalje, presumpcije zajedničkog djelovanja iz čl. 5 ZPDD-a su iznimno široke te postoji opasnost da se svaki oblik dioničarske koordinacije smatrati zajedničkim djelovanjem. Cilj je ovoga članka pobliže objasniti postojeću definiciju iz čl. 5 ZPDD-a, preispitati opravdanost njezinih rješenja i predložiti smjer mogućih izmjena.

³ Wackerbarth, *op. cit.* u bilj. 2, para. 39; Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 367.

⁴ Petrović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 77.

⁵ Više o tim ugovorima v. Barbić, J., *Dioničko društvo*, Organizator, Zagreb, 2020., str. 659 – 662.

⁶ 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.

⁷ O koncernima više v. Barbić, J., *Pravo društava Opći dio*, Organizator, Zagreb, 2008., str. 649 – 673.

⁸ 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; Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 365 i dalje; Papadopoulos, T., *The mandatory provisions of the EU Takeover bid directive and their deficiencies*, Law and Financial Markets Review, vol. 1, br. 6, 2007., str. 529.

⁹ Zajedničko djelovanje bilo je i ranije na donekle sličan, iako ne i istovjetan način, uređeno u čl. 8 Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2002. godine (Narodne novine, br. 84/2002, 87/2002, 120/2002, 2/2007, 109/2007), a prije toga u čl. 7 Zakona o postupku preuzimanja dioničkih društava iz 1997. godine (Narodne novine, br. 124/1997, 57/2001, 84/2002).

Uređenje zajedničkog djelovanja nije posebnost hrvatskog prava, već postoji i u drugim pravnim sustavima koji uređuju preuzimanje dioničkih društava, kao što su *Takeover Code* Ujedinjenog kraljevstva¹⁰ i pravo Sjedinjenih Američkih Država.¹¹ Na razini Europske unije zajedničko djelovanje uređeno je EU Direktivom o ponudama za preuzimanje.¹² Za razlikovanje zajedničkog djelovanja od benigne dioničarske suradnje osobito je važno Priopćenje Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) o suradnji dioničara i zajedničkom djelovanju (dalje: Priopćenje ESMA-e).¹³ Iako neobvezujuće, Priopćenje ESMA-e trebalo bi imati značajan savjetodavni utjecaj na postupanje nacionalnih regulatora, pa tako i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA).

2. OSNOVNI POJAM

Prema čl. 5 st. 1 ZPDD-a osobe koje djeluju zajednički su „fizičke i/ili pravne osobe koje surađuju međusobno na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, čiji je cilj stjecanje dionica s pravom glasa, usklađeno ostvarivanje prava glasa ili sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja, ili koje surađuju s ciljnim društvom na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, čiji je cilj sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja“.

Zajednički djelovati mogu, dakle, dva ili više pravnih subjekata, neovisno o tome jesu li fizičke ili pravne osobe. Postoje dva osnovna oblika zajedničkog djelovanja. Prema prvome, i praktično važnijem, zajednički djeluju pravni subjekti koji se razlikuju od samog ciljnoga društva. Riječ je najčešće o njegovim dioničarima, ali to mogu biti i druge osobe. Zajedničko djelovanje sastoji se u međusobnoj suradnje. Međusobna suradnja je sama po sebi prilično širok pojam. Mora se, međutim, temeljiti na sporazumu i biti usmjerena k ostvarenju (barem) jednoga od tri zakonom određenih ciljeva.

Za sporazum se traži, a ujedno je i dovoljno, da postoji zajednička namjera svih sudionika zajedničkog djelovanja.¹⁴ S druge strane nije dovoljno da samo jedan dioničar svjesno slijedi ponašanje nekog drugog dioničara, primjerice da stječe dionice kad ih stječe taj dioničar ili da glasa kako glasa i taj dioničar. Sve

¹⁰ Koji rabi izraz *acting in concert*, *Definitions*, *CI*, *Takeover Code*.

¹¹ Koje rabi izraz *group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer*, *Section 13(d)(3) Securities Exchange Act of 1934*.

¹² Čl. 2 (1) (d) Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, *SL* [2004] L 142/12, Poglavlje 17, *Sv. 001*, str. 141 – 152.

¹³ Priopćenje ESMA-e o suradnji dioničara i zajedničkom djelovanju prema Direktivi o ponudama za preuzimanje (2004/25/EZ), ESMA/2014/677-REV od 20. lipnja 2014., posljednji put izmijenjeno 8. siječnja 2019. (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf), pristupljeno 11 siječnja 2023.). Iako je ono ponajprije savjetodavnog karaktera, budući da je izrađeno u suradnji s nacionalnim regulatorima, trebalo bi biti visoke razine uvjerljivosti (Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 381).

¹⁴ Za njemačko pravo Angerer, *op. cit.* u bilj. 2, para. 29, 39.

uključene osobe moraju biti svjesne da zajednički djeluju i tome prilagođavati svoje ponašanje.¹⁵ U suprotnom bi, naime, dioničari morali strahovati da će im se pripisati tuđe pojašnjenje na koje nisu mogli utjecati.

U određenim slučajevima postojanje zajedničke namjere je čista fikcija. Primjerice, osobe među kojima postoji odnos kontrole kao i povezana trgovačka društva uvijek djeluju zajednički (čl. 5 st. 3-5 ZPDD-a).¹⁶ To će, dakle, biti slučaj čak i kada u stvarnosti ne postoji nikakav dogovor ili zajednička namjera. U tom slučaju, međutim, zajedničku namjeru zamjenjuje statusnopravna mogućnost utjecaja jedne osobe (trgovačkog društva) na drugu.

ZPDD naglašava da sporazum može biti izričit ili prešutan, usmen ili pisan. To se samo po sebi ne razlikuje od općeg pravila prema kojemu se ugovori načelno sklapaju u bilo kojem obliku, suglasnošću volja (čl. 249 st. 1, 286 st. 1 Zakona o obveznim odnosima, dalje ZOO¹⁷). Ipak, sporazum o zajedničkom djelovanju ne mora ujedno biti valjan i obvezujući obveznopravni ugovor. Tako i nevaljan ugovor u smislu čl. 322 ZOO-a ili neobvezujući *gentlemen's agreement* može dovesti do zajedničkog djelovanja, osobito ako ih se sudionici namjeravaju pridržavati.¹⁸

Osim toga, sporazum o zajedničkom djelovanju drugačije se ponaša od tipičnog obveznopravnog ugovora. Dok će se kod obveznopravnog ugovora barem jedna strana pozivati na svoja ugovorna prava, kod zajedničkog djelovanja često će svi sudionici nijekati postojanje sporazuma. Zbog toga je sporazum o zajedničkom djelovanju teško dokazati.¹⁹ Vrlo često će se o njemu moći zaključiti tek iz indicija, od kojih je najznačajnija usklađeno djelovanje usmjereno k ostvarenju barem jednoga od tri cilja iz čl. 5 st. 1 ZPPD-a.²⁰

Prvi od tih ciljeva je stjecanje dionica s pravom glasa ciljnoga društva. Na prvi pogled to se čini samorazumljivim jer je stjecatelj obvezan objaviti ponudu za preuzimanje kad samostalno ili djelujući zajednički prijeđe kontrolni prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnoga društva (čl. 9 st. 1 ZPDD-a). Ne traži se, dakle, da stjecatelj stvarno vrši kontrolu nad društvom, dovoljno je da stekne dionice koje mu omogućuju vršenje takve kontrole.²¹ Doslovno primijenjeno na više osoba, to bi značilo da zajednički djeluju sve osobe koje su se sporazumjele da će stjecati dionice ciljnoga društva.

Na drugi pogled to, međutim, baš i nije tako. Obveza objavljivanja ponude za preuzimanje nastaje zato što, nakon dosezanja kontrolnog praga, stjecatelj u

¹⁵ Za njemačko pravo Noack, U.; Zetzsche, D. u: Schwark, E.; Zimmer, D. (ur.) *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, C. H. Beck, München, 2020., WpÜG, § 30, para. 28.

¹⁶ V. podnaslov 3.4.

¹⁷ Narodne novine, br. 35/2005, 41/2008, 125/2011, 78/2015, 29/2018, 126/2021.

¹⁸ Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 367; Kocher, D., *Gemeinsam handelnde Personen im Übernahmerecht*, AG, br. 9, 2018., str. 309.

¹⁹ Petrović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 83; Mastilović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 38.

²⁰ Za njemačko pravo Wackerbarth, *op. cit.* u bilj. 2, para. 43.

²¹ Papadopoulos, *op. cit.* u bilj. 8, str. 529.

svakom trenutku može početi vršiti kontrolu.²² Upitno je, međutim, može li se ista logika primijeniti kada nekoliko osoba povezuje samo namjera stjecanja dionica, ne i namjera usklađenog djelovanja pri upravljanju društvom. Primjerice, ako dvije osobe zajednički zaključe da je povoljan trenutak za kupnju dionica ciljnoga društva i da će jedna od njih u tu svrhu pozajmiti sredstva drugoj osobi, riječ je o sporazumu usmjerenom na stjecanje dionica. To, međutim, samo po sebi ne znači da te dvije osobe žele ili mogu surađivati pri izvršavanju upravljačkih prava. U nedostatku mehanizama koji će omogućiti njihovu trajniju koordinaciju, puko usklađivanje pri stjecanju dionica ne bi trebalo smatrati zajedničkim djelovanjem.²³

Drugi cilj koji navodi ZPDD je usklađeno ostvarivanje prava glasa. Riječ je o tipičnom načinu ostvarivanja kontrole – koordiniranom glasovanju na glavnoj skupštini ciljnoga društva. Čak ni takva definicija nije, međutim, optimalna. Kontrola postoji samo ako je usklađeno ostvarivanje prava glasa trajnijeg karaktera²⁴ ili ako se njime uspostavlja kontrola nad organima ciljnoga društva, najčešće imenovanjem (većine) njihovih članova²⁵. To potvrđuje i toč. 4.1 (d) Priopćenja ESMA-e koja dogovaranje o zajedničkom glasovanju za pojedinu odluku stavlja na tzv. Bijelu listu – popis ponašanja koja sama po sebi ne navode na zaključak da je riječ o zajedničkom djelovanju.²⁶ U suprotnom, naime, dioničari ne bi smjeli ni razmjenjivati mišljenje o pojedinim točkama dnevnoga reda, sve opreza radi da se to ne bi uzelo kao „prešutni dogovor“ o usklađenom ostvarivanju prava glasa. To bi pak naštetilo dioničarskom aktivizmu i nadzoru upravljačkih organa društva kao jednom od proklamiranih ciljeva europskog prava društava.²⁷ Od toga je djelomična iznimka samo dogovaranje o imenovanju članova organa, jer se njihovim imenovanjem može uspostaviti kontrola nad upravljanjem ciljnim društvom.²⁸

Zbog svega toga, valja preporučiti fleksibilniju i jednostavniju definiciju iz čl. 2 st. 1 toč. d Direktive o ponudama za preuzimanje, kao i vrlo sličnu definiciju iz *Takeover Codea*²⁹ prema kojoj, u relevantnom dijelu, zajednički djeluju osobe koje

²² Pri čemu se ne ulazi u pitanje je li prag od 25% optimalno odmjereno, jer usporedba s drugim europskim pravnim poretcima pokazuje da je puno češći kontrolni prag od 30% dionica s pravom glasa (Priopćenje ESMA-e, Apendiks B).

²³ Tako za njemačko pravo Noack; Zetzsche, *op. cit.* u bilj. 15, para. 25; Süßmann, R. u: Angerer, L.; Geibel, S.; Süßmann, R. (ur.), *WpÜG Kommentar*, C. H. Beck, München, 2017., § 30, para. 34.

²⁴ Za njemačko pravo Angerer, *op. cit.* u bilj. 2, para. 30; Wackerbarth, *op. cit.* u bilj. 2, para. 44; Noack; Holzborn, *op. cit.* u bilj. 2, para. 39. U hrvatskoj literaturi obično se može pronaći drugačiji stav, da zajedničko djelovanje ne mora biti trajnije prirode (Petrović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 81; Mastilović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 39). Ipak, već i sam oblik riječi „djelovanje“ sugerira radnju koja se proteže tijekom određenog vremena.

²⁵ Tako, recimo, *Takeover Panel u Practice Statement No 26 Shareholder Activism* od 9. rujna 2009. (<https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/ps26.pdf>, pristupljeno 11. siječnja 2023.).

²⁶ V. i Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 384.

²⁷ Sacco Ginevri, *op. cit.* u bilj. 8, str. 42 – 43, Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 365 i dalje; Papadopoulos, *op. cit.* u bilj. 8, str. 529.

²⁸ O tome više u podnaslovu 3.3.

²⁹ *Definitions, C1, Takeover Code*.

na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, surađuju da bi stekle kontrolu.³⁰

Treći cilj iz čl. 5 st. 1 ZPPD-a je sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja. Riječ je o defanzivnim, tzv. protupreuzimateljskim mjerama³¹ u kojima određeni dioničari usklađuju svoje djelovanje kako bi spriječili da neka druga osoba preuzme kontrolu nad društvom. Odgovarajuća pretpostavka nalazi se i u Direktivi o ponudama za preuzimanje kao i *Takeover Codeu*.³²

Idući oblik zajedničkog djelovanja je kada pravne ili fizičke osobe surađuju s ciljnim društvom na temelju sporazuma, izričitog ili prešutnog, usmenog ili pisanog, kojega je cilj sprječavanje druge osobe u provođenju postupka preuzimanja. Riječ je o, već spomenutom, trećem cilju, uz razliku da je jedna od zajednički djelujućih osoba samo ciljno društvo. Radi se, dakle, o slučaju kada uprava ciljnoga društva prestaje biti neutralna (čl. 42 st. 1 toč. 5 ZPDD-a) i, uz pomoć dioničara, bori se protiv (neprijateljskog) preuzimanja. Usporedivo pravilo nalazi se i u čl. 2 st. 1 toč. d Direktive o ponudama za preuzimanje.

3. PRESUMPCIJE

Budući da je, kao što je već rečeno, postojanje sporazuma teško dokazati, čl. 5 st. 2-5 ZPDD-a sadržava svojevrstu crnu ili sivu listu ponašanja koja dovode ili barem sugeriraju zajedničko djelovanje.³³ Riječ je o oborivim i neoborivim presumpcijama kojima se nastoji olakšati dokazivanje zajedničkog djelovanja. Poredbenopravno promatrano, čini se da su te presumpcije uvedene po uzoru na slovensko pravo, konkretno čl. 8 slovenskog *Zakona o prevzemih*. Iz više razloga one, međutim, nisu najsigurnije oblikovane.

3.1. Osobe koje povezuju okolnosti u vezi sa stjecanjem dionica

Prema čl. 5 st. 2 toč. 1 ZPDD-a, smatra se da djeluju zajednički osobe koje povezuju samo određene okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica, kao što su: a) vrijeme ili razdoblje u kojem su stjecale dionice, b) mjesto stjecanja, c) način stjecanja, d) odredbe ugovora o stjecanju, e) vrijednost stečenih dionica, f) druge

³⁰ Takvu definiciju sadržavaju austrijsko pravo (§ 1 (6) *Übernahmegesetz* (ÜbG) i slovensko pravo (čl. 8 st. 1 *Zakona o prevzemih*). S druge strane, njemačko pravo sadržava sličan izričaj kao i ZPDD (§ 2 (5) *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (WpÜG)).

³¹ O tome više u hrvatskom pravu Jurić, D.; Zubović, A., *Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkog društva*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1, 2009., str. 291 – 331; 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.

³² Čl. 2 st. 1 toč. d Direktive o ponudama za preuzimanje, *Definitions, CI, Takeover Code*.

³³ Sacco Ginevri, *op. cit.* u bilj. 8, str. 44.

okolnosti koje su dovele do stjecanja dionica koje upućuju na usklađenost u stjecanju ili zajedničkoj namjeri osoba.³⁴

Izraz „smatra se“ mogao bi sugerirati da se radi o neoborivoj presumpciji.³⁵ Ispravnijim se, ipak, čini zaključak da se radi o oborivoj presumpciji. Kao što će se pokazati, okolnosti koje dovode do te presumpcije su previše nejasne i otvorene da bi imalo smisla inzistirati na neoborivoj presumpciji. Čak i da se uzme u obzir da je riječ o neoborivoj presumpciji, ona bi se mogla relativno lako oboriti obaranjem baze presumptivnog pravila, što u konačnici dovodi do istoga rezultata. Nadalje, u ostalim presumpcijama (čl. 5 st. 3-5 ZPDD-a) zakon ponekad rabi izraz „smatra se da djeluju zajednički“, a drugdje samo „djeluju zajednički“, što također govori u prilog da izraz „smatra se“ označava oborivu presumpciju. Osim toga, gotovo istovjetna formulacija čl. 8 st. 2 *Zakona o prevzemih (domneva se)* očito je oboriva presumpcija jer ju već idući stavak izričito kontrastira s neoborivom presumpcijom (*neizpodbitna domneva*). Naposljetku, da bi se izbjegle prilično ozbiljne posljedice neoborivih presumpcija, u slučaju sumnje valja uzeti da je presumpcija oboriva.³⁶

Presumpcija postoji u pogledu osoba koje povezuju „samo određene okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica“. Ne traži se da postoji bilo kakva druga veza, primjerice raniji kontakti ili statusnopravna povezanost. Budući da se za zajedničko djelovanje traži postojanje sporazuma, okolnosti u vezi sa stjecanjem dionica morale bi, međutim, biti takve da ih se teško može objasniti na drugačiji način nego postojanjem sporazuma o zajedničkom djelovanju. Ne bi smjela dostajati puka sličnost pri stjecanju dionica.³⁷ Okolnosti koje navodi čl. 5 st. 2 ZPDD-a su, međutim, toliko apstraktne da ne moraju biti čak ni indicij o postojanju sporazuma, a kamoli da opravdavaju presumpciju o njegovu postojanju.

Prva od njih je vrijeme, odnosno razdoblje, stjecanja dionica (čl. 5 st. 2 toč. 1 crt. 1 ZPDD-a). Dovoljno je, dakle, da dvije ili više osoba stječu dionice u istom ili približno istom vremenskom razdoblju pa da se pretpostavi da djeluju zajednički. To je potencijalno opasno, osobito kod ciljnih društava kojih su dionice likvidne, što podrazumijeva da mnogobrojne osobe stječu dionice u isto ili približno vrijeme. Štoviše, nije neobično da, zbog pozitivnih tržišnih pokazatelja utemeljenih na javno dostupnim podacima, trgovanje dionicama nekog društva naglo poraste. To, međutim, ne čini čak ni vjerojatnim da među različitim stjecateljima postoji sporazum.

Postavlja se pitanje kako definirati vrijeme u kojem se stječu dionice. Je li riječ o vremenskom razdoblju od nekoliko tjedana, dana, sati ili čak minuta? Za pretpostaviti je da bi, što su dionice likvidnije, vremensko razdoblje moralo biti kraće. Međutim i to je prilično neprecizno i podložno različitim tumačenjima. Nadalje, nejasno je

³⁴ Čl. 8 st. 2 toč. 1 *Zakona o prevzemih* navodi vremensko razdoblje u kojem su dionice stečene, njihovu veličinu i druge okolnosti u vezi sa stjecanjem koje upućuju na zajedničku namjeru tih osoba.

³⁵ Za oborive presumpcije se uobičajeno koristi izraz „pretpostavlja se“ ili neki istoznačni izraz.

³⁶ Dika, M., *Zakonske predmnjeve – prilog učenju o virtualnosti pravne stvarnosti*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 35, br. 1, 2014., str. 17.

³⁷ Noack; Holzborn, *op. cit.* u bilj. 2, para. 42.

koliko dionica mora biti stečeno u tome vremenskom razdoblju. Moglo bi se opet generalizirati da, što se više dionica stekne, vremensko razdoblje može biti dulje. To je opet podložno različitim tumačenjima. Je li, primjerice, dovoljno da dvije osobe steknu svaka po jednu dionicu u istoj sekundi? To sasvim lako može biti slučajnost. Osim toga, sve osobe koje stječu dionice u istom vremenskom razdoblju morale bi steći barem usporedivu količinu dionica. U suprotnom bi se jednoga velikog stjecatelja moglo povezati sa svakom osobom koja u istom vremenskom razdoblju stekne makar jednu dionicu.

Nejasni obrubi mogli bi čak biti poželjni kada bi se radilo o pukim indicijama koji se trebaju ocijeniti uzimajući u obzir sve okolnosti slučaja. Presumpcija zajedničkog djelovanja, međutim, dovodi do prebacivanja tereta dokaza na onoga tko tvrdi da nema zajedničkog djelovanja, dakle na osobe koje su stjecale dionice u isto vrijeme. Taj teret dokaza nije lako zadovoljiti budući da je riječ o tzv. negativnoj činjenici. Zbog toga je za preporučiti da se presumpciju shvati iznimno restriktivno, odnosno da se aktivira samo kada svaka od više zajednički djelujućih osoba u vrlo kratkom vremenskom razdoblju stekne toliku količinu dionica da se to teško može objasniti slučajem. Nezahvalno je govoriti o točnim brojevima, ali trebalo bi se raditi o količinama koje znatno odskakuju od uobičajenog trgovanja tim dionicama i koje se ne mogu objasniti spontanom rastom tržišnog interesa.

Izneseni zaključci mogu se primijeniti i na ostale okolnosti iz čl. 5 st. 2 ZPDD-a. Pod mjestom stjecanja (čl. 5 st. 2 toč. 1 crt. 2 ZPDD-a) očito se misli na sjedište (prebivalište) stjecatelja. Ostala potencijalna mjesta stjecanja – mjesto uređenog tržišta (burze), mjesto središnjeg depozitorija kao i mjesto ciljnoga društva – za sve su stjecatelje ista, čime presumpcija postaje bespredmetna. Ni sjedište stjecatelja nije, međutim uvjerljiv indicij. Na domaćem tržištu kapitala velika većina institucionalnih ulagatelja ima sjedište u Zagrebu. Presumpcija bi se, prema tome, trebala aktivirati samo u iznimnim slučajevima, recimo kada više stjecatelja ima istu poslovnu adresu, što je teško objasniti slučajem.

Iduća okolnost koja može povezivati osobe koje djeluju zajednički je način stjecanja dionica (čl. 5 st. 2 toč. 1 crt. 3 ZPDD-a). Ne objašnjava se što se pod tim misli. Način stjecanja dionica očito nema tehničko značenje. Ne smije ga se poistovjetiti s *modusom* (lat. način) stjecanja dionica, preciznije poslom prijenosa. Dionice koje su uvrštene na uređeno tržište prenose se, naime, na isti način, upisom na stjecateljev račun u središnjem depozitoriju (čl. 530 st. 1 Zakona o tržištu kapitala³⁸). Način stjecanja dionica očito treba shvatiti u širem smislu, tako da obuhvati sve okolnosti vezane uz stjecanje dionica koje već nisu poimence navedene (kao što su vrijeme ili mjesto stjecanja).

Problem je sličan kao i ranije. Široko shvaćen način stjecanja mogao bi biti indicij zajedničkog djelovanja, ali nije primjeren da dovede do presumpcije i prebacivanja tereta dokaza. I rješenje je slično – tumačiti povezanost putem načina stjecanja dionica restriktivno, tako da obuhvati samo slučajeve koji se ne mogu razumno objasniti ničim drugim nego postojanjem sporazuma o zajedničkom djelovanju.

³⁸ Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020, 83/2021.

Iduća okolnost su odredbe ugovora o stjecanju (čl. 5 st. 2 toč. 1 crt. 4 ZPDD-a). Pod ugovorom o stjecanju se očito ne misli samo na pravni posao stjecanja, spomenuti *modus*, nego i na obveznopravni ugovor kojim nastaje obveza prijenosa dionica, najčešće kupoprodaja. Istovjetne odredbe više ugovora o kupoprodaji dionica mogu upućivati na zajedničko djelovanje jedino ako sadržavaju kakve posebne odredbe koje se mogu objasniti samo sporazumom među više stjecatelja. S druge strane, uobičajene odredbe ugovora o kupoprodaji nisu čak ni indicij zajedničkog djelovanja.

Jedna od okolnosti je i vrijednost stečenih dionica (čl. 5 st. 2 toč. 1 crt. 5 ZPDD-a). Izričaj je pomalo neobičan jer sve dionice ciljnoga društva koje pripadaju istome rodu i na koje otpada isti dio temeljnog kapitala imaju po definiciji istu vrijednost. Za pretpostaviti je da se misli na cijenu za koju su dionice stečene. I tu, međutim, treba biti iznimno oprezan. Upravo zbog gore opisanih svojstava, istovjetne dionice će se na uređenom tržištu, u istom vremenskom razdoblju, najčešće stjecati po istoj cijeni. Na zajedničko djelovanje moglo bi upućivati samo ako bi više osoba stjecalo dionice po cijeni koja odudara od uobičajenih tržišnih uvjeta i ako se to ne može objasniti na drugačiji način nego zajedničkim djelovanjem.

Naposljetku, ZPDD spominje druge okolnosti koje su dovele do stjecanja dionica koje upućuju na usklađenost u stjecanju ili zajedničkoj namjeri osoba (čl. 5 st. 2 toč. 1, peta crtica ZPDD-a). Iz toga se mogu izvući dva najvažnija zaključka. Prvo, barem na razini izričaja, time se proširuje ionako preširok pojam zajedničkog djelovanja. Upotreba riječi „ili“ sugerira da za zajedničko djelovanje nije nužna zajednička namjera, odnosno sporazum o stjecanju (čl. 5 st. 1 ZPDD-a) nego da je dovoljna faktična usklađenost u stjecanju dionica ciljnoga društva. To je svakako pogrešno i ne smije se tumačiti doslovno, nego u skladu s općim načelima prava preuzimanja, konkretno potrebom zaštite manjinskih dioničara u slučaju stjecanja kontrole nad ciljnim društvom. Naime, sama činjenica da više osoba djeluje usklađeno pri stjecanju dionica, a bez zajedničke namjere, ne sugerira da one kontroliraju društvo.³⁹ Osim toga, sam koncept uređenog tržišta podrazumijeva visok stupanj standardizacije, a time i usklađenosti stjecanja. To, međutim, ne sugerira zajedničko djelovanje u smislu prava preuzimanja.

Drugo, spomenute su okolnosti namjerno otvorena kategorija i sastoje se od svih ostale okolnosti koje nisu obuhvaćene nekom od prethodnih crtica. S jedne strane, time se potencira spomenuti problem nepreciznosti presumpcije zajedničkog djelovanja. S druge strane, pruža se i potencijalno rješenje. Zakon ne pojašnjava koje su to druge okolnosti nego se one ocjenjuju prema tome koliko je vjerojatno da postoji zajedničko djelovanje. Ne postoji, dakle, određena baza presumpktivnog pravila koja bi, nakon što se dokaže, prebacila teret dokaza na drugu stranu.⁴⁰ „Presumpcija“ postoji samo u mjeri u kojoj poznate okolnosti sugeriraju zajedničko djelovanje i u kojoj ne postoje okolnosti koje upućuju na suprotno.

³⁹ Da je nužna zajednička namjera, za njemačko pravo Angerer, *op. cit.* u bilj. 2, para. 29, 39.

⁴⁰ Triva; Dika, *op. cit.* u bilj. 36, str. 500.

Precizno gledajući, ne radi se uopće o presumpciji u tehničkom smislu te riječi nego o eksplikaciji postupovnog pravila prema kojemu je neka činjenica to vjerojatnija što postoji više indicija i dokaza koji joj idu u prilog.⁴¹ U tom svjetlu treba shvatiti i ranije razmotrene okolnosti (vrijeme, mjesto, način, ugovorne odredbe i cijenu) – kao primjerično navedene indicije o uvjerljivosti kojih se odlučuje prema slobodnoj ocjeni uzimajući u obzir sve okolnosti slučaja. Ne postoji, dakle, ni jedna okolnost koja bi formalno prebacivala teret dokaza na stjecatelje nego se teret dokaza postupno „prebacuje“ na način da svaka dodatna okolnost koja upućuje na zajedničko djelovanje, po naravi stvari, stavlja pritisak na stjecatelje da se obrane od takve tvrdnje.

3.2. Članovi organa s njihovim društvima

Čl. 5 st. 2 toč. 2 i 3 ZPDD-a predviđaju dvije slične i donekle preklapajuće presumpcije zajedničkog djelovanja. Prema čl. 5 st. 2 toč. 3 ZPDD-a smatra se da zajednički djeluju članovi uprave ili nadzornog odbora s društvima u kojima su članovi tih organa.⁴² Presumpcija zajedničkog djelovanja postoji, dakle, između društva i članova njegovih organa.

Iako je ranije zauzet stav da izraz „smatra se“ u čl. 5 st. 1 ZPPD-a označava oborivu presumpciju, ovoga puta ju je vrlo teško, ako ne i nemoguće oboriti. To osobito vrijedi za članove uprave koji djeluju u ime i za račun društva. Iako se oni kao pravni subjekti razlikuju od društva u kojemu su članovi organa, među njima ne postoji psihološka i voljna razlika, jer, u kojem god svojstvu djelovali, oni su iste osobe. Čak i da članovi uprave ponekad drugačije glasuju dionicama koje im osobno pripadaju nego što glasuju dionicama koje pripadaju društvu, sama činjenica da u svakom trenutku mogu uskladiti glasovanje, govori u prilog postojanja kontrole. Situacija nije puno drugačija ni sa članovima nadzornog odbora. Iako oni nominalno ne vode poslove i ne zastupaju društvo, a, barem u dioničkom društvu, uprava ne smije nekritički slijediti njihove upute, postoji realna opasnost da oni mogu neformalnim utjecajem na članove uprave usmjeriti ponašanje društva.

Prema čl. 5 st. 2 toč. 2 ZPDD-a smatra se da zajednički djeluju članovi uprave ili nadzornog odbora društava koja djeluju zajednički.⁴³ Ako se, dakle, utvrdi da dva ili više društava djeluju zajednički, zajednički djeluje svako od tih društava, ne samo sa svojim članovima organa nego i s članovima organa ostalih društava, kao i članovi organa tih društava međusobno. To počiva na prethodno opisanoj logici. Ako među više društava postoji sporazum o zajedničkom djelovanju, za pretpostaviti je da će članovi njihovih organa uskladiti djelovanje i u svom osobnom svojstvu.

⁴¹ Triva; Dika, *op. cit.* u bilj. 36, str. 480, 481.

⁴² Istovjetno pravilo nalazi se u čl. 8 st. 2 toč. 3 *Zakona o prevzemih.*

⁴³ Istovjetno pravilo nalazi se u čl. 8 st. 2 toč. 2 *Zakona o prevzemih.*

3.3. Osobe koje zajednički predlažu i glasaju na glavnoj skupštini za određene važne odluke

Prema čl. 5 st. 2 toč. 4 ZPDD-a smatra se da zajednički djeluju „osobe koje su glavnoj skupštini ciljnoga društva predlagale imenovanje ili razrješenje članova uprave ili nadzornog odbora, ili druge odluke, za donošenje kojih je potrebna tročetvrtinska većina prisutnih glasova na glavnoj skupštini i koje su glasale za donošenje takvih odluka“.⁴⁴ Odredba nije tehnički najpreciznija. Prvo, u hrvatskom pravu glavna skupština ne može imenovati članove uprave. Drugo, većina odluka glavne skupštine koje se donose kvalificiranom većinom donosi se većinom od tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini, a ne većinom od tri četvrtine danih glasova.⁴⁵ Zbog toga je tu odredbu potrebno protumačiti tako da odražava aktualna rješenja prava društava.

Za presumpciju zajedničkog djelovanja potrebno je, dakle, da više osoba predloži i glasuje za neku od važnih odluka o kojima odlučuje glavna skupština ciljnoga društva. Pod predlaganjem odluke se očito ne misli (samo) na uvrštavanje neke točke na dnevni red glavne skupštine. Primjerice, ako je kao točka dnevnoga reda određen izbor člana nadzornog odbora, onda do presumpcije zajedničkog djelovanja dolazi tek zajedničkim predlaganjem određene osobe za člana nadzornog odbora i glasovanjem za tu osobu.

Prijedlog odluka za koje će se glasovati uobičajeno objavljuje organ koji je sazvao glavnu skupštinu, najčešće uprava (čl. 277 st. 7 ZTD-a). Izložena presumpcija, međutim, očito nema na umu članove uprave ili nadzornog odbora koji su već pokriveni čl. 5 st. 2 toč. 2 i 3 ZPDD-a.⁴⁶ Članovi tih organa, uostalom, niti nemaju pravo glasa na glavnoj skupštini. Zakon, dakle, misli na dioničare koji imaju pravo predlagati odluke na samoj glavnoj skupštini (čl. 282 st. 1 ZTD-a) i glasovati za te odluke (čl. 291 ZTD-a).

Kao osobito važne ističu se odluke o izboru ili opozivu članova nadzornog odbora te druge odluke za donošenje kojih se traži većina od tri četvrtine glasova (temelnog kapitala) prisutnih na glavnoj skupštini. Zakonodavac je te odluke očito smatrao pokazateljima kontrole nad društvom. O izboru (i opozivu) članova nadzornog odbora posredno ovisi i imenovanje članova uprave, a time i vođenje poslova društva. Nadalje, odluke za donošenje kojih se traži većina od tri četvrtine glasova (temelnog kapitala) su, po naravi stvari, važnije od odluka za koje se traži samo obična većina.

Kao i u ranijim slučajevima, spomenuta presumpcija daleko je od optimalne. S jedne strane, ona je preuska, a s druge pak, preširoka. Presumpcija je preuska zato jer osobe koje zajednički djeluju vrlo lako mogu izbjeći njezinu primjenu. Na glavnoj skupštini donošenje određene odluke može predložiti svaki dioničar, neovisno o broju dionica ili sudjelovanju u temeljnom kapitalu (čl. 282 st. 1 ZTD-a).

⁴⁴ Istovjetno pravilo nalazi se u čl. 8 st. 2 toč. 5 *Zakona o prevzemih*.

⁴⁵ Čulinović Herc; Zubović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 383.

⁴⁶ V. podnaslov 3.2.

Dakle, ako su dioničari koji zajednički djeluju svjesni izložene presumpcije, oni ju mogu zaobići na način da samo jedan od njih predloži odluku za koju će, potom, svi glasovati.⁴⁷ Zato bi možda bilo bolje da se, umjesto predlaganja odluke, traži zajedničko stavljanje određene točke na dnevni red, jer je za to potreban prag od 5% sudjelovanja u temeljnom kapitalu (čl. 278 ZTD-a).

Izložena presumpcija je pak preširoka u smislu da obuhvaća i slučajeve poželjne dioničarske suradnje kojom se ne uspostavlja kontrola nad društvom. Kao što je već objašnjeno, pojam kontrole ne bi trebao uključivati suradnju i dogovaranje dioničara u povodu individualnih odluka nego trajniju povezanost koja je u stanju usmjeriti vođenje društva.⁴⁸ Čak i zajedničko predlaganje i glasovanje za određenog člana nadzornog odbora ne znači (nužno) ništa više od toga da je nekolicina dioničara smatrala određenu osobu optimalnim kandidatom. To je još očitije kod opoziva člana nadzornog odbora. Lako moguće da su postojali objektivni razlozi za opoziv, kao što je povreda dužne pažnje (čl. 272 ZTD-a), što je dovelo do općeg konsenzusa da određena osoba više na zavrjeđuje biti član nadzornog odbora. Isto vrijedi i za druge odluke. Primjerice, odluka o povećanju ili smanjenju temeljnog kapitala može biti prirodan odgovor na krizu u kojoj se društvo nalazi. To, međutim, ne znači da među dioničarima postoji sporazum oko upravljanja društvom, što može postati očitim već i prigodom glasovanja za prvu iduću odluku.

Priopćenje ESMA-e, uostalom, suradnju u pogledu predlaganja i glasovanja za pojedine odluke glavne skupštine, uključujući i povećanje i smanjenje temeljnog kapitala, izričito stavlja na tzv. Bijelu listu ponašanja koja sama po sebi ne sugeriraju da postoji zajedničko djelovanje.⁴⁹ Priopćenje ESMA-e je nešto suzdržanije u pogledu odluke o izboru članova organa.⁵⁰ Većina država članica, međutim, smatra da zajedničko djelovanje ne postoji kada se dioničari dogovore da će glasati za izbor pojedinog člana organa⁵¹, osobito ako je riječ o kandidatu koji je neovisan o dioničarima koji su ga izabrali.⁵² Zajedničko djelovanje postoji uobičajeno samo kada je ponašanje dioničara u glavnoj skupštini usmjereno na stjecanje kontrole nad organima društva⁵³, primjerice tako da imenuju većinu članova organa ili da imenuju članove organa koji su o njima ovisni.

Zbog svega toga, izloženu presumpciju iz čl. 5 st. 2 toč. 4 ZPDD-a treba također shvatiti samo kao indicij i smatrati ju oborenom ako ne postoje znakovi trajnijeg usklađenog glasovanja na glavnoj skupštini ili uspostavljanja kontrole nad organima društva.

⁴⁷ Prema važnosti okolnost zajedničkog predlaganja skeptičan je i Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 386.

⁴⁸ Za njemačko pravo Angerer, *op. cit.* u bilj. 2, para. 30, 31; Wackerbarth, *op. cit.* u bilj. 2, para. 44; Noack; Holzborn, *op. cit.* u bilj. 2, para. 39

⁴⁹ Priopćenje ESMA-e, toč. 3.1., toč. 4.1. (c) i (d).

⁵⁰ Priopćenje ESMA-e, toč. 3.1., toč. 5.

⁵¹ Priopćenje ESMA-e, toč. 5, Apendiks D., toč. 4, Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 372.

⁵² Winner, *op. cit.* u bilj. 2, str. 371, 374.

⁵³ Tako, recimo, *Takeover Panel* u *Practice Statement No 26 Shareholder Activism*, *op. cit.* u bilj. 25.

3.4. Osobe koje se nalaze u odnosu kontrole i povezana društva

Sljedeći oblici zajedničkog djelovanja temelje se na korporativnoj, statusnopravnoj povezanosti, u prvome redu imanju dionica, odnosno poslovnih udjela. Pomalo neobično, taj načelno isti supstrat podijeljen je na dvije uvelike preklapajuće kategorije – kontrolu (čl. 5 st. 3 i 4 ZPDD-a) i povezana društva (čl. 5 st. 5 ZPDD-a).

Prema osnovnom pravilu za kontrolu, pravne osobe te fizičke i/ili pravne osobe djeluju zajednički kad jedna od njih neposredno ili posredno kontrolira drugu ili druge pravne osobe (čl. 5 st. 3 ZPDD-a). Zanimajući određenu jezičnu nespretnost, izloženo pravilo temelji se na kontroli kao jednom od temeljnih pojmova prava preuzimanja. Dakle, ako fizička ili pravna osoba kontrolira neku drugu pravnu osobu, sve osobe povezane odnosom kontrole djeluju zajednički. Valja primijetiti da zakon ne rabi izraz „smatra se“, nego neoborivo predviđa zajedničko djelovanje.

Idući stavak pobliže određuje postojanje kontrole kroz četiri presumpcije. Smatra se da fizička i/ili pravna osoba kontrolira pravnu osobu ako ima: 1. neposredno ili posredno više od 25% udjela u temeljnom kapitalu pravne osobe; 2. neposredno ili posredno više od 25% glasačkih prava u glavnoj skupštini pravne osobe; 3. pravo upravljanja poslovnim i financijskim politikama pravne osobe na temelju ovlasti iz statuta ili sporazuma; 4. neposredno ili posredno prevladavajući utjecaj na vođenje poslova i donošenje odluka.

Čini se da su spomenute presumpcije (ponovno) postavljene preširoko. Prag od 25% glasačkih prava u glavnoj skupštini pravne osobe podudara se s pojmom kontrolnog praga iz čl. 9 ZPDD-a koji uređuje obveznu ponudu za preuzimanje. Ali, dok se čl. 9 ZPDD-a odnosi samo na ciljna (dionička) društva, čl. 5 st. 4 ZPDD-a bi trebao obuhvatiti i društva s ograničenom odgovornošću te ostale pravne osobe. Zbog prosječno manjeg broja članova u društvu s ograničenom odgovornošću puno je manja vjerojatnost da će član s, recimo, 26% glasova moći kontrolirati društvo. Nadalje, za razliku od obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, čl. 5 st. 4 ZPDD-a ne predviđa iznimke pa bi tako, doslovno shvaćeno, član s 26% glasova kontrolirao društvo čak i ako neki drugi član ima veći postotak glasova.⁵⁴ Naposljetku, nejasno je zašto je uz prag od 25% glasačkih prava postavljen i alternativni prag od 25% udjela u temeljnom kapitalu pravne osobe. Iako će se ta dva praga najčešće poklapati, oni mogu i osjetno odudarati, primjerice u slučaju izdavanja povlaštenih dionica bez prava glasa ili poslovnih udjela s neproporcionalno niskim pravom glasa. Tako je, recimo, teoretski moguće da osoba s 25% udjela u temeljnom kapitalu nema ni jedan ili ima samo jedan glas u društvu.

Prema pravilu za povezana društva, trgovačka društva djeluju zajednički ako su međusobno povezana u smislu odredbi ZTD-a (čl. 5 st. 5 ZPDD-a). Riječ je, ukratko, o društvima koja se nalaze u nekom od sljedećih odnosa: većinsko

⁵⁴ Usp. s iznimkom iz čl. 14 st. 1 toč. 10 ZPDD-a.

sudjelovanje, ovisno i vladajuće društvo, društva koncerna, društva s uzajamnim udjelima i društva povezana poduzetničkim ugovorima (čl. 473 ZTD-a).⁵⁵

Nejasno je zašto je to pravilo potrebno uz već opisano pravilo o kontroli i u kojem se odnosu ta dva pravila točno nalaze. Nekoliko opservacija. Dok se za pojedine oblike kontrole „smatra“ da postoji zajedničko djelovanje, za povezana društava se, valjda neborivo, navodi da djeluju zajednički.

Nadalje, pojedini oblici kontrole širi su od povezanih društava. Recimo, kod povezanih društava prag od 25% spominje se samo u sklopu uzajamnih udjela (čl. 477 ZTD-a), dok se za većinsko sudjelovanje traži 50% prava glasa, odnosno sudjelovanja u temeljnom kapitalu (čl. 474 ZTD-a). S druge strane, pojedini oblici kontrole uži su od povezanih društava. Dok se kontrola presumira u slučaju neposredno ili posredno prevladavajućeg utjecaja (čl. 5 st. 4. toč. 4 ZPDD-a), za ovisno i vladajuće društvo dovoljno je da postoji mogućnost neposredno ili podredno prevladavajućeg utjecaja (čl. 475 st. 1 ZTD-a). Teško je reći je li riječ o zakonodavnom previdu ili o planiranoj razlici. Osim toga, određeni poduzetnički ugovori dovode do relativno ravnopravnih oblika povezanosti (v. čl. 480 ZTD-a) koji se ne mogu podvesti pod kontrolu, makar i u najširem smislu te riječi.

Bez pretenzije davanja konačnog odgovora na ta pitanja, teško je oteti se dojmu da su korporativni oblici zajedničkog djelovanja nepotrebno zakomplicirani. Bila bi sasvim dovoljna jedna apstraktnija definicija, eventualno konkretizirana kroz nekoliko tipičnih primjera.

ZPPD dodaje, k tomu, posve nepotrebnu presumpciju prema kojoj se smatra da investicijski, odnosno mirovinski fondovi kojima upravlja isto društvo za upravljanje djeluju zajednički (čl. 5 st. 14 ZPDD-a). Do toga bi se zaključka moglo doći već i na temelju općih pravila. Mirovinski i investicijski fondovi najčešće niti nemaju pravnu osobnost, pa se podrazumijeva da „djeluju zajednički“ kao i s društvom koje njima upravlja.⁵⁶ Ako pak i imaju pravnu osobnost, sama činjenica da neko društvo njima „upravlja“ znači da postoji odnos kontrole, a vjerojatno i povezanih društava.

3.5. Iznimke od presumpcije za osobe koje se nalaze u odnosu kontrole i povezana društva

Najduži dio čl. 5 ZPDD-a (st. 6 do 13) posvećen je iznimkama od presumpcije da osobe koje se nalaze u odnosu kontrole, odnosno povezana društva, djeluju zajednički. Iznimke se odnose na određene institucionalne ulagatelje – društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, investicijska društva i kreditne institucije.

⁵⁵ Mastilović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 38.

⁵⁶ Čl. 3 st. 1 toč. 3. Zakona o dobrovoljnim mirovinskim fondovima (Narodne novine, br. 19/2014, 29/2018, 115/2018), čl. 4 st. 1 toč. 4 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (Narodne novine, br. 44/2016, 126/2019, 110/2021, 76/2022), čl. 4 st. 1 toč. 4 i 5 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine, br. 21/2018, 126/2019, 110/2021).

Iznimke su uvedene Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava iz 2013. godine. Iako vrlo značajne, njihovo je uvođenje obrazloženo samo jednom paušalnom rečenicom: „S obzirom na specifičnost pravnog uređenja fondova i poslovanja društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, u praksi Agencije su se pojavili slučajevi u kojima se pokazala potreba jasnijeg uređenja odnosa između društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima i njegovog vladajućeg društva.“⁵⁷

Društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima i ostali institucionalni ulagatelji, kao praktično najčešći stjecatelja dionica na uređenom tržištu, sigurno su često imali obvezu objavljivati ponudu za preuzimanje. S obzirom na nedostatan obrazloženi izmjena i dopuna može se samo pretpostaviti da je HANFA, da bi im barem donekle olakšala položaj, predložila da se, pod određenim pretpostavkama, ta društva promatraju odvojeno od njihovih vladajućih i povezanih društava.⁵⁸

Budući da je riječ o vrlo opširnim i teško prohodnim odredbama, ovdje će se dati samo njihov sumarni pregled. Zakon razlikuje dvije temeljne situacije – kada ovisno društvo za upravljanje stječe ili drži dionice ciljnoga društva putem investicijskih ili mirovinskih fondova kojima upravlja (čl. 5 st. 6 ZPDD-a) te kada ovisno investicijsko društvo, društvo za upravljanje investicijskim fondovima ili kreditna institucija raspolaze pravom glasa iz dionica ciljnoga društva kojima upravlja u sklopu usluge upravljanja portfeljem u smislu čl. 3 st. 1 toč. 128 i čl. 5 st. 1 ZTK-a (čl. 5 st. 9 ZPDD-a).

Prema prvom se situaciji neće smatrati da osobe između kojih inače postoji odnos kontrole ili su povezana društva djeluju zajednički kada je ovisno (ili povezano) društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima koje drži ili stječe dionice ciljnoga društva putem fondova kojima upravlja, pod uvjetom da društvo za upravljanje ostvaruje pravo glasa iz dionica ciljnoga društva neovisno o vladajućoj osobi (odnosno povezanom društvu).

Zakon, nadalje, precizira kada se smatra da društvo za upravljanje ostvaruje pravo glasa iz dionica ciljnoga društva neovisno o vladajućoj osobi. Moraju biti kumulativno ispunjena dva uvjeta: a) vladajuća osoba (ili povezano društvo) ne smije se, davanjem neposredne ili posredne upute, ili na neki drugi način, uplitati u ostvarivanje prava glasa koje pripada društvu za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima, b) društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima mora samostalno i neovisno o vladajućoj osobi (ili povezanom društvu) ostvarivati pravo glasa iz imovine kojom upravlja (čl. 5 st. 7 ZPDD-a). Zakon zatim vrlo precizno definira što znači neposredna, a što posredna uputa vladajuće osobe (ili povezanog društva) kojima ona može odrediti kako će društvo za upravljanje

⁵⁷ Prijedlog Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava, s konačnim prijedlogom Zakona, Zagreb studeni 2013., dostupno na: https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2019-01-18/080612/PZ_529.pdf, pristupljeno 29. prosinca 2022.).

⁵⁸ Usporedive, ali ipak donekle drugačije iznimke nalaze se u § 30(3 i 4) njemačkog *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*. Moguće da su i one poslužile kao model hrvatskom zakonodavcu.

investicijskim ili mirovinskim fondovima ostvarivati svoje pravo glasa (čl. 5 st. 8 ZPDD-a).

Čak i tako pojednostavnjene odredbe otvaraju mnoga pitanja. Za početak, nejasno je koja je razlika između dva kumulativna uvjeta za neovisnost društva za upravljanje (čl. 5 st. 7 ZPDD-a). Oba zvuče poprilično slično, uz razliku što je prvi izložen iz perspektive vladajuće osobe (ili povezanog društva), a drugi iz perspektive ovisnoga društva – društva za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima. Ne postoji, čini se, supstancijalna razlika. Ako se vladajuća osoba upliće u ostvarivanje prava glasa društva za upravljanje, društvo za upravljanje ne ostvaruje pravo glasa samostalno i neovisno o vladajućoj osobi. Vrijedi i obrnuto – ako se vladajuća osoba ne upliće u ostvarivanje prava glasa, društvo za upravljanje ostvaruje pravo glasa samostalno i neovisno.

Drugo, nejasno je zašto se zakon upušta u detaljno definiranje neposredne i posredne upute vladajuće osobe (čl. 5 st. 8 ZPDD-a), kada neovisnost društva za upravljanje prestaje davanjem bilo koje od njih, pa i na neki drugi način (čl. 5 st. 7 toč. 1 ZPDD-a). Teško je oteći se dojmu da se zakonodavac upleo u preveliki broj ulančenih definicija koje su same sebi svrha i, umjesto da pridonese, u stvari narušavaju pravnu sigurnost.

Treće i najvažnije, prema općim pravilima o zajedničkom djelovanju kontrola i odnos povezanosti postoje neovisno o tome koristi li se vladajuće društvo njima da bi davalo upute ovisnomu društvu (čl. 5 st. 3-5 ZPPD-a). Zbog toga, je, uostalom, i prema općim pravilima prava društava za odnos vladajućega i ovisnoga društva iz čl. 475 ZTD-a dovoljna mogućnost prevladavajućeg utjecaja. Vladajuće društvo je, naime, u poziciji u bilo kojem trenutku početi davati upute ovisnomu društvu, a ono ih najvjerojatnije neće moći odbiti. Dodatni je problem što se obvezujuće upute mogu dati i neformalnim putem, što je iznimno teško dokazati.

ZPDD je predvidio iznimku od toga pravila samo za ovisna društva za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima. Ne smatra se, naime, da ona zajednički djeluju dok god se vladajuće društvo stvarno ne koristi svojim položajem moći i ne daje upute društvu za upravljanje kako se koristiti pravom glasa u ciljnome društvu. Nije, međutim, razvidno zašto bi samo društva za upravljanje zavrjeđivala pravo na iznimku, čak i ako se uzme da su ona najaktivnija na tržištu kapitala. Po pitanju kontrole i povezanosti ona se, naime, ne razlikuju bitno od ostalih društava. Dolazi, dakle, do nejednakog tretmana društava koja se nalaze u istome položaju, a time i do potencijalne povrede ustavnog prava na ravnopravnost pri stjecanju prava vlasništva i ulaganja kapitala (čl. 14, čl. 48, čl. 49 Ustava Republike Hrvatske⁵⁹).

Nejednakost je dodatno naglašena činjenicom da se prema općim pravilima za odnos kontrole traži relativno nizak prag od 25% prava glasa ili čak samo 25% udjela u temeljnom kapitalu. Dakle, dok će neko „obično“ društvo biti ovisno samo zbog toga što neki član ima 26% udjela, društvo za upravljanje investicijskim ili mirovinskim fondovima u kojemu netko ima 100% udjela može se „izvući“ iz

⁵⁹ Narodne novine, br. 56/1990, 135/1997, 113/2000, 28/2001, 76/2010, 5/2014.

zajedničkog djelovanja ako dokaže, odnosno učini vjerojatnim, da mu se vladajuće društvo ne upliće u ostvarivanje prava glasa u ciljnome društvu. U najmanju ruku bilo bi poželjno da je zakonodavac detaljnije obrazložio potrebu za takvim nejednakim tretmanom.

Osim toga, upitno je koliko je takva iznimka u skladu s Direktivom o ponudama za preuzimanje koja navodi da su osobe koje djeluju zajednički, među ostalim, osobe između kojima postoji odnos kontrole u smislu članka 87. Direktive 2001/34/EZ.⁶⁰ Taj članak, ukratko, definira kontrolu putem većinskog prava glasa i mogućnosti imenovanja ili opoziva većine članova upravljačkih ili nadzornih organa.⁶¹ Ne traži se, dakle, da se kontrolirajuće društvo stvarno koristi svojim položajem davanjem uputa kontroliranom društvu.

Prema drugoj situaciji neće se smatrati da osobe među kojima inače postoji odnos kontrole ili su povezana društva djeluju zajednički kada je ovisno (ili povezano) društvo investicijsko društvo, društvo za upravljanje investicijskim fondovima ili kreditna institucija, koji raspolažu pravom glasa iz dionica ciljnoga društva kojima upravljaju u sklopu usluge upravljanja portfeljem (čl. 5 st. 9 ZPDD-a).⁶² Investicijsko društvo, društvo za upravljanje investicijskim fondovima ili kreditna institucija moraju kumulativno ispunjavati tri uvjeta: a) moraju imati odobrenje regulatora za pružanje usluge upravljanja portfeljem; b) mogu ostvariti pravo glasa iz dionica ciljnoga društva samo uz uputu klijenta ili, ako mogu ostvarivati pravo glasa i bez te upute, mora biti osigurano da se usluga upravljanja portfeljem pruža neovisno o ostalim uslugama koje pružaju ta društva, pod zakonom predviđenim uvjetima za taj oblik društva; c) moraju ostvarivati pravo glasa neovisno o vladajućoj osobi, na što se primjenjuje gore izložena presumpcija neovisnosti. I tu, dakle, dolazi do istih problema kao i u prethodno opisanoj situaciji.

Zaključno, iznimke iz čl. 5 st. 6-13 bi vjerojatno bilo najbolje u potpunosti brisati. Ako ih se ostavi, trebalo bi, u najmanju ruku, obrazložiti potrebu za njima i znatno ih pojednostavniti.

3.6. Srodstvo

Ono što je za pravne osobe odnos kontrole i povezanosti, za fizičke je osobe odnos srodstva. Prema čl. 5 st. 15 ZPDD-a, smatra se da fizičke osobe djeluju

⁶⁰ Direktiva 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća, od 28. svibnja 2001., o uvrštenju vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima, SL[2001] L 184/1, str. 1 – 66.

⁶¹ Prema čl. 87 st. 1 Direktive 2001/34/EZ „kontrolirano poduzeće” označava svako poduzeće u kojemu neka fizička ili pravna osoba: (a) ima većinu glasačkih prava; ili b) ima pravo imenovati ili razriješiti većinu članova upravnog, rukovodećeg ili nadzornog tijela, a istodobno je dioničar ili član poduzeća o kojemu je riječ; ili (c) je dioničar ili član i samostalno kontrolira većinu glasačkih prava dioničara ili članova u skladu sa sporazumom koji je sklopilo s drugim dioničarima ili članovima poduzeća.

⁶² Gramatičko tumačenje čl. 5 st. 9 ZPDD-a sugerira da se samo za kreditnu instituciju (ne i investicijsko društvo i društvo za upravljanje investicijskim fondovima) traži da djeluje u okviru u sklopu usluge upravljanja portfeljem. Drugačije, međutim, proizlazi iz prvog uvjeta koji traži da sva tri društva imaju odobrenje za pružanje usluge upravljanja portfeljem.

zajednički ako su u krvnom srodstvu u pravoj liniji, a u pobočnoj liniji do drugog stupnja zaključno, te ako su bračni ili izvanbračni drugovi.

Pretpostavke za navedenu presumpciju relativno su nedvosmislene. S obzirom na bliski stupanj srodstva imalo bi smisla da je riječ o neoborivoj presumpciji. Čak i da se krene od toga da čl. 5 ZPPD-a koristi izraz „smatra se“ za oborive presumpcije, obaranje spomenute presumpcije bi vrlo rijeko smjelo uspjeti, možda samo u slučajevima kada ne ostaje prostora sumnji da spomenuti rođaci nisu u dobrim odnosima. Štoviše, i širi krug srodstva od onoga iz čl. 5 st. 15 ZPDD-a mogao bi se uzeti kao indicij sporazuma o zajedničkom djelovanju.

4. POSLJEDICE ZAJEDNIČKOG DJELOVANJA

Posljedice zajedničkog djelovanja rasprostrte su po čitavom ZPDD-u. Ukratko, osobe koje zajednički djeluju tretiraju se kao da je riječ o jednom jedinom stjecatelju, odnosno ponuditelju (čl. 2 st. 1 toč. 3 i 4, čl. 6 st. 1 ZPDD-a).⁶³

Uspostavljanje odnosa zajedničkog djelovanja na temelju sporazuma izjednačeno je, naime, sa stjecanjem dionica s pravom glasa (čl. 6 st. 1 ZPDD-a). Svaka od osoba koje zajednički djeluju je, dakle, stjecatelj. Dionicama s pravom glasa stjecatelja pribrajaju se dionice s pravom glasa osoba koje s njime djeluju zajednički (čl. 6 st. 2 ZPDD-a). Drugim riječima, svakoj osobi koja zajednički djeluje pripisuju se sve dionice koje pripadaju bilo kojoj drugoj osobi koja s njome zajednički djeluje.⁶⁴ Pritom se čak ne traži da svaka od tih osoba sama uopće ima dionice ciljnoga društva.⁶⁵ Vladajućemu društvu koje nema ni jednu dionicu ciljnoga društva pripisat će se tako dionice koje ima o njemu ovisno društvo. Dakle, ako pet osoba koje djeluju zajednički imaju, redom, 5%, 7%, 10%, 4% i 0% dionica s pravom glasa, uzima se da svaka od njih ima 26% dionica s pravom glasa.

To pravilo, čini se, rješava slučajeve kada jedna osoba sudjeluje u više sporazuma o zajedničkom djelovanju, odnosno, realističnije, kada je osoba koja se nalazi u odnosu kontrole ili povezanih društava sklopila sporazum o zajedničkom djelovanju. Primjerice, ako je ovisno društvo, kao dioničar ciljnoga društva, sklopilo ugovor o vezivanju glasova s nekim drugim dioničarem, vladajućemu društvu pripisivat će se ne samo dionice ovisnoga društva nego i dionice tog drugog dioničara.

Nakon što zajednički prijeđu kontrolni prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnoga društva, svaka od osoba koje djeluju zajednički je ponuditelj (čl. 2 st. 1 toč. 4, čl. 9 st. 1 ZPDD-a). Prema čl. 6 st. 3 ZPDD-a, kada obveza objavljivanja ponude za preuzimanje nastane uspostavljanjem odnosa zajedničkog djelovanja na temelju sporazuma ili u slučaju kad jedna od osoba koje djeluju zajednički stekne dionice tako da tim stjecanjem nastane obveza objavljivanja ponude za preuzimanje,

⁶³ O postupovnim aspektima više v. Čulinović Herc; Zubović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 385 i dalje.

⁶⁴ Stanković, D., *Zajedničko djelovanje pri stjecanju dionica* (acting in concert), Informator, br. 5857, str. 6.

⁶⁵ Mastilović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 38.

svaka od tih osoba obvezna je objaviti ponudu za preuzimanje. Smatra se da je obvezi objavljivanja ponude za preuzimanje udovoljeno ako ponudu za preuzimanje objavi bilo koja od osoba koje zajednički djeluju. Jedino ako je jedna od osoba koje zajednički djeluju samo ciljno društvo, ono ne može biti ponuditelj (čl. 6 st. 4 ZPDD-a). To bi, uostalom, bilo protivno načelnoj zabrani stjecanja vlastitih dionica (čl. 233 ZTD-a).

Osobe koje zajednički djeluju solidarno odgovaraju za ispunjenje svih obveza propisanih ZPDD-om (čl. 7 ZPDD-a). Pojednostavnjeno, može se reći da su osobe koje djeluju zajednički solidarni ponuditelji. Nema načelne zapreke da i više njih ili čak svi objave ponudu za preuzimanje. Dovoljno je, međutim, da ponudu objavi jedan od njih, u kojoj onda mora navesti i osobe koje s njime zajednički djeluju (čl. 22 st. 1 toč. 3 i 4 ZPDD-a). Ako nitko od njih to ne učini, svi snose posljedice i trpe sankcije, od isključenja prava glasa (čl. 13 st. 3 ZPDD-a) do prekršaja (čl. 59 ZPDD-a).⁶⁶ Za obvezno sklapanje ugovora (čl. 49 ZPDD-a),⁶⁷ kao i za isplatu cijene (čl. 16 ZPDD-a), odnosno naknade (čl. 17 ZPDD-a), manjinski se dioničari mogu obratiti bilo kojoj od osoba koje zajednički djeluju ili svima zajedno.

Iako se na izloženi način nesumnjivo učinkovito ostvaruje cilj zaštite manjinskih dioničara, može se zapitati nije li takvo uređenje pretjerano opterećujuće za, barem neke, osobe koje zajednički djeluju. Za početak, obveza objavljivanja ponude za preuzimanje može nastati i za osobu koja sama po sebi nema ni jednu jedinu dionicu ciljnoga društva. Ta osoba, nadalje, možda nije mogla utjecati na stjecanje dionica ciljnoga društva, pa čak ni na postojanje zajedničkog djelovanja. Kao što je već spomenuto, ako postoji odnos kontrole ili povezanih društava, sporazum o zajedničkom djelovanju je čista fikcija. Ovisno društvo tako može postati ponuditelj samo na temelju toga što je vladajuće društvo steklo dionice ciljnoga društva ili sklopilo sporazum o zajedničkom djelovanju s nekom trećom osobom. To osobito pogađa eventualne manjinske dioničare ili članove ovisnoga društva jer je riječ o obvezi koja, u stvarnosti, nema veze s djelovanjem njihova društva.⁶⁸ Ovisnomu društvu, međutim, preostaju samo opći mehanizmi zaštite ovisnoga društva (čl. 473-511 ZTD-a) i pravo na regres solidarnih dužnika (čl. 52-53 ZOO-a). Tako se može dogoditi da zaštita manjinskih dioničara ciljnoga društva negativno utječe na druge manjinske dioničare – ovisnoga društva za koje, u odnosu na ciljno društvo, ZPDD predviđa zajedničko djelovanje.

Zbog toga se može razmisliti da se računanje ograniči samo na one osobe koje su mogle utjecati na zajedničko djelovanje. Moglo bi se, recimo, predvidjeti da se dionice ovisnoga društva računavaju vladajućemu društvu, ali ne i obrnuto, da se dionice vladajućega društva računavaju ovisnomu društvu.⁶⁹

⁶⁶ Stanković, *op. cit.* u bilj. 65, str. 6; Petrović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 82.

⁶⁷ Mastilović, *op. cit.* u bilj. 2, str. 39, 40; Stanković, *op. cit.* u bilj. 65, str. 6.

⁶⁸ Za njemačko pravo Noack; Holzborn, *op. cit.* u bilj. 2, para. 36.

⁶⁹ Tako, recimo, § 23 (2) austrijskog Übernahmegesetz.

6. ZAKLJUČAK

Od ZPDD-ovih pravila o zajedničkom djelovanju može se pohvaliti jedino osnovna struktura. Čini se opravdanim imati jedan opći pojam, koji se onda konkretizira putem popisa ponašanja koja su uvijek zajedničko djelovanje (crna lista), koja su najčešće zajedničko djelovanje (siva lista) ili koja sama po sebi nisu zajedničko djelovanje (bijela lista). To je, uostalom, na tragu Priopćenja ESMA-e koje putem Bijele liste nastoji razgraničiti zajedničko djelovanje od bezazlenog pa i poželjnog dioničarskog aktivizma.

Sve ostalo je zrelo za temeljitu zakonodavnu reviziju. Valja početi od osnovnog pojma. Iako čl. 5 st. 1 ZPDD-a očito vodi računa o Direktivi o ponudama za preuzimanje, umjesto cilja stjecanja kontrole govori o cilju stjecanja dionica s pravom glasa i usklađenom ostvarivanju prava glasa. Zajedničko stjecanje dionica, međutim, samo po sebi ne dovodi do kontrole nad ciljnim društvom jer je, u odsutnosti trajnije koordinacije, situacija neusporediva s onom kada dionice stječe jedan jedini stjecatelj. Isto tako, usklađeno ostvarivanje prava glasa dovodi do kontrole samo ako je trajnijeg karaktera ili ako se njime uspostavlja kontrola nad organima društva. Zbog toga je, u nedostatku preciznijih rješenja, za preporučiti doslovno usvajanje definicije iz čl. 2 st. 1 toč. (d) Direktive.

Najlošiji dio ZPDD-a su, bez sumnje, presumpcije zajedničkog djelovanja i njihove iznimke. Za početak, mnoge od njih teško mogu poslužiti čak i kao indiciji zajedničkog djelovanja. Činjenica da su stjecatelji povezani vremenom kada su stekli dionice, mjestom i načinom stjecanja, odredbama ugovora o kupoprodaji i cijenom dionica najvjerojatnije ne znači ništa drugo nego da su te osobe stjecale dionice pod istim ili sličnim uvjetima na uređenom tržištu. Čak i da se to uzme kao indicij, on bi se morao ocjenjivati zajedno sa svim drugim okolnostima slučaja, a ne dovoditi do presumpcije zajedničkog djelovanja i na taj način prebaciti teret dokaza na stjecatelje.

Ništa bolja nije ni presumpcija zajedničkog djelovanja među dioničarima koji su na glavnoj skupštini ciljnoga društva predlagali i glasovali za imenovanje ili razrješenje članova nadzornog odbora ili za druge odluke za donošenje kojih je potrebna tročetvrtinska većina glasova, odnosno temeljnog kapitala zastupljenih na glavnoj skupštini. Suradnja u pogledu donošenja pojedine odluke, pa i one koja se donosi kvalificiranom većinom, sama po sebi ne izlazi iz okvira zdravog dioničarskog aktivizma i ne sugerira kontrolu. Drugačije bi eventualno moglo biti u pogledu odluke o imenovanju članova nadzornog odbora, a i onda u prvome redu samo ako je riječ o takvoj odluci koja je usmjerena na preuzimanje kontrole nad tim organom i, posredno, upravom društva.

Opravdano je da uska statusnopravna povezanost, osobito odnos ovisnosti, dovodi do neoborive presumpcije zajedničkog djelovanja. Čini se, međutim, pretjeranim da je to u ZPDD-u podijeljeno na dvije različite, ali i uvelike podudarne osnove – odnos kontrole i povezana društva. Osobito se pretjeranim čini da se odnos

kontrole presumira već nakon prelaska praga od 25% glasačkih prava ili udjela u temeljnom kapitalu, neovisno o tome o kojem je obliku društva riječ.

Nisu, nadalje, zadovoljavajuće ni iznimke od presumpcije zajedničkog djelovanja u slučaju kada postoji odnos kontrole ili povezana društva. Osim što su nepotrebno dugačke i složene, iznimke su predviđene samo za institucionalne ulagatelje – društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, investicijska društva i kreditne institucije. Glavna pretpostavka za primjenu iznimki je da vladajuće društvo nije davalo upute ovisnomu društvu u pogledu ostvarivanja prava glasa iz dionica ciljnoga društva. Ako je u tom slučaju iznimka opravdana, nejasno je zašto se njome ne mogu poslužiti i ostala društva. I obrnuto, ako postoji realna opasnost da će vladajuće društvo u bilo kojem trenutku početi davati upute ovisnomu društvu, iznimka ne bi smjela postojati ni za institucionalne ulagatelje. U nedostatku kvalitetnog obrazloženja, te bi odredbe bilo bolje u potpunosti brisati.

Naposljetku, iako povoljne za manjinske dioničare, posljedice zajedničkog djelovanja pretjerane su za, barem neke, od osoba koje zajednički djeluju. Zajedničko djelovanje, naime, dovodi do solidarne odgovornosti svih osoba koje zajednički djeluju, pa i onih koje možda nemaju ni jednu dionicu ciljnoga društva i koje nisu mogle utjecati na zajedničko djelovanje, kao što su to ovisna društva. Obveza na objavljivanje zajedničke ponude može predstavljati nerazmjerni teret njima i njihovim manjinskim dioničarima.

Zbog svega toga, za preporučiti je brisanje praktički svih odredaba iz čl. 5 ZPDD-a i donošenje novoga zakonskoga teksta. Kao uzor za oblikovanje konkretnih odredbi mogu poslužiti Direktiva o ponudama za preuzimanje i Priopćenje ESMA-e. Bilo bi poželjno konzultirati i rješenja njemačkog i, osobito austrijskog prava, kao i tekst *Takeover Codea*. Zakonski tekst bi, nadalje, trebao biti jednostavan, razumljiv i voditi računa o ravnoteži između poželjne dioničarske suradnje i zaštite manjinskih dioničara u slučaju stjecanja kontrole nad ciljnim društvom.

POPIS LITERATURE

1. Angerer, L. u: Angerer, L.; Geibel, S.; Süßmann, R. (ur.), *WpÜG Kommentar*, C. H. Beck, München, 2017., § 2
2. Barbić, J., *Dioničko društvo*, Organizator, Zagreb, 2020.
3. Barbić, J., *Pravo društava Opći dio*, Organizator, Zagreb, 2008.
4. Čulinović Herc, E.; Zubović, A., *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 50, br. 2, 2013., str. 371 – 392
5. Dika, M., *Zakonske predmnjeve – prilog učenju o virtualnosti pravne stvarnosti*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 35, br. 1, 2014., str. 1 – 60
6. Jurić, D.; Zubović, A., *Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkog društva*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 30, br. 1, 2009., str. 291 – 331.

7. Kocher, D., *Gemeinsam handelnde Personen im Übernahmerecht*, AG, br. 9, 2018., str. 308 – 315
8. Mastilović, B., *Zajedničko djelovanje prema Zakonu o preuzimanju dioničkih društava*, Hrvatska pravna revija, vol. 5, br. 11, 2005., str. 37 – 40
9. 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
10. Noack, U.; Holzborn, T. u: Schwark, E.; Zimmer, D. (ur.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, C. H. Beck, München, 2020., WpÜG, § 2
11. Noack, U.; Zetzsche, D. u: Schwark, E.; Zimmer, D. (ur.) *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, C. H. Beck, München, 2020., WpÜG, § 30
12. Papadopoulos, T., *The mandatory provisions of the EU Takeover bid directive and their deficiencies*, Law and Financial Markets Review, vol. 1, br. 6, 2007., str. 525 – 533
13. Petrović, S., *Zajedničko djelovanje prema Zakonu o postupku preuzimanja dioničkih društava*, Vladavina prava, vol. 4, br. 3-4, 2000., str. 77 – 84
14. *Practice Statement No 26 Shareholder Activism* od 9. rujna 2009. (<https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/ps26.pdf>, pristupljeno 11. siječnja 2023.)
15. Priopćenje ESMA-e o suradnji dioničara i zajedničkom djelovanju prema Direktivi o ponudama za preuzimanje (2004/25/EZ), ESMA/2014/677-REV od 20. lipnja 2014., posljednji put izmijenjeno 8. siječnja 2019. (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf, pristupljeno 11. siječnja 2023.)
16. 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 – 50
17. Süßmann, R. u: Angerer, L.; Geibel, S.; Süßmann, R. (ur.), *WpÜG Kommentar*, C. H. Beck, München, 2017., § 30
18. Stanković, D., *Zajedničko djelovanje pri stjecanju dionica (acting in concert)*, Informator, br. 5857, str. 6 – 7
19. Triva, S.; Dika, M., *Građansko parnično procesno pravo*, Narodne novine, Zagreb, 2004.
20. Wackerbarth, U. u: Goette, W.; Habersack, M. (ur.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, C. H. Beck, München, 2021., WpÜG, § 2
21. Winner, M., *Active Shareholders and European Takeover Regulation*, *European Company and Financial Law Review*, vol. 11, br. 3., 2014., str. 364 – 392

ACTING IN CONCERT IN TAKEOVER LAW

There is an obvious discrepancy between the importance of acting in concert in takeover law and the quality of its regulation in the provisions of the Act on the Takeover of Joint-Stock Companies. The problems begin already with the very definition of acting in concert and they are aggravated through numerous presumptions which, in themselves, do not even indicate acting in concert, much less shift the burden of proof on the acquirers. Probably the most important problem is that the acting in concert is so far-reaching that it discourages desirable shareholder activism, such as debating and cooperating in relation to the individual resolutions of the general meeting. Aside from the criticism, the paper suggests specific improvements, which require an entirely new legislative framework.

Key words: *acting in concert, control, coordinated voting, presumptions, exceptions*